

# Économie monétaire et bancaire

## La politique monétaire

---

Ce cours vous est proposé par Jean-Marc Figuet, Professeur, Bordeaux School of Economics et par AUNEGe, l'Université Numérique en Économie Gestion.

---

### Table des matières

<b>Préambule</b> .....	2
<b>Introduction</b> .....	2
<b>La stratégie</b> .....	2
L'analyse économique.....	3
L'analyse monétaire .....	4
<b>Les instruments</b> .....	4
La politique monétaire conventionnelle .....	4
La politique monétaire non conventionnelle.....	5
La forward guidance .....	6
<b>Les canaux de transmission</b> .....	6
Le canal du taux d'intérêt .....	7
Le canal du crédit .....	7
Le canal du prix des actifs .....	7
<b>Conclusion</b> .....	7
<b>Références</b> .....	9

# Préambule

## Objectifs d'apprentissage

A l'issue de ce cours, l'apprenant sera capable de comprendre la stratégie, les instruments et les canaux de transmission de la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne.

## Introduction

La politique monétaire est une politique conjoncturelle qui vise à assurer la stabilité des prix, autour de 2% pour la zone euro.

Cette cible d'inflation est supposée soutenir les politiques économiques pour assurer le plein emploi et la croissance.

Pour atteindre cet objectif, la BCE modifie ses taux d'intérêt directeurs. Les taux des crédits accordés par les banques commerciales sont impactés, ce qui modifie les décisions d'emprunt des agents économiques. La consommation et l'investissement sont alors modifiés et permettent d'atteindre la cible d'inflation.

## La stratégie

Une Banque Centrale ne peut pas piloter à vue en raison du décalage temporel, estimé entre 18 et 24 mois, qui existe entre sa prise de décision (la modification des taux d'intérêt directeurs) et ses effets sur l'objectif final de stabilité des prix.

La BCE a donc mis en place une stratégie fondée sur 2 piliers, l'analyse macroéconomique et l'analyse monétaire, pour prendre ses décisions de politique monétaire.

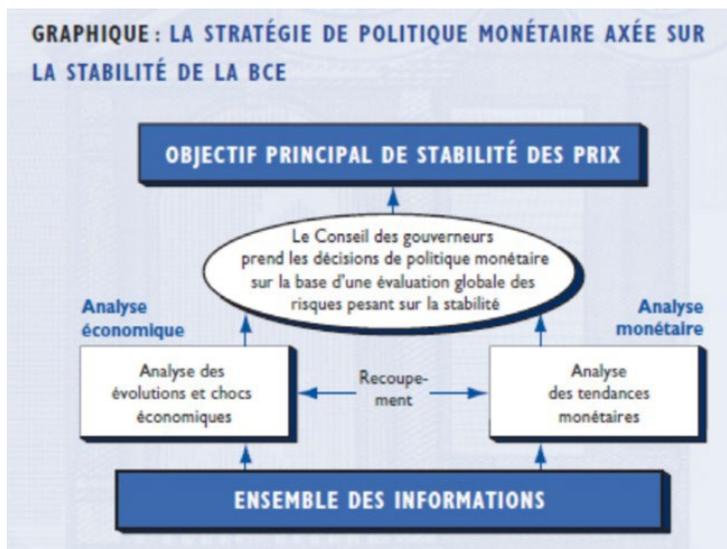


Figure 1 : la stratégie politique monétaire axée sur la stabilité de la BCE

## L'analyse économique

L'objectif de la BCE est de disposer de signaux avancés sur l'évolution des prix, et de pouvoir ainsi construire des prévisions d'inflation.

La BCE suit une batterie d'indicateurs dont l'évolution permet d'anticiper l'inflation future, par exemple les taux d'intérêt, les taux de change, les salaires, la production, la balance des paiements, les marchés financiers et immobiliers.

La pertinence des indicateurs est influencée par l'environnement économique. Ainsi, au cours des 20 dernières années, la mondialisation et la numérisation des économies, la démographie, le climat ont eu des effets patents et deviennent des facteurs explicatifs croissants de l'évolution des prix.

La BCE doit donc adapter sa batterie d'indicateurs. Pour ce faire, elle passe en revue sa stratégie de politique monétaire pour l'adapter au contexte économique. La dernière revue date de 2021. La prochaine se déroulera en 2023.

Pour aller plus loin

Revue de la stratégie politique monétaire en 2021 :

[https://www.ecb.europa.eu/pub/html/strategy\\_review.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/html/strategy_review.en.html)

## L'analyse monétaire

Elle repose sur le suivi de l'agrégat monétaire M3 qui est également considéré comme un indicateur avancé d'inflation. L'inspiration est quantitativiste : l'inflation a une origine monétaire.

Le taux de croissance de M3 est fixé à 4,5% par an. Ce taux n'est pertinent qu'à moyen terme. Il ne doit pas être vérifié année après année signifiant une absence d'automatisme immédiate entre la croissance de M3 et celle des prix.

## Les instruments

### La politique monétaire conventionnelle

Pour atteindre son objectif de stabilité des prix, la BCE dispose d'une série d'instruments de politique monétaire. Ces instruments sont considérés comme relevant de la **politique monétaire conventionnelle** :

1. **Les opérations principales de refinancement** sont des opérations de cession temporaire, destinées à fournir des liquidités aux banques commerciales à une fréquence hebdomadaire et avec une échéance d'une semaine. Ces opérations constituent habituellement le principal canal de refinancement du système bancaire. Le taux d'intérêt de ces opérations est le taux principal de refinancement ou taux « refi » ;
2. **Les facilités permanentes** permettent de fournir ou de retirer des liquidités par le biais de prêts ou de dépôts d'une durée de 24 heures. Les taux d'intérêt sur les prêts et les dépôts sont fixés par la BCE. Ils déterminent respectivement le taux plafond et le taux plancher du marché interbancaire au jour le jour et encadrent le taux « refi ». Ainsi est défini le corridor des taux interbancaires ;

Taux d'intérêt directeurs de la BCE au 14/09/2022	
Taux de la facilité de dépôt	0,75%
Taux principal de refinancement	1,25%
Taux de la facilité de prêt	1,5%

Figure 2 : taux d'intérêt de la BCE au 14/09/2022

Le corridor des taux d'intérêt à court terme en zone euro  
(en %)

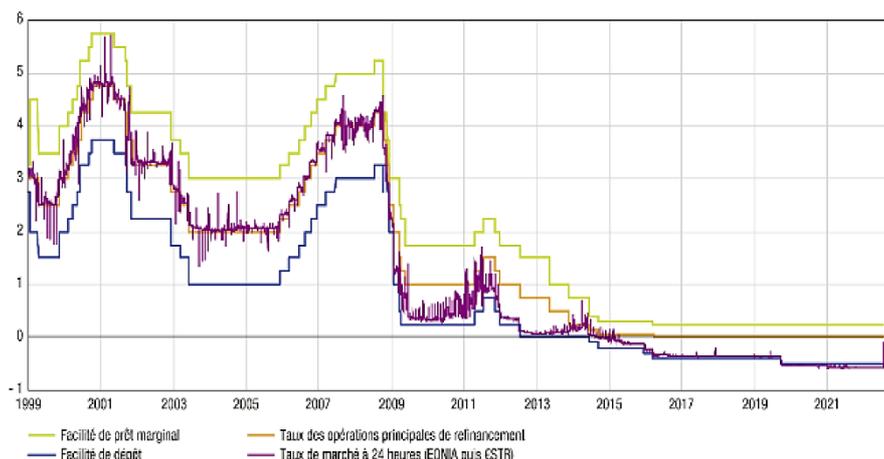


Figure 3 : le corridor des taux d'intérêt à court terme en zone euro

3. Lorsque la BCE achète ou vend des titres, essentiellement des bons du Trésor, aux banques commerciales sur le marché interbancaire, elle réalise des **opérations d'open market** ;
4. **Les réserves obligatoires** sont des avoirs en monnaie centrale que les banques doivent constituer auprès de la BCE. Elles sont calculées sur les postes de leurs passifs correspondant à M3. Elles limitent leur pouvoir de création monétaire.

Pour aller plus loin

Vidéo sur la politique monétaire **conventionnelle** : <https://youtu.be/cTN6MDn1aVg>

## La politique monétaire non conventionnelle

La crise des *subprimes* puis la crise sanitaire ont conduit la BCE à mettre en place des **instruments non conventionnels** en complément des instruments conventionnels. Cette politique d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) vise à dynamiser le marché du crédit et à améliorer les conditions de transmission de la politique monétaire. Des opérations ciblées de refinancement de long terme (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*) et le programme étendu d'achats d'actifs (*Extended Asset Purchase Program*) ont permis aux banques commerciales de disposer de liquidités pour surmonter les conséquences de ces crises.

Pour aller plus loin

Vidéo sur la politique monétaire **non conventionnelle** : <https://youtu.be/BXNIJYwy-p4>

## La forward guidance

Depuis juillet 2013, la BCE fournit aux opérateurs des informations sur l'orientation future de sa politique monétaire (*forward guidance*) fondée sur son anticipation de l'inflation.

La *forward guidance* contribue fixer les anticipations des banques commerciales, et donc à renforcer les effets de la politique monétaire.

Pour aller plus loin :

Site de la BCE sur la *forward guidance* :

[https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-forward\\_guidance.fr.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.fr.html)

## Les canaux de transmission

Quand la BCE décide de modifier ses taux d'intérêt directeurs, que se passe-t-il ?

On identifie 3 canaux de transmission de la politique monétaire :

- Le canal du taux d'intérêt ;
- Le canal du crédit ;
- Le canal du prix des actifs.

Graphique 4

Représentation simplifiée des canaux de transmission de la politique monétaire

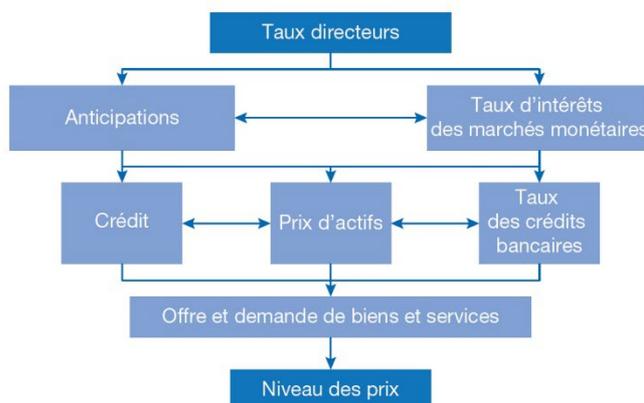


Figure 4 : représentation simplifiée des canaux de transmission

## Le canal du taux d'intérêt

La modification des taux d'intérêt directeurs de la BCE implique une modification des taux d'intérêt sur le marché interbancaire (corridor des taux), sur le marché monétaire et sur le marché obligataire.

La courbe des taux d'intérêt est donc modifiée.

Les variables macroéconomiques sensibles au taux d'intérêt (consommation épargne, investissement) le sont également.

## Le canal du crédit

Le **crédit bancaire** est une source majeure de financement externe pour les agents non financiers, notamment les ménages, les TPE/PME.

Toute modification des taux d'intérêt directeurs implique une modification des taux des crédits proposés par les banques commerciales qui se répercute sur les volumes de crédits distribués.

Ainsi, une **baisse des taux** doit se traduire par une **augmentation des volumes de crédits** qui accélère l'augmentation des prix.

## Le canal du prix des actifs

Toute modification des taux directeurs implique une modification du prix des actifs :

- En cas de baisse des taux, les « nouvelles » obligations sont émises à un taux inférieur à celui des « anciennes ». La demande pour les « anciennes » obligations va donc augmenter, et donc leur prix ;
- Les actions deviennent également plus attractives, car leur rendement (dividendes) est plus élevé que celui des « nouvelles » obligations. Leur demande, donc leur prix, va augmenter ;
- Le prix des biens immobiliers peut également augmenter car la baisse des taux « solvabilise » les emprunteurs et stimule la demande.

## Conclusion

Pour atteindre son objectif final de stabilité des prix (autour de 2% par an), la BCE met en place une stratégie qui lui permet de prendre des décisions visant à modifier ses taux d'intérêt.

Jusqu'à la période récente, la BCE a atteint cet objectif confortant ainsi la crédibilité de ses décisions.

Glissements annuels de l'indice des prix à la consommation (IPC), de l'inflation sous-jacente (ISJ) et de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)



Source : Insee

Figure 5 : glissement annuel indices des prix et inflation

# Références

## Comment citer ce cours ?

Economie monétaire et bancaire, Jean-Marc Figuet, AUNEGe (<http://aunege.fr>), CC – BY NC ND (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).



Cette œuvre est mise à disposition dans le respect de la législation française protégeant le droit d'auteur, selon les termes du contrat de licence Creative Commons Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>). En cas de conflit entre la législation française et les termes de ce contrat de licence, la clause non conforme à la législation française est réputée non écrite. Si la clause constitue un élément déterminant de l'engagement des parties ou de l'une d'elles, sa nullité emporte celle du contrat de licence tout entier.

## Table des illustrations

Figure 1 : la stratégie politique monétaire axée sur la stabilité de la BCE .....	3
Figure 2 : taux d'intérêt de la BCE au 14/09/2022.....	4
Figure 3 : le corridor des taux d'intérêt à court terme en zone euro .....	5
Figure 4 : représentation simplifiée des canaux de transmission.....	6
Figure 5 : glissement annuel indices des prix et inflation .....	8