

Définition et mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème

LYCEE JEHAN DE BEAUCE CHARTRES LE 3 MAI 2016

BERNARD CHERLONNEIX

DIRECTEUR DEPARTEMENTAL EURE-ET-LOIR

CHARTRES



Le rôle d'une banque centrale

Deux principaux leviers permettent de piloter la politique économique :

- ✓ Le budget des États: politique budgétaire
- ✓ Les banques centrales: politique monétaire

Quels rôles joue une banque centrale ?

- ✓ Elle contrôle la base monétaire et prête aux établissements de crédit ;
- ✓ Elle joue le rôle de « prêteur en dernier ressort » ;
- ✓ *In fine*, elle influe sur le taux d'intérêt de l'économie.

Quels sont les moyens à sa disposition ?

- ✓ Elle dispose de divers taux dont le taux directeur auquel les banques se refinancent ;
- ✓ Elle fixe un niveau de réserves obligatoires imposant aux établissements de crédit de déposer un % de la taille de leur bilan ;
- ✓ Elle peut mener des opérations de rachat sur les marchés financiers.

La création monétaire

Qu'est ce que la création monétaire ?

- ✓ La monnaie dite « *centrale* » accordée par une banque centrale aux banques commerciales – billets et réserves obligatoires correspondant à la base monétaire – financée pour partie par le biais d'opérations de prêts de la banque centrale aux banques commerciales permet de financer les agents économiques, particuliers et entreprises – masse monétaire .
- ✓ La création monétaire est l'ensemble du processus permettant de passer de la base monétaire à la masse monétaire (Hum !!!).
- ✓ Si les banques commerciales créent la monnaie, les banques centrales ont le pouvoir de l'influencer et de la réguler à la hausse comme à la baisse, avec l'objectif d'obtenir un niveau d'inflation faible et stable.

Table des matières

1. **Organisation de l'Eurosysteme**
2. **Les objectifs de la politique monétaire de l' Eurosysteme**
3. **Les instruments de refinancement**
4. **Bilan de l' Eurosysteme**
5. **L'Eurosysteme face à la crise**
6. **L'heure du bilan**

1. Organisation de l'Eurosystème

Application stricte du principe de subsidiarité :

- ✓ ESCB = BCE + 28 BCN de l'UE ; Eurosystème = BCE + 19 BCN zone euro ;
- ✓ La définition de politique monétaire appartient au Conseil des gouverneurs: chaque gouverneur de BCN a une voix rotative depuis 2015 ;
- ✓ Le Directoire - composé du gouverneur de la BCE - Mario Draghi – 1 Vice-président et 4 membres désignés pour 8 ans - est chargé de veiller à la mise en œuvre de la politique monétaire : voix permanente ;
- ✓ Principe de subsidiarité : mise en œuvre de la politique monétaire du ressort des BCN.

2. Objectifs de politique monétaire

Objectif de l'Eurosystème : maintenir la stabilité des prix à moyen terme

- ✓ Interprété par la BCE comme un niveau des prix inférieur et proche de 2% ;
- ✓ Objectif secondaire : contribuer à la croissance et au plein emploi ;
- ✓ Les objectifs varient selon les BC (cf mandat FED vs. mandat BCE).

Cible opérationnelle : pilotage des taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire

- ✓ Faire en sorte que le taux d'intérêt au jour le jour (ou taux EONIA) soit le plus proche possible du taux qui fait office de signal de politique monétaire (ou taux directeur) ;
- ✓ Par effet d'arbitrage, les taux d'intérêt de CT influencent les taux d'intérêt de LT.

Instruments :

- ✓ L'orientation des taux d'intérêt de court terme sont assurés par la gestion de la liquidité ;
- ✓ Via la création d'un déficit de liquidité et la dépendance du système financier au refinancement banque centrale.

3. Instruments de politique monétaire

Moyen : réglage de la liquidité bancaire.

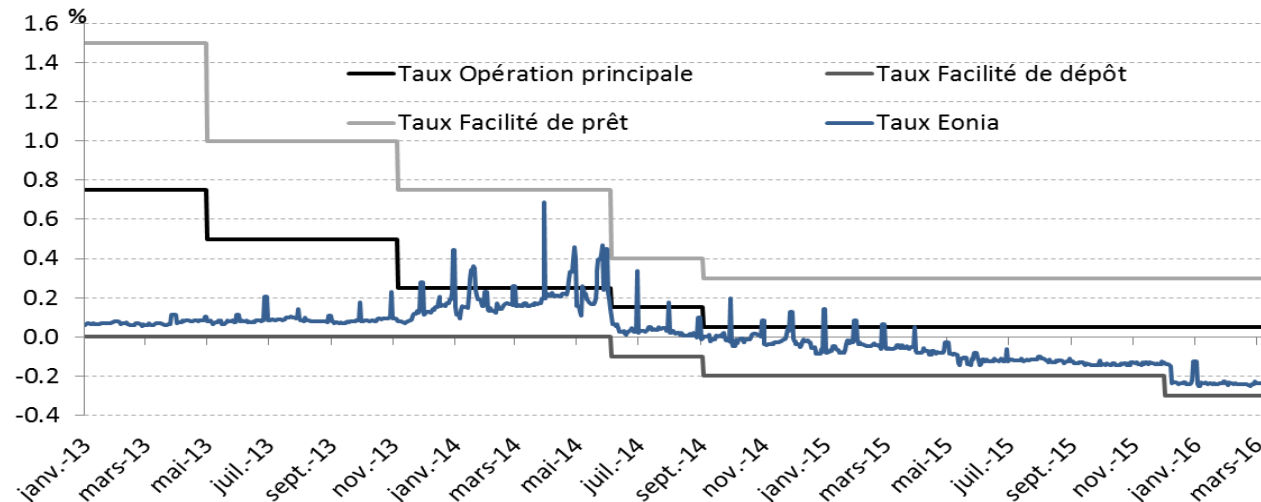
Instruments de la politique monétaire

- ✓ **Réserves obligatoires** : créer un besoin de liquidité ;
- ✓ **Opérations « *open market* »** : répondre au besoin de liquidité en fixant le prix ;
- ✓ **Facilités permanentes** : répondre au besoin ponctuel de liquidité.

Fixer le prix par les taux directeurs :

- ✓ Taux de soumission à la [MRO](#) ;
- ✓ Taux de la facilité marginale de prêt ;
- ✓ Taux de la facilité marginale de dépôt.

Maintien d'un corridor entre les différents taux qui constituent des bornes pour les taux de marché



3. Instruments de politique monétaire

Les réserves obligatoires



Définition : fonds que les établissements de crédit déposent auprès de la Banque de France

Caractéristiques :

- ✓ S'appliquent à tous les établissements de crédit de la zone euro ;
- ✓ Leur montant est calculé en fonction des dépôts à court terme présents dans leur bilan (1% applicable aux dépôts et TCN d'une durée initiale < 2 ans) ;
- ✓ Doivent être constituées en moyenne sur une période de 6 à 7 semaines ;

3. Instruments de politique monétaire

Les opérations d'« open market »



	<u>Type</u>	<u>Durée</u>	<u>Fréquence</u>
<u>Opérations principales de refinancement</u>	injection de liquidité	1 semaine	hebdomadaire
<u>Opérations de refinancement à long terme</u>	injection de liquidité	1, 3, 6, 12 et 36 mois	mensuelle / trimestrielle
<u>Opérations de réglage fin</u>	injection ou retrait de liquidité	variable	non régulière

- ✓ La fourniture de liquidité est garantie par des actifs afin de limiter les pertes pour l'Eurosystème en cas de défaillance de ses contreparties ;
- ✓ Le règlement des opérations de refinancement et la gestion des actifs remis en garantie sont assurés par les BCN.

3. Instruments de politique monétaire

Opération principale de refinancement

- ✓ Injection de liquidité
- ✓ Fréquence hebdomadaire
- ✓ Durée : une semaine
- ✓ Taux minimal de soumission : taux directeur de la BCE
- ✓ Enchères à taux variables de mai 2000 à octobre 2008, pleine allocation taux fixe depuis.

Opération de refinancement à long terme

- ✓ Fréquence : mensuelle / trimestrielle
- ✓ Durée : 1, 3, 6, 12 et 36 mois
- ✓ Apport de liquidité : 150 milliards avant la crise.
- ✓ Depuis la crise, la part du long terme augmente, notamment avec la mise en place des VLTRO à 36 mois (*Very Long Term Refinancing Operations*)

3. Instruments de politique monétaire

Les facilités permanentes

Les facilités permanentes permettent de fournir/ retirer des liquidités, par le biais de prêts ou de dépôts à 24h, à l'initiative des établissements de crédit, contreparties de la Banque de France.

	Maturité	Taux	Procédure
Facilité de dépôt	24 H	-0,30%	Accès
Facilité de prêt	24 H	0,30%	permanent

- Ces taux fixent les bornes du « corridor de taux » ;
- Ces facilités sont utilisées en dernier recours par les trésoriers des banques pour ajuster leurs positions.

Pour une synthèse et des ressources

4. Bilan de l'Eurosystème

Les apports de liquidité de la Banque Centrale répondent aux besoins des banques.

Bilan de la Banque de France

- ✓ Or
- ✓ Devises
- ✓ Portefeuilles en euros
- ✓ Autres actifs
- ✓ Créances liées aux opérations de politique monétaire
- ✓ Créances intra-SECB
- ✓ Divers

- ✓ Billets en circulation
- ✓ Comptes des établissements de crédit (RO)
- ✓ Dettes envers la clientèle
- ✓ Capital et compte de réévaluation
- ✓ Dettes intra-ESCB
- ✓ Autres facteurs

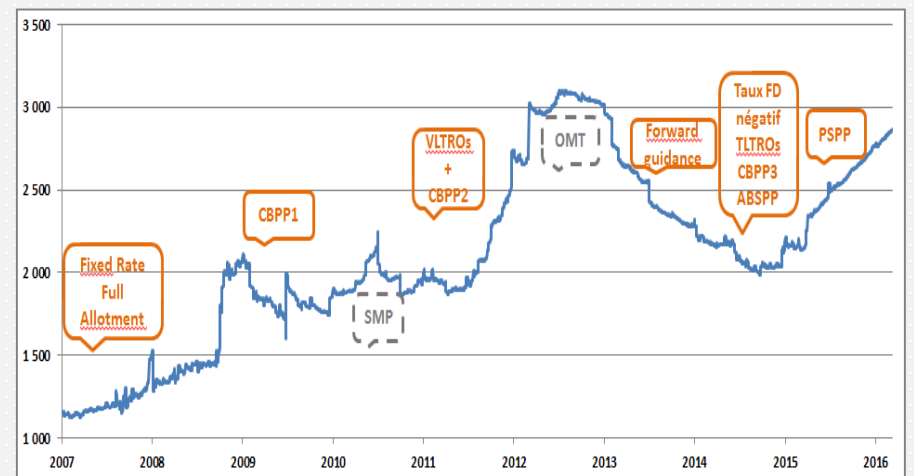
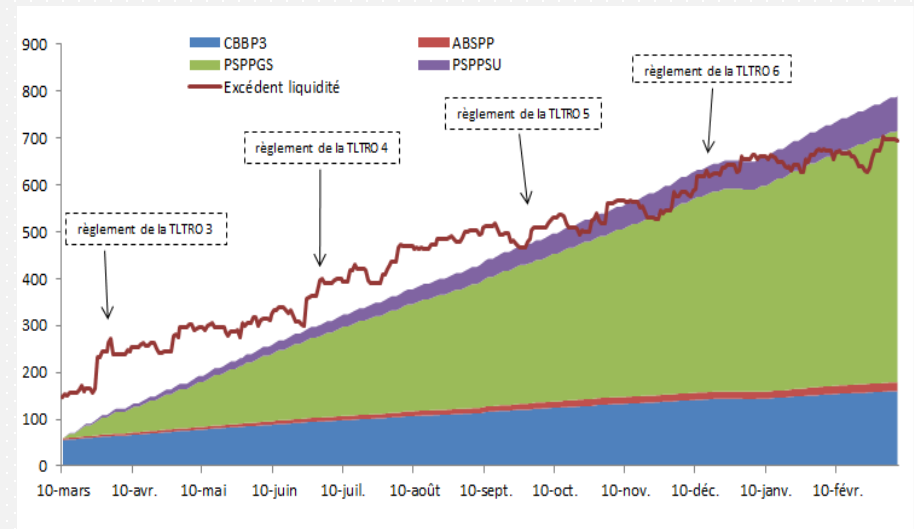
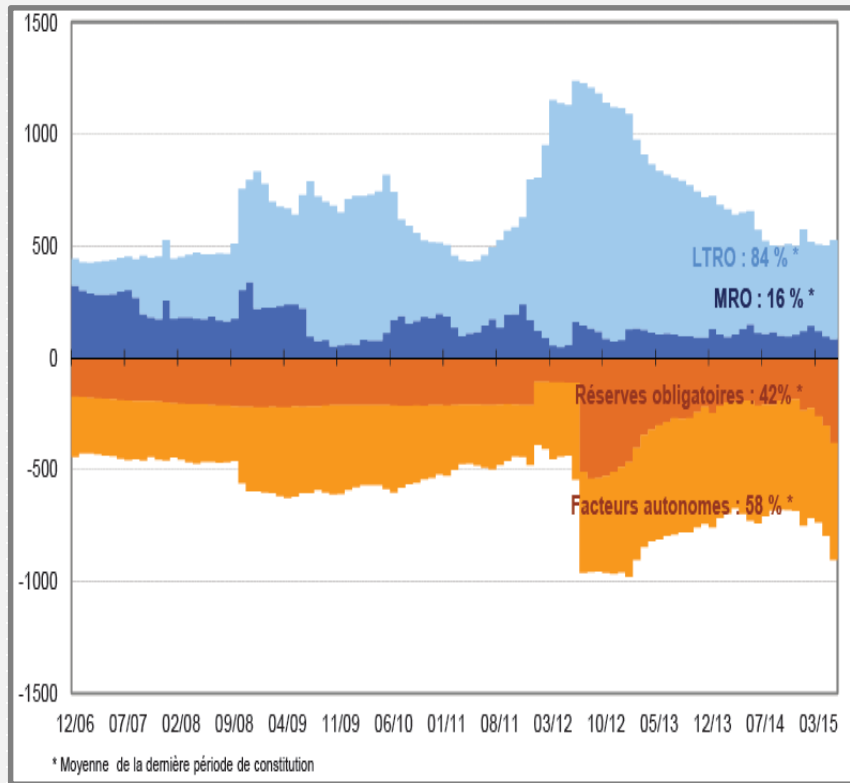
4. Bilan de l'Eurosystème

Bilan simplifié de l'Eurosystème

Besoin de refinancement 1000 milliards d'euros	Facteurs autonomes (nets) 800 milliards d'euros
	Comptes des établissements de crédit (RO) 200 milliards d'euros

Besoin de refinancement = Réserves obligatoires + Facteurs autonomes

4. Bilan de l'Eurosystème



Cliquer ici pour zoomer sur chacun des graphiques

5. Les réponses de l'Eurosystème

Une succession de crises depuis 2007

En 2007, crise financière aux États-Unis

- ✓ Octroi de prêts à taux variable – les « subprimes » à des « NINJA »;
- ✓ Hausse des taux d'intérêt à court terme ;
- ✓ Explosion de la bulle immobilière ;
- ✓ Faillite d'établissements bancaires : « Lehman event ».

De 2008 à 2010, crise financière mondialisée

- ✓ Contagion à l'ensemble de la sphère financière, forte volatilité des actifs ;
- ✓ Crise de confiance entre les acteurs financiers débouchant sur un assèchement de liquidités.

De 2008 à 2010, crise de l'économie réelle

- ✓ Croissance atone et pressions déflationnistes ;
- ✓ Accroissement des ratios de dettes des agents économiques.

Depuis 2009, crise des dettes souveraines dans la zone euro

- ✓ Dégradation de la notation des États, cercle vicieux bancaire/ souverain ;
- ✓ Très fortes tensions sur les taux d'intérêt.

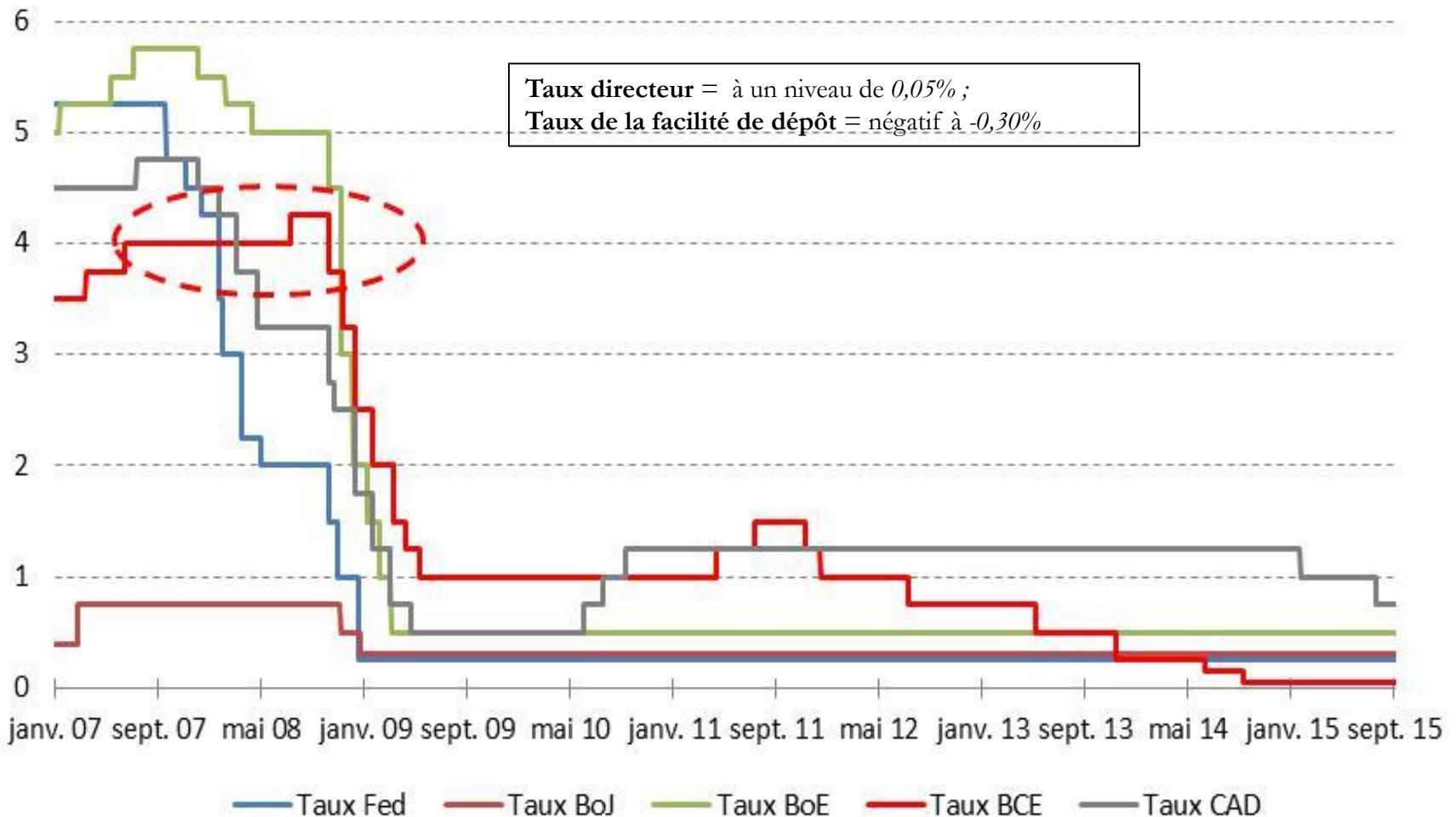
Depuis 2008, crises accrues dans certains pays périphériques de la zone euro

- ✓ Crise bancaire en Irlande en 2008 ;
- ✓ Crises souveraines au Portugal (2011) et en Grèce (2011, 2015) ;
- ✓ Crise bancaire à Chypre (2013).

5. Les réponses de l'Eurosystème

Baisse continue des taux directeurs au sein de l'ensemble des juridictions

Taux d'intérêts directeurs depuis janvier 2007



5. Les réponses de l'Eurosystème

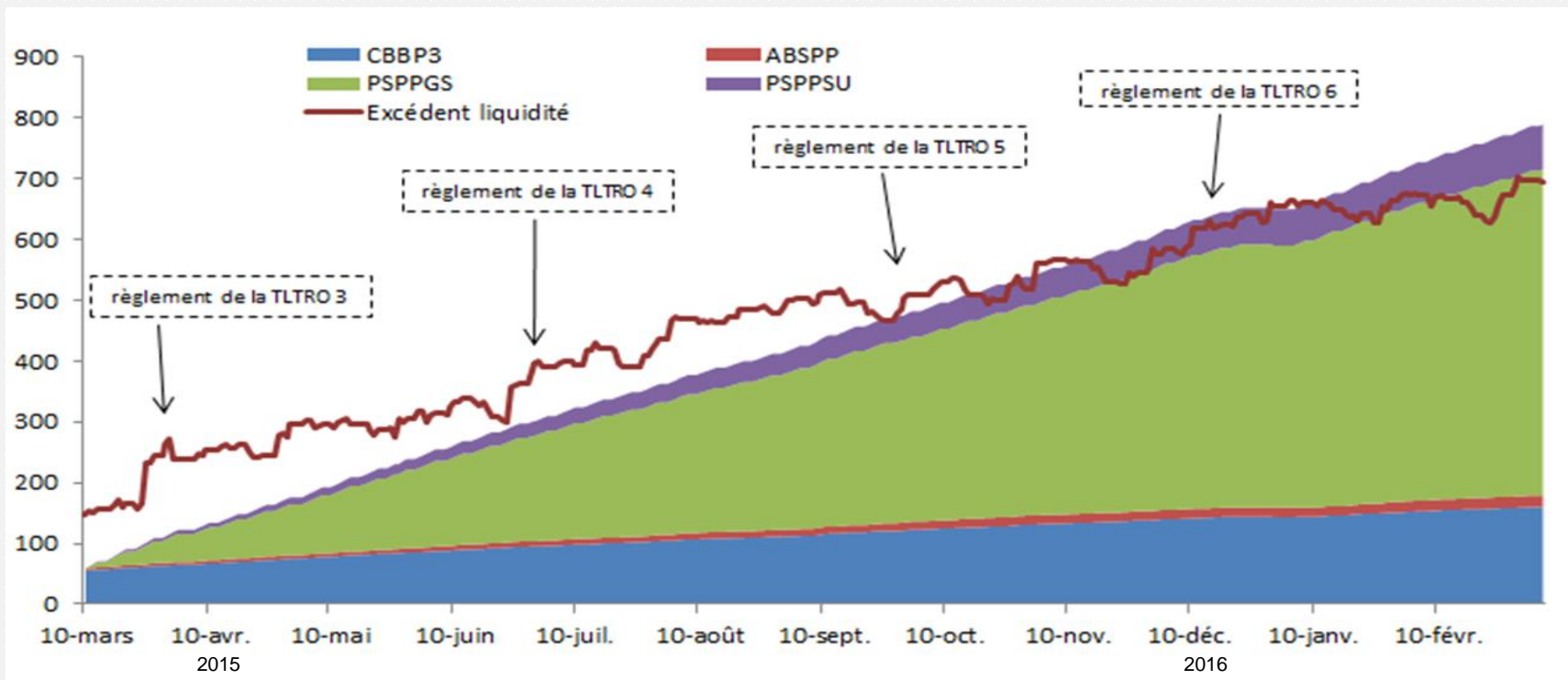
Fourniture de liquidité euros et devises

Allocation abondante de liquidité afin de réduire les tensions sur les taux du marché interbancaire

- ✓ Forte augmentation du montant alloué aux opérations principales de refinancement ;
- ✓ Depuis le 15 octobre 2008, les opérations sont conduites à taux fixe et allocation pleine et entière, « *fixed rate/full allotment* »

Fourniture de liquidité en \$ et CHF : accords de swaps avec d'autres BC depuis 2008

Programmes d'achat et opérations exceptionnelles de refinancement BCE (en GEUR)



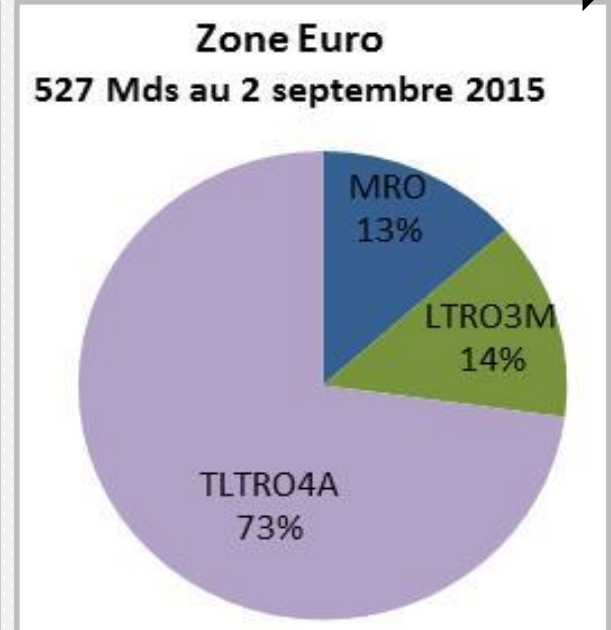
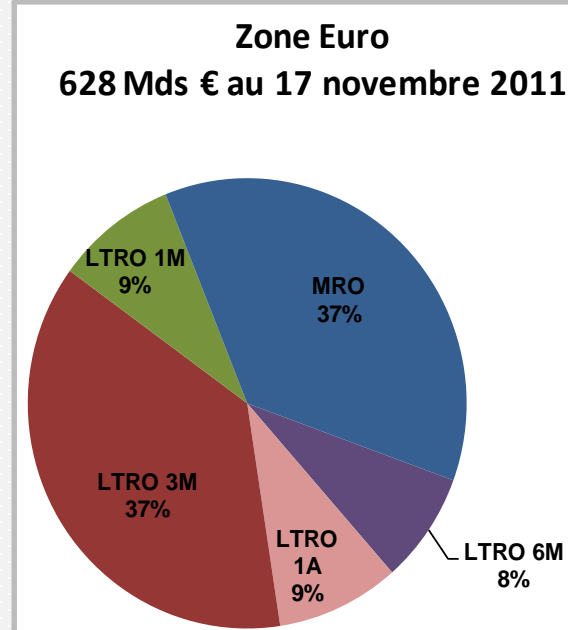
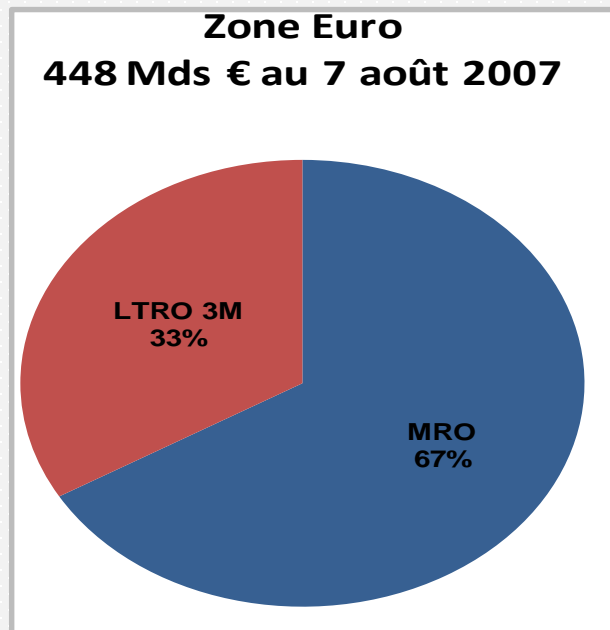
5. Les réponses de l'Eurosystème

Substitution du refinancement politique monétaire au refinancement de marché

Augmentation de la part du refinancement à plus long terme

- ✓ Introduction d'opérations à plus long terme (2 VLTRO de 3 ans en 2011/2012 ; 8 TLTRO trimestrielles à échéance 2018 à compter de 2014) ;
- ✓ De 30% du refinancement avant la crise à 80% aujourd'hui.

Allongement de la structure par terme



5. Les réponses de l'Eurosystème

Élargissement du collatéral

Élargissement du cadre permanent du collatéral accepté en garantie :

- ✓ Ajout de nouveaux instruments et admission en garantie des dépôts à terme ;
- ✓ Abaissement du seuil de qualité de crédit du collatéral accepté.

Élargissement temporaire du collatéral pour certains actifs :

- ✓ ABS : pour les ABS (immobilier résidentiel, immobilier commercial, prêts PME, crédits automobiles, ...) respectant certains critères: deux notations \geq BBB- suffisent (à l'émission également) ;
- ✓ Créances privées additionnelles – ACC: Additional Credit Claims pour certaines BCN concernées uniquement dont la BdF.

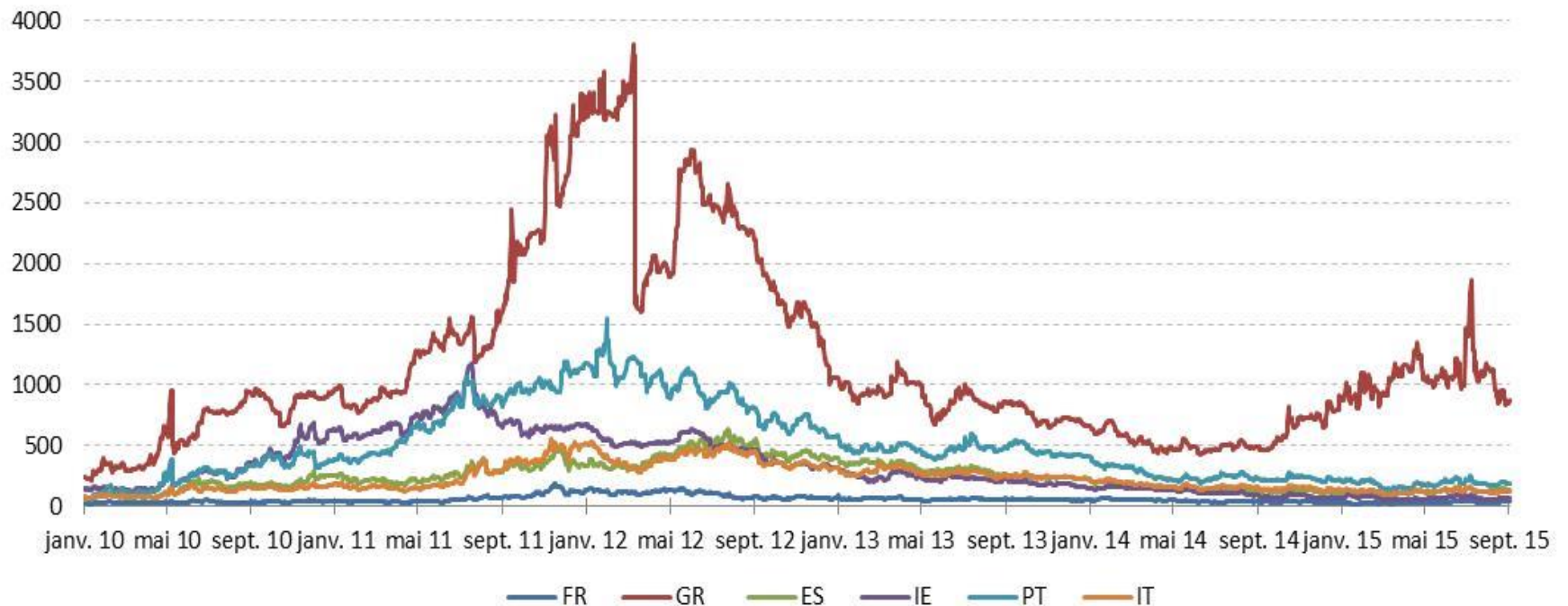
5. Les réponses de l'Eurosystème

Pallier les tensions sur les dettes souveraines

Suppression du seuil minimum de notation pour les titres d'Etat à condition que ces derniers soient sous programme : seuil de notation requis pour l'éligibilité de tous les actifs émis ou garantis par un État admis en garantie des opérations de crédit :

=> Grèce depuis 05/2010 et levée du *waiver* en février 2015; Irlande (2011); Portugal (2011); Chypre (2013).

Spread titres d'Etat 10 ans / Bund



5. Les réponses de l'Eurosystème

L'utilisation de la forward guidance

Courant 2013, le Conseil des Gouverneurs annonce qu'il envisage de laisser les taux d'intérêts directeurs de la BCE à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée.

Objectifs

- ✓ Maintenir une orientation accommodante et des conditions stables sur le marché monétaire ;
- ✓ Informer les participants de marché de la volonté de l'Eurosystème d'agir ;
- ✓ Apporter son soutien à une reprise de l'activité économique ;
- ✓ Plus récemment, lutter contre les risques déflationnistes.

5. Les réponses de l'Eurosystème

Des programmes d'achat

Trois programmes d'achat d'obligations bancaires à partir du 07/2009 : le « covered bonds program »

- ✓ Revitaliser un marché essentiel pour le secteur bancaire ;
- ✓ Injecter des liquidités sur le marché.

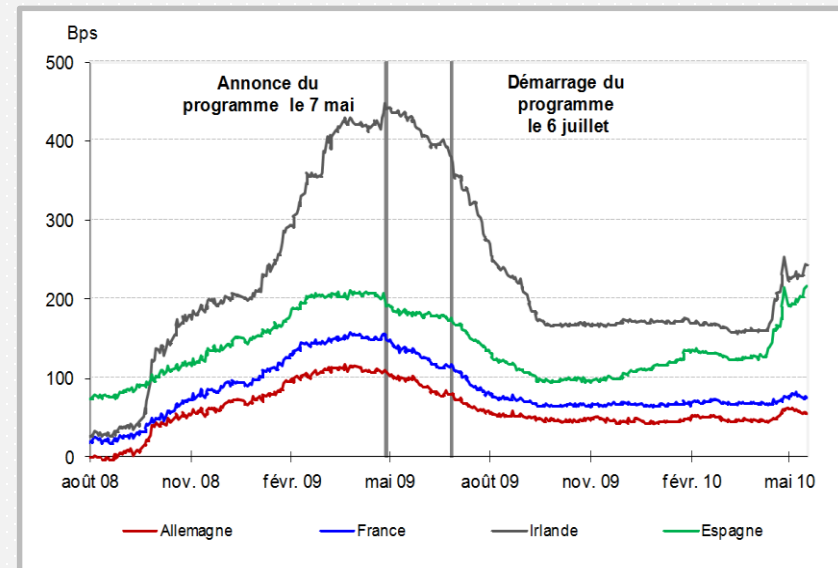
Le programme d'achat de titres souverains périphériques le 05/2010 : « le securities market program »

- ✓ Détendre les pressions sur les taux ;
- ✓ Rachat sur les marchés secondaires.

Le dispositif OMT « outright monetary Transaction » jamais actionné : « whatever it takes »

- ✓ Rachat de montants et durées illimités et ciblés sur certains pays (pays sous programme d'assistance) ;
- ✓ Préserver l'intégrité de la zone euro ;
- ✓ Légalité confirmée par la CJUE récemment.

Effets de l'intervention sur le marché des covered bonds



5. Les réponses de l'Eurosystème

Répondre à la crise de l'économie réelle

Dans le cadre d'une politique de « quantitative easing », lancement de plusieurs programmes d'achats, visant à lutter contre le risque déflationniste. Trois programmes d'achats :

- De covered bonds (Covered Bonds Purchase Programme 3 – CBPP3) - octobre 2014
- D'asset-backed securities (ABSPP) - novembre 2014
- De titres de dette souveraine sur le marché secondaire (Public sector purchase programme – PSPP) – mars 2015

L'expanded asset purchase programme (APP = CBPP3+ABSPP+PSPP) se traduit par des achats mensuels d'actifs de 60 milliards d'euros par l'Eurosystème. En février 2016, l'encours total de l'APP s'élève à 774 milliards d'euros.

Les opérations TLTRO lancées dès le 08/14 jusqu'au 06/16

- Permettre aux banques d'emprunter à taux fixe et à long-terme avec un objectif d'octroi de crédit à l'économie (prêts aux entreprises et prêts aux ménages hors immobilier) ;
- Entre 2014 et 2016, 8 opérations à échéance 2018 permettront aux groupes bancaires d'obtenir de la liquidité;
- En cas de distribution de crédit insuffisante à l'économie réelle, les banques participantes devront rembourser les TLTROs de manière anticipée.

Taux de la facilité de dépôt en territoire négatif depuis juin 2014

- Désinciter les banques à maintenir les liquidités injectées auprès des banques centrales
- Favoriser la circulation de liquidité et la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle

L'heure du bilan

- ❖ L'Eurosystème a traversé la crise la plus grave de son histoire
- ❖ L'action de l'Eurosystème – en particulier la mise en place de l'OMT – a permis en 2012 de préserver l'intégrité de la zone euro
- ❖ L'Eurosystème a su innover en mettant en place des mesures de politique monétaire non conventionnelles afin de lui permettre de poursuivre les objectifs de son mandat ;
- ❖ Au regard des épreuves traversées, la crédibilité des autorités monétaires de la zone euro s'est renforcée

Annexe

« La BCE dans les traités »

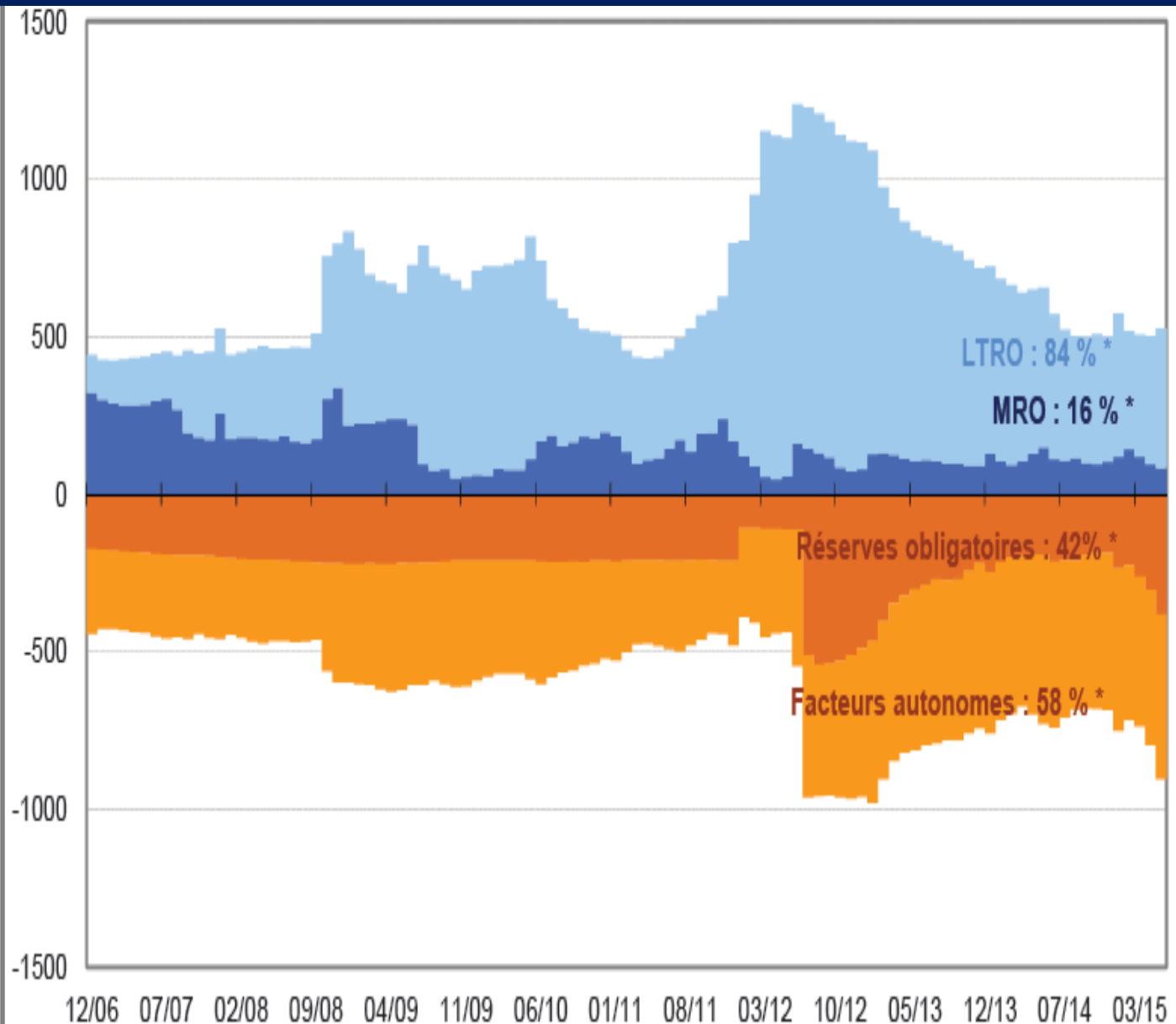
Article 123 : *il est interdit à la BCE et aux BCN, d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la BCE ou les BCN, des instruments de leur dette est également interdite.*

Article 127 : *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.*

Les missions fondamentales relevant du SEBC consistent à (i) définir et mettre en œuvre la politique monétaire de l'Union; (ii) conduire les opérations de change conformément à l'article 219; (iii) détenir et gérer les réserves officielles de change des États membres; (iv) promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement.

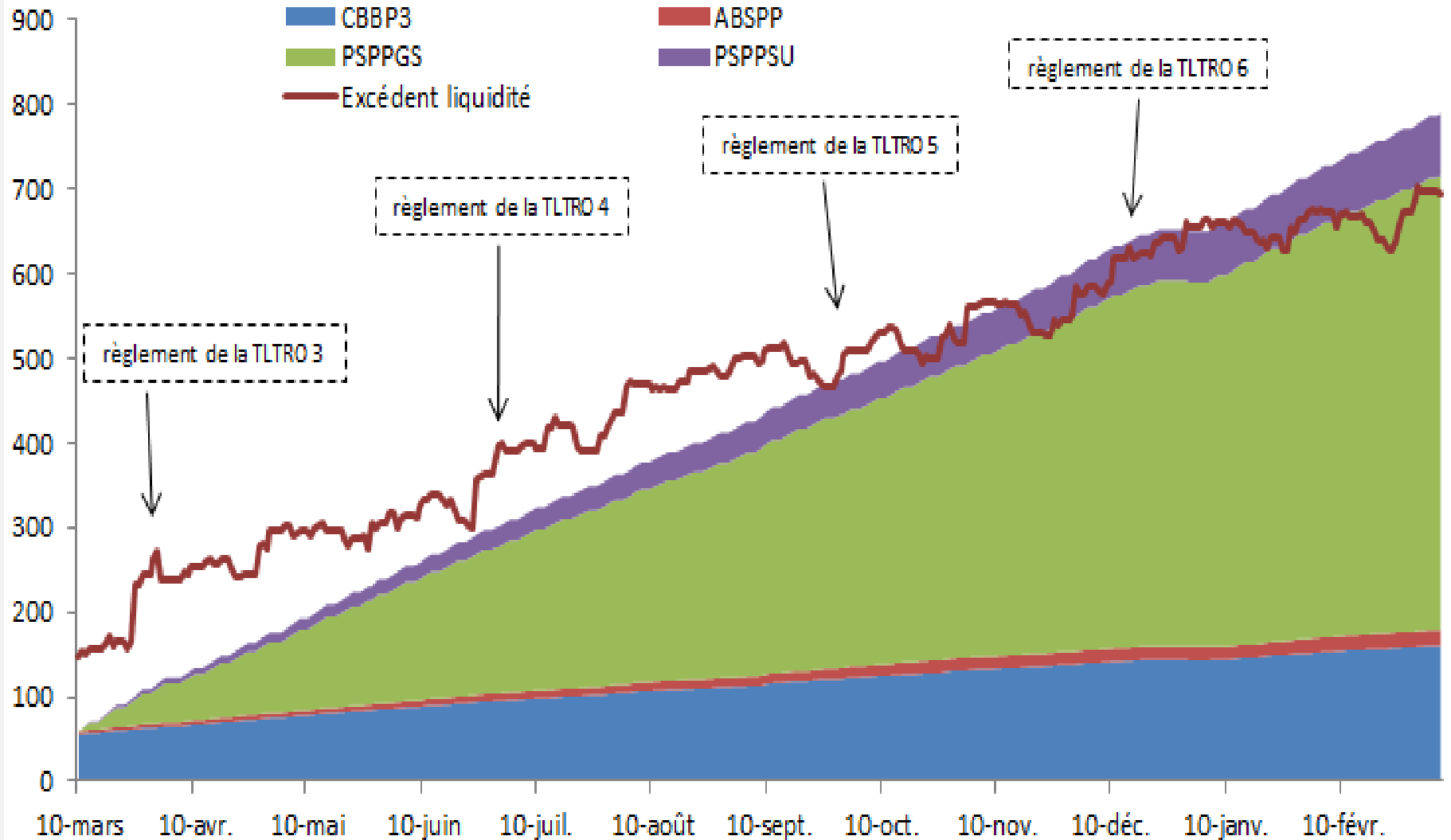
Article 130 : *dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été conférés par les traités et les statuts du SEBC et de la BCE, ni la BCE, ni une BCN, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions, organes ou organismes de l'Union, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Les institutions, organes ou organismes de l'Union ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la Banque centrale européenne ou des banques centrales nationales dans l'accomplissement de leurs mission.*

Bilan de l'Eurogroupe 1/3

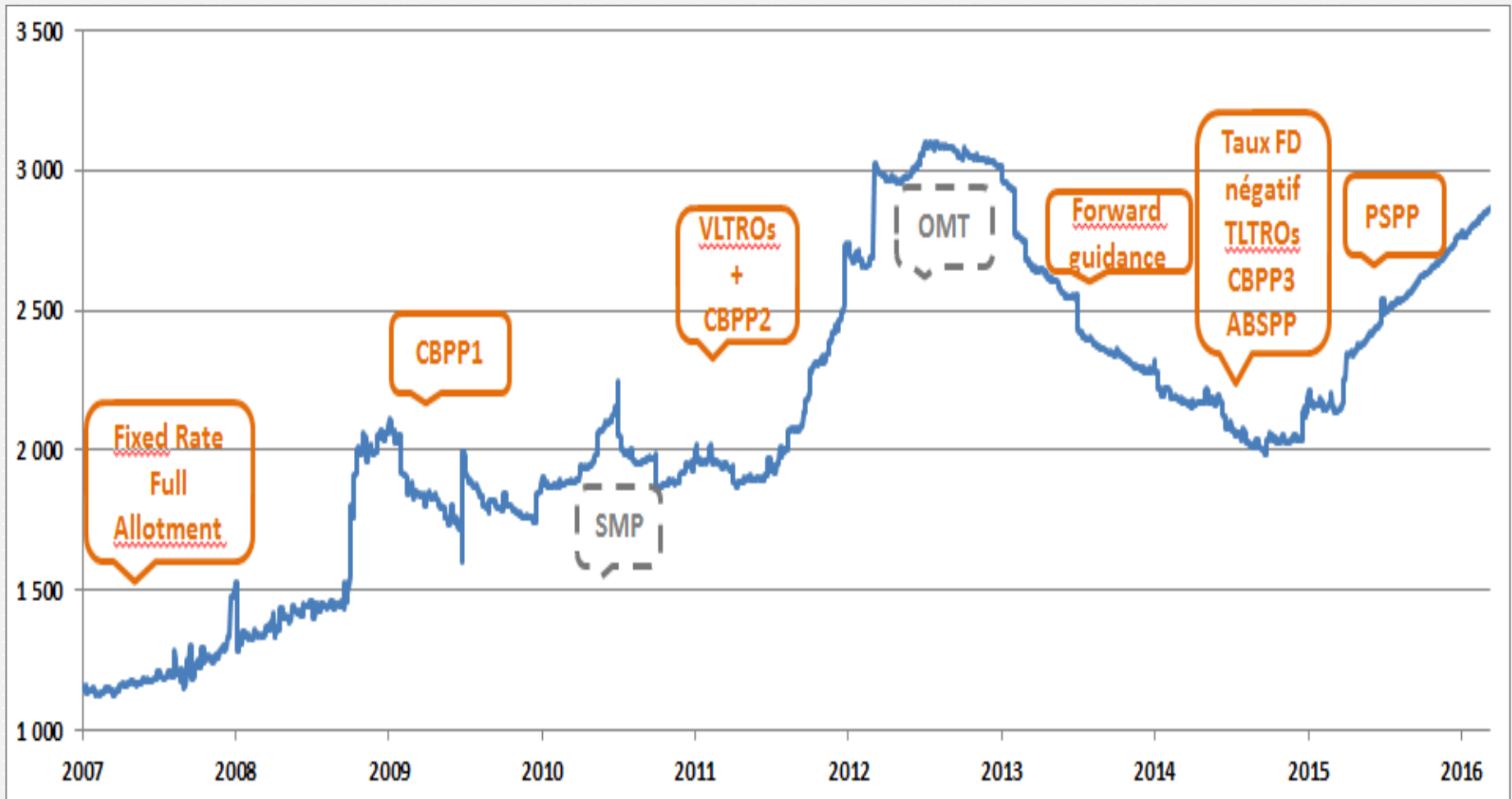


* Moyenne de la dernière période de constitution

Bilan de l'Eurogroupe 2/3



Bilan de l'Eurogroupe 3/3





DÉBAT

CRÉATION MONÉTAIRE EX NIHILO?



**Bernard
Cherlonneix***

Économiste

Par leur activité de crédit, les banques créent bien de la monnaie... mais pas *ex nihilo*, ni de façon discrétionnaire : d'une part, cette création est temporaire, car elle se résorbe avec le remboursement du crédit ; d'autre part, le crédit est subordonné à une transaction économique réelle, sous forme de la production d'un bien ou d'un service, et donc à la création de richesse.**

et rétablir la justice s'impose. S'il n'en va pas ainsi, le crédit bancaire n'appelle pas nécessairement d'intervention publique spéciale, palliative ou correctrice, mais au contraire une liberté d'agir le plus professionnellement possible.

ILLUSION FINANCIÈRE ?

Gaël Giraud pose bien les termes du débat dans son ouvrage *Illusion financière*[1]. Pour les premiers, au nombre desquels il se range, « les crédits font les dépôts » et créent donc artificiellement du revenu : il s'agit alors d'orienter au mieux cette création monétaire. Pour les seconds, volontiers praticiens de la banque, « ce sont les dépôts qui font les crédits : autrement dit le travail d'une banque de crédit consisterait essentiellement à

d'une créance qu'elles acquièrent, qui est elle-même issue d'une création de richesse antérieure ou contemporaine (voire future[2]), et qu'elles ne le font par conséquent pas *ex nihilo*. Voyons comment l'indiscutable création monétaire attachée au crédit bancaire prend sa source dans l'économie réelle, quelle que soit la matérialité de celle-ci et prend naturellement sa place dans l'économie de marché, c'est-à-dire dans l'économie monétaire qu'elle fait et rend possible et dont elle contribue à déterminer le rythme de croissance (un point essentiel sur lequel nous reviendrons ultérieurement).

**LE CRÉDIT CRÉE
DE LA MONNAIE DE BANQUE...
PENDANT UN CERTAIN TEMPS**