

THEME 6

LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Questions:

1) Quels sont les facteurs autonomes de la liquidité bancaire?

Ces facteurs sont retracés dans les postes d'actifs du bilan de l'Eurosystème (où sont également enregistrés les concours correspondant aux opérations de refinancement) lorsqu'ils correspondent à une injection de liquidité, et dans les postes de passif lorsqu'ils correspondent à une ponction de liquidité. Leur cycle de variation dépend de facteurs en dehors du contrôle direct des banques centrales, influencés entre autres par des mouvements saisonniers ou liés à l'activité économique.

Facteurs autonomes = facteurs avoirs nets en or et devises – billets en circulation – dépôts de l'administration centrale – autres facteurs (nets)

2) Définir les caractéristiques de la politique dite « d'open-market ».

= ensemble des opérations de refinancement conduites de manière discrétionnaire par la BC sur le marché monétaire. Son objectif est de couvrir le besoin structurel de base monétaire des banques. Le marché monétaire est ouvert à la banque centrale d'où le nom d'open market.

Chaque instrument de politique monétaire se voit confier une mission précise. Les opérations d'open market permettent de piloter le taux EONIA. Les facilités permanentes le maintiennent dans une fourchette de prix et les réserves obligatoires limitent sa volatilité, car elles agissent sur l'élasticité de la demande de monnaie centrale au taux d'intérêt.

3) Qu'est-ce qu'un taux directeur ?

Le taux directeur de la Banque centrale européenne (et des autres banques centrales) est en réalité le taux de refinancement minimum. C'est le principal outil dont dispose la BCE pour influencer sur l'octroi de crédits et moduler l'inflation dans la zone euro. Cet instrument, utilisé lors des opérations hebdomadaires de refinancement par la BCE pour alimenter les banques en liquidités, est le véritable baromètre du coût du crédit dans les quinze pays qui ont adopté la monnaie unique européenne. Les banques qui veulent se refinancer à court terme peuvent le faire en payant un intérêt sur la somme qu'elles empruntent auprès des banques centrales de leurs pays respectifs. Cet intérêt est calculé d'après le taux en cours à la BCE. Les banques répercutent ensuite, en principe, ce loyer sur les intérêts des crédits qu'elles accordent à leurs propres clients. Plus le taux de la BCE est bas, plus le coût du crédit a des chances d'être bon marché ce qui, en théorie, favorise la croissance.

C'est le raisonnement fait par la BCE en octobre 2008, alors que la crise financière fait rage et que les perspectives de croissance dans la zone euro sont de plus en plus sombres. A l'inverse, une hausse du taux du crédit permet théoriquement de ralentir la demande et par conséquent d'éviter une surchauffe génératrice d'inflation.

4) En quoi consistent les réserves obligatoires ? Quelle est leur utilité ?

Toutes les banques détiennent une part des fonds qu'elles collectent sous forme de dépôts en compte auprès de la Banque Centrale = réserves

Les réserves obligatoires sont détenues pour des raisons réglementaires. Pour chaque euro de dépôt mobilisable par chèque par exemple, une fraction doit être maintenue en réserves.

Prenons un exemple, si une BC impose le versement de RO égales à 0,1% du montant des dépôts, un crédit de 1000 sans fuite sous forme de billets, impose le versement de 1 à la BC, qui ne peut être couvert sur le marché monétaire et donne lieu à une demande nette de refinancement. La BC contrôle effectivement la masse monétaire puisque si elle refuse de refinancer 1 (régulation par les quantités) ou fixe un taux de refinancement très élevé (régulation par les prix), cela empêche l'opération de crédit et donc la création monétaire. Les RO, peu importe leur niveau, créent un besoin indispensable d'oxygène que seule la BC peut couvrir. Cette disposition contraint les banques à venir plus souvent se refinancer auprès de la banque centrale et permet donc à celle-ci de mieux contrôler les taux.

Le maniement des RO est un instrument de contrôle indirect de la masse monétaire par les BC.

5) Quelles sont les fonctions d'une banque centrale ?

Emission et gestion de la monnaie fiduciaire

Rôle de banquier vis-à-vis des banques de second rang

Surveillance et gestion des systèmes de paiement

Surveillance des établissements de crédit

Préservation de la stabilité et de la sécurité du système financier

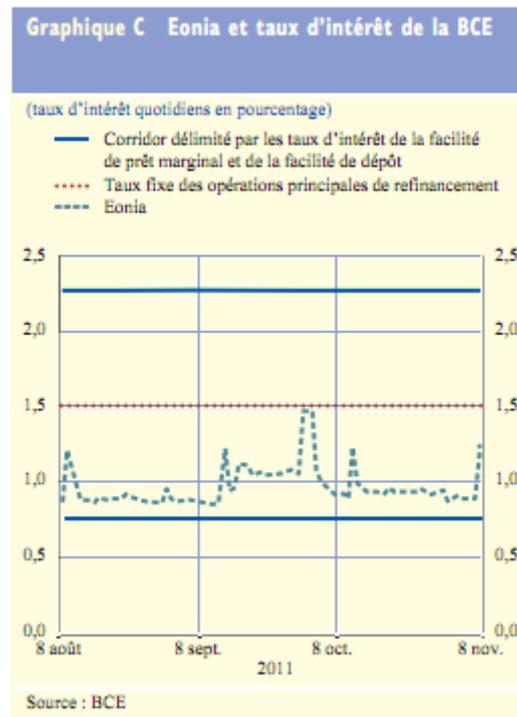
Rôle de banque de l'état

6) Quelles réflexions vous inspirent ce titre publié par le quotidien « La Tribune » le 4 janvier 2012 : « Record battu ! Les banques placent 453 milliards d'euros de liquidités auprès de la BCE. Les banques européennes continuent de préférer stocker leurs liquidités à la Banque centrale européenne plutôt que de se prêter entre elles. Les dépôts au jour le jour ont atteint mardi un nouveau record. »

L'écart entre les taux des facilités permanentes est insuffisamment dissuasif pour empêcher la constitution de réserves excédentaires auprès de la banque centrale. Face à une situation d'incertitude extrême, les banques souhaitent en effet constituer un coussin de liquidité leur permettant de faire face aux chocs futurs. Elles vont donc chercher à profiter pleinement de l'apport supplémentaire de liquidité en provenance de l'Eurosystème pour le replacer auprès de ...l'Eurosystème

Crise de confiance pouvant déboucher sur une crise de liquidité comme en 2007 si les banques ne se font plus confiance entre elles et que les banques centrales diminuent leur apport de liquidité au système

7) Commenter ce graphique.



Les questions 6 et 7 sont extraites du sujet d'examen de première session de janvier 2012 !

Taux des opérations principales de refinancement fixé par la BCE
Taux de l'argent au jour le jour Eonia qui varie en fonction de l'offre et de la demande de monnaie sur le marché monétaire interbancaire
Corridor qui encadre les variations de l'Eonia
Opérations d'open market = piloter le taux de l'argent au jour le jour (EONIA)
Facilités permanentes = le maintenir dans un corridor

Tout d'abord, le passage à une adjudication à taux fixe d'un montant illimité rend pratiquement caduc le taux de la facilité de prêt. Le corridor de taux d'intérêt devient de facto asymétrique, le plafond étant le taux minimal de soumission aux opérations principales de refinancement. Le taux au jour le jour ne peut donc par définition plus fluctuer autour de ce dernier taux. L'adoption d'un corridor asymétrique est tout à fait adaptée à la situation de crise à laquelle est confrontée l'Eurosystème : elle permet en effet aux banques d'acquiescer à la marge des liquidités de la BCE à des conditions attractives tout en décourageant la constitution de réserves, lesquelles sont rémunérées à un taux marginal des dépôts beaucoup plus bas. Mais dans le même temps, cette décision réduit de fait le corridor de taux, dont la taille n'est plus de 150 mais de 75 points de base.

8) Pourquoi la Banque Centrale Européenne a décidé d'abaisser son taux directeur à 0,25% le jeudi 7 novembre 2013 ?

Baisse de l'inflation en octobre à 0,7% - Prévenir le risque de déflation synonyme de baisse des prix mais aussi des salaires et au final de l'activité
Prévisions de croissance revue à la baisse - c'est un signal fort envoyé par la BCE. L'institution monétaire confirme ses derniers messages en montrant une vraie volonté de peser un peu plus sur l'économie. En l'influençant par une baisse des taux, donc une baisse du coût du crédit, donc une relance par la demande (investissement des entreprises et

consommations des ménages). Attention, ce type de politique monétaire expansive est à opposer aux politiques budgétaires restrictives mises en place depuis 3/4 ans dans la zone euro

Faire baisser l'euro - essayer de relancer les exportations des pays peu compétitifs de la zone euro

Stabilité financière: montée des marchés action, influencer les taux d'intérêt long terme

- 9) Le bilan de la Fed, qui atteint plus de 4 000 milliards de dollars, a encore augmenté de près de 30 % en deux ans, alors que celui de la BCE, avec 2 200 milliards d'euros (3 000 milliards de dollars), a diminué d'environ 25 % durant ces 2 dernières années. Certains en déduisent que la BCE est moins audacieuse que la FED et soutient moins l'économie. Qu'en pensez-vous ? (Question de réflexion extraite du sujet d'examen de janvier 2015)

En pratique, les deux banques centrales ont des modes opératoires très différents, ce qui se répercute sur la structure et la taille de leur bilan.

60 % des actifs du bilan de la BCE sont constitués d'opérations de refinancement du système bancaire, par prises en pension d'effets représentatifs de crédits distribués par les banques. C'est par ces opérations que la BCE a pris presque toutes les mesures dites « non conventionnelles » au cours de la crise. Que ce soit pour dégripper le marché interbancaire, paralysé par le climat de méfiance réciproque entre banques, ou par la LTRO (Long Term Refinancing Operation), qui est un prêt de monnaie centrale de 3 ans aux banques. À côté de ces opérations massives, les rachats de titres de dette de certains États, effectués au plus fort de la crise, représentent moins de 10 % du bilan.

À la Fed, 90 % du bilan est occupé par des rachats de titres de dette et c'est essentiellement ce procédé, que l'on peut qualifier d'open market à l'état pur, qui est actuellement le principal canal d'alimentation des banques en monnaie centrale, en même temps qu'il permet de peser sur le niveau des taux de rendement des titres de dette massivement rachetés. En s'accroissant, ces opérations accroissent marginalement la masse monétaire lorsqu'elles ont bénéficié à des agents non bancaires, tout en augmentant massivement la quantité de monnaie centrale en circulation, qui se retrouve à l'actif des banques, soit déposées en réserves obligatoires auprès de la Fed, soit en réserves « libres ».

La situation est différente à la BCE, car le refinancement des banques est la variable centrale de la quantité de monnaie centrale en circulation. Son montant dépend largement de l'attitude des banques qui soumissionnent aux appels d'offres de la banque centrale et ont recours aux opérations de pensions selon leurs besoins de liquidité. Dans la mesure où ce refinancement n'est pas gratuit (son coût est aujourd'hui très faible mais pas inexistant), les banques utiliseront tout apport de monnaie centrale qui coûterait moins cher pour réduire leur endettement contracté avec les opérations de refinancement. Autrement dit, si la BCE décidait de racheter en grandes quantités des titres de dette des États de la zone euro, comme certains la pressent de le faire, il n'est pas sûr que son bilan s'en trouverait augmenté, car les banques utiliseraient cet apport gratuit en monnaie centrale pour réduire leur refinancement qui leur coûte de l'argent.

On comprend que la BCE, qui n'envisage pas de procéder à des rachats massifs de titres de dette pour faire baisser les taux d'intérêt de ces dettes, hésite à lancer une nouvelle opération de LTRO qui, en incitant les banques à réduire leur refinancement classique, ne provoquerait peut-être qu'un faible accroissement du bilan et donc un faible apport nouveau de monnaie centrale.

Il pourrait en aller différemment si la BCE abaissait à zéro le taux de ses refinancements. Outre que cela risquerait de paralyser le marché interbancaire où toute transaction coûterait de l'argent, il n'est pas certain que cela ranimerait la demande de crédit des ménages et des entreprises, beaucoup plus décisive que le bilan de la banque centrale pour dynamiser l'activité économique.

10) La Banque centrale européenne (BCE) a une nouvelle fois baissé son taux de dépôt et annoncé, l'extension de son programme de rachat d'actifs. Quels sont les effets espérés du plan de la BCE sur les ménages et les entreprises? **(Examen session 1 janvier 2016)**

Fournir de la liquidité aux banques
Empêcher qu'elles ne conservent des réserves excessives afin qu'elles jouent leur rôle de financement de l'économie
Inciter les banques à octroyer des crédits aux ménages et aux entreprises
Pour relancer la consommation et l'investissement
Et maintenir un taux d'inflation proche des 2% pour que le consommateur ait intérêt à consommer immédiatement (c'est l'inverse s'il y a déflation!)
Faire baisser l'euro pour relancer les exportations et avoir une balance commerciale excédentaire

Exercice: (Contrôle continu décembre 2008)

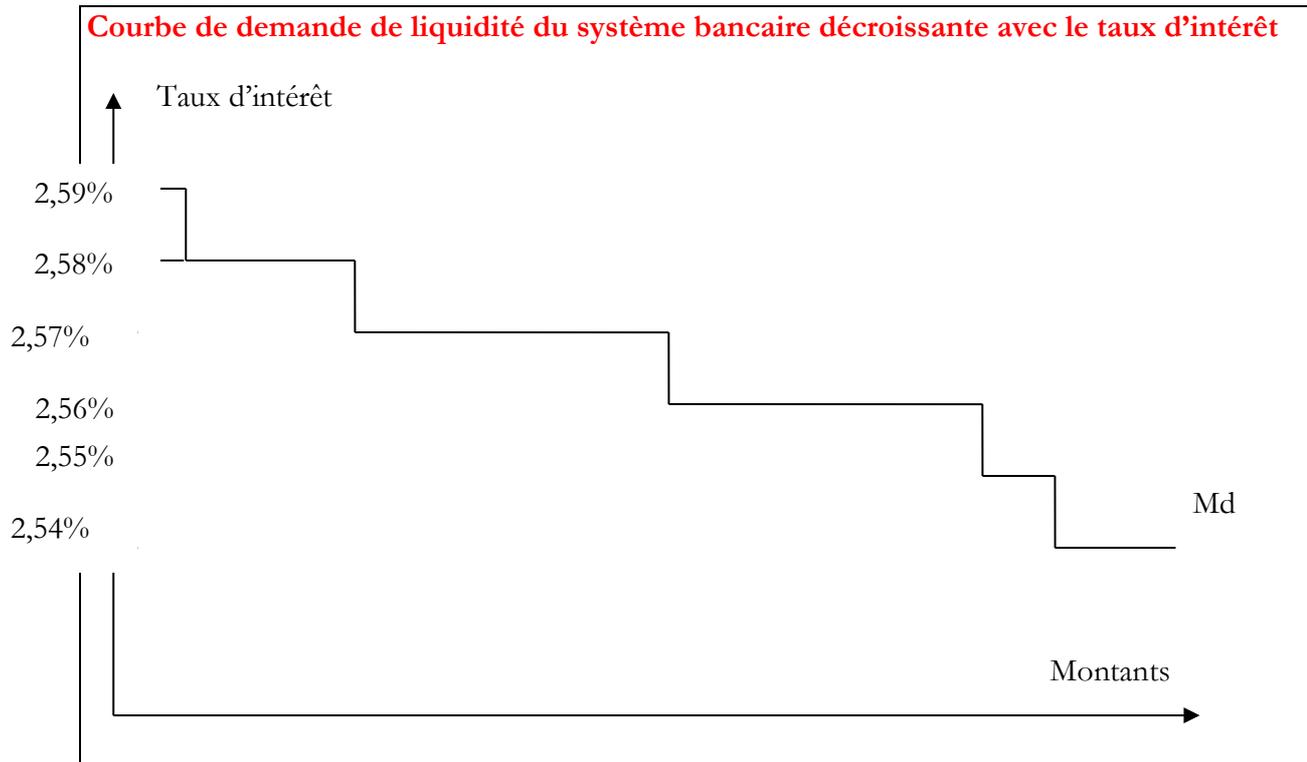
Dans le cadre de ses opérations principales de refinancement, la Banque Centrale Européenne (BCE) décide de fournir des liquidités aux marchés (sur mise en pension ou prêt garanti) par une procédure d'appel d'offre à taux variable, selon une adjudication à l'américaine³.

Les demandes de monnaie centrale (montants en millions d'euros) émanant de 3 banques A, B et C sont les suivantes :

Taux d'intérêt %	Banque A	Banque B	Banque C
2,59		2	1
2,58		5	5
2,57	4	10	7
2,56	9	11	8
2,55	3	1	5
2,54	3		2

³ La méthode consiste à servir la liquidité au taux pour lequel la demande a été présentée.

- 1) Tracer la courbe de demande de liquidité du système bancaire constitué des banques A, B et C.



Compte tenu de l'orientation de sa politique monétaire, la BCE décide d'allouer 48 millions d'euros.

- 2) Quel est le taux minimal de l'adjudication et à quel taux moyen de refinancement est fournie cette liquidité bancaire ?

Pour une allocation de 48 millions d'euros, le taux correspond à 2,56%.
3M€ seront servis à 2,59%
10M€ à 2,58%
21M€ à 2,57%
Et 14 M€ à 2,56%
Taux moyen de refinancement = $(3 \cdot 2,59\% + 10 \cdot 2,58\% + 21 \cdot 2,57\% + 14 \cdot 2,56\%) / 48 = 2,57\%$

Sachant que la BCE fournira toutes les demandes effectuées à des taux supérieurs au taux minimal de l'adjudication et au prorata des demandes de chaque établissement pour la tranche correspondant au taux minimal de l'adjudication.

- 3) Calculer le montant total de liquidité alloué à chaque banque ainsi que son taux moyen de refinancement.

Toutes les offres au dessus de 2,56% sont satisfaites. Au taux de 2,56%, le % servi est le suivant : $(48-34)/28 = 50\%$

	Allocation à	Allocation à	Allocation à	Allocation à	Total	Taux moyen de refinancement
	2,59%	2,58%	2,57%	2,56%		
banque A			4	4,5	8,5	2,56%
banque B	2	5	10	5,5	22,5	2,57%
banque C	1	5	7	4	17	2,57%
Système bancaire	3	10	21	14	48	2,57%

Sujets de dissertation:

- 1) « Causes et effets d'injections massives de liquidités opérées par les banques centrales sur le marché monétaire. » (Sujet de contrôle décembre 2010)

Causes : elles peuvent très bien apparaître dans l'introduction !

Palier la crise de confiance sur le marché interbancaire survenue à la suite de la crise des subprimes et la faillite de Lehman

Eviter le risque systémique de faillite en chaîne dans le système bancaire

Eviter la récession économique

Effets attendus sur les variables économiques et financières :

Baisse des taux d'intérêt / permettre aux agents non financiers d'avoir accès à des sources de financement peu chères

Permettre aux banques de résoudre leur problème de liquidité afin qu'elle soit à l'origine d'une relance du crédit

Hausse et accès facile au crédit dans le but de relancer croissance par la demande (investissement et consommation)

Or plutôt que de prêter aux agents non financiers, les banques ont préféré augmenter considérablement leur niveau de réserves

Hausse possible de l'inflation selon la TQM

Possibilité de voir apparaître des bulles spéculatives sur certains actifs ou commodities (exemple pétrole)

Effets sur la confiance et la crédibilité des BC :

Monétisation de la dette publique (quid de l'augmentation des titres d'Etat détenus par les BC (surtout Fed et Banque d'Angleterre)

Augmentation considérables de l'actif des BC + présence d'actifs risqués

Remise en cause de l'indépendance des BC par rapport aux politiques budgétaires

Perte de crédibilité de la monnaie

Quid de la coopération internationale des BC

Remise en cause des objectifs poursuivis par les BC

Remise en cause de l'inflation targeting

Retour à l'étalon or

Plutôt objectif sur la croissance du crédit que sur l'inflation grâce aux mêmes outils

- 2) Réaliser une étude comparée de la politique monétaire d'« Inflation Targeting » par rapport à celle de « Quantitative Easing ». (Sujet d'examen session 1 décembre 2012)

Intérêt de la politique monétaire

Mise en place et stratégie décidée par l'autorité monétaire (BCE, Fed), en fonction des objectifs, de l'état de la conjoncture économique du pays, des marchés financiers, du système bancaire, également de la dette...

Définitions brèves des 2 politiques monétaires à comparer

Traditionnellement, la banque centrale (BC) d'un pays détermine la politique monétaire en fixant le taux directeur à court terme ('the overnight federal funds rate' aux US). Pour déterminer ce taux directeur, la BC va acheter ou vendre des instruments financiers ('securities') sur le marché ('open capital-market'). Le taux de la BC est le taux auquel elle va faire des crédits aux banques commerciales. Ce taux directeur va se répercuter sur les taux bancaires, plus la BC accroît son taux d'intérêt, plus les taux bancaires et les taux longs augmentent, les crédits à l'économie diminuent et l'épargne est mieux rémunérée donc elle augmente. Si la BC désire lutter contre l'inflation (inflation targeting), elle accroîtra son taux directeur (qui est donc un instrument de la politique monétaire) et si la BC veut relancer l'économie par le crédit, elle baissera son taux directeur, ce qui aura l'effet d'accroître la dépense et l'inflation

Le quantitative easing désigne des mesures de politique monétaire non conventionnelles. Habituellement, la politique monétaire a pour principal instrument le taux d'intérêt auquel les banques peuvent se réescompter auprès de la banque centrale.

Du fait de l'ampleur de la crise, les banques centrales ont été amené à prendre des mesures non classiques fin 2008 début 2009, d'où le terme de quantitative easing, consistant par exemple à acheter des obligations ou des billets de trésorerie émis par les entreprises, à reprendre les actifs douteux de banque ou à les garantir.

Partie 1 : Des contextes économiques et des objectifs différents

1) Des contextes économiques différents

A) Inflation targeting

Croissance économique positive

Accès facilité aux financements

Chômage faible

Peur que le contexte économique favorable conduise à une très forte augmentation de la demande globale de biens et de services pouvant déboucher sur une forte inflation

B) Quantitative Easing

Croissance économique quasi égale à 0 voir récession

Accès difficile aux financements

Chômage élevé

Marché monétaire et financier peu prospères

2) Des objectifs de politique monétaire différents

A) Inflation Targeting

Objectif unique de stabilité des prix en lien avec la théorie quantitative de la monnaie : croissance rapide de l'offre de monnaie = principal déterminant de l'inflation donc lien politique monétaire et maîtrise de l'inflation

Pourquoi un objectif unique de stabilité des prix ?

...réduit l'incertitude quant à l'évolution générale des prix, et améliore ainsi la transparence des prix relatifs ...

... réduit les primes de risque sur l'inflation contenues dans les taux d'intérêt ...

... évite les opérations de couverture inutiles ...

... réduit les distorsions introduites par les systèmes fiscaux et de sécurité sociale ...

... augmente les avantages de la détention d'espèces ...

... prévient une redistribution arbitraire de la richesse et des revenus ...

... et contribue à la stabilité financière

Et évite les effets négatifs de l'inflation qui sont

- Diminue le pouvoir d'achat
- Détérioré la compétitivité prix des entreprises
- Réduit de la compétitivité internationale
- Décourage de l'épargne à LT et favorise l'économie d'endettement
- Hausse des taux d'intérêt nominaux donc allocation inefficace des ressources sur les marchés de capitaux

Tous ces arguments donnent à penser qu'une banque centrale qui assure le maintien de la stabilité des prix contribue de manière significative à la réalisation d'objectifs économiques plus vastes, tels que l'augmentation du niveau de vie et des niveaux élevés et plus stables d'activité économique et d'emploi. Cette conclusion est étayée par la réalité économique qui montre, pour de nombreux pays et en se basant sur des méthodologies et des périodes très différentes, que les économies dont le taux d'inflation est plus faible connaissent, en moyenne, une croissance réelle plus forte à long terme.

B) Quantitative Easing

Reinstaurer la confiance sur le marché monétaire et les marchés financiers

Fournir de la liquidité aux IFM

Faciliter l'accès aux financements des entreprises et des particuliers

Stimuler la demande globale de biens et de services

Relancer la croissance

Eviter les faillites bancaires

Partie 2 : L'utilisation des instruments de politiques monétaires

1) La politique de refinancement du système bancaire par les autorités monétaires

A) Inflation targeting

Les opérations de refinancement servent à piloter le taux d'intérêt au jour le jour et à plus longue échéance avoir un impact sur la partie longue de la courbe des taux

Rappel des différentes opérations de refinancement

Objectif : maîtriser le taux au jour le jour pour avoir une influence sur l'accès aux financements des entreprises et des particuliers, sur l'offre de crédit, sur la consommation et l'investissement, sur la demande globale de biens et de services et par conséquent sur le niveau des prix

B) Quantitative Easing

Pas de véritable pilotage du taux d'intérêt au jour le jour, le refinancement est quasiment illimité en quantité, son rôle étant de fournir de la liquidité aux IFM dans le but de relancer la croissance

Moyens : taux d'intérêt très bas, quantité de refinancement proposée par les autorités monétaires illimitée, achat par ces dernières d'actifs risqués (par conséquent désormais inscrites à leur bilan)

2) Les facilités permanentes

Eléments de réponse dans les questions de cours 10 et 11 du thème sur la politique monétaire

A) Inflation targeting

Maintenir le taux au jour le jour dans un corridor

B) Quantitative Easing

Maintenir le taux d'intérêt au jour le jour à un niveau très bas

3) Les réserves obligatoires

A) Inflation targeting

Empêcher une forte volatilité des taux d'intérêt

B) Quantitative Easing

En abaissant le taux des RO, inciter les banques à diminuer leurs réserves et à octroyer plus de crédit, malheureusement, elles diminuent leur RO, mais leurs réserves excédentaires

Partie 3 : Les effets...conséquences

1) Niveaux des taux d'intérêt

A) Inflation targeting

Ils varient en fonction du niveau d'inflation anticipée de l'économie :

_élevés si anticipation d'une augmentation de l'inflation

_faibles si anticipation d'une baisse de l'inflation

B) Quantitative Easing

Bas pour que la liquidité bancaire soit très élevée

Attention : cette remarque est vraie pour les taux court terme, mais pas forcément sur les taux long terme

2) Inflation/déflation

A) Inflation targeting

Objectif unique : maîtriser l'inflation, donc effet de cette politique = stabilité des prix avec risque d'inflation

B) Quantitative Easing

Lutter contre le risque de déflation/cf. lien les echos :

<http://lecercle.lesechos.fr/economie-societe/politique-eco-conjoncture/221131838/quantitative-easing-2-desperate-measures-desper>

3) Croissance économique

4) Bulles spéculatives

A) Inflation targeting

Risque limité

B) Quantitative Easing

Risque important car les banques centrales achètent de nombreux titres privés pour augmenter la liquidité sur le marché monétaire ce qui peut conduire à très forte augmentation de leur prix sans réalité économique derrière et par conséquent la formation de bulles spéculatives

Conclusion

Avantages/inconvénients

Discuter des difficultés à sortir de ces 2 politiques monétaires

Commenter les graphiques et les articles suivants avec les étudiants !

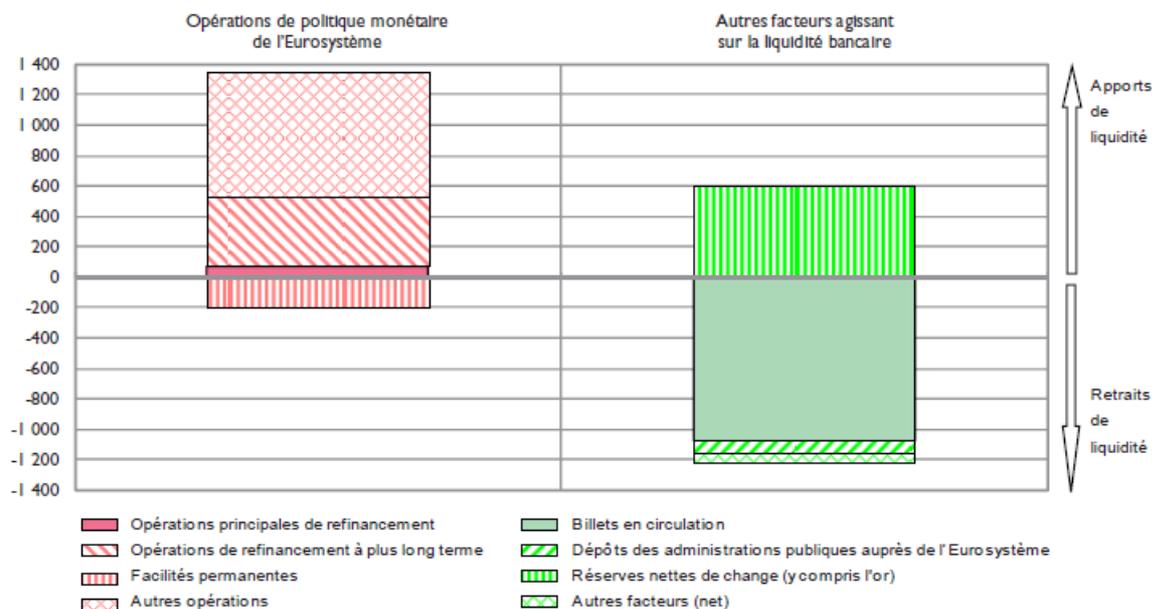
Figure 26
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 9 décembre 2015 au 26 janvier 2016)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	1 350,5	196,6	1 153,9
Opération principale de refinancement	71,6		71,6
Opération de refinancement à plus long terme	467,0		467,0
Facilités permanentes	0,2	196,6	-196,4
Autres opérations	811,8	0,0	811,8
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	611,6	1 208,4	-596,8
Billets en circulation		1 072,8	-1 072,8
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		82,4	-82,4
Réserves nettes de change (y compris l'or)	611,6		611,6
Autres facteurs (net)		53,2	-53,2
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			557,1
dont réserves obligatoires			113,3

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 9 décembre 2015 au 26 janvier 2016)



Source : Bulletin de la Banque de France n°203 / 1er trimestre 2016

Fédérale et de la BCE, l'Observatoire français des conjonctures économiques s'interroge sur les conséquences qu'elles provoquent.

Aux Etats-Unis et en Zone Euro, les banques centrales, respectivement la Réserve Fédérale et la Banque centrale européenne, ont adopté des mesures non-conventionnelles dès 2008 afin de lutter notamment contre le risque de déflation. Mais le calendrier de ces mesures et leur ampleur ont différé, ce qui a soumis la Zone Euro à des effets non négligeables, souligne l'OFCE.

La Fed a adopté très tôt une politique de Quantitative Easing. Elle est rentrée dès la fin de l'année 2015 dans une logique de « [tapering](#) », c'est-à-dire de réduction des achats des titres avec en perspective une remontée des taux d'intérêt. Pour sa part la BCE a mené une politique d'ampleur plus modérée dans un premier temps, son taux directeur ne passant pas en dessous de 1% avant fin 2013. Depuis 2014, la BCE a toutefois fixé son taux directeur près de 0% et s'est engagée dans des programmes d'achat de titres ([PSPP](#), [CSPP](#)) et de refinancement ([TLTRO I](#) et [II](#)), allant ainsi plus loin que la Fed en matière d'assouplissement monétaire.

La divergence apparaît donc pleinement depuis Mai 2014. Alors que la Fed reconsidère sa politique monétaire accommodante dans un contexte de consolidation de la croissance américaine, la BCE est contrainte de poursuivre sa politique ultra-accommodante dans une Europe en proie à un manque d'inflation.

Les canaux par lesquels ces politiques se transmettent à l'économie la Zone Euro sont de deux ordres. D'une part la politique monétaire plus restrictive aux Etats-Unis et accommodante en Europe entraîne une baisse de l'euro par rapport au dollar. D'autre part le prix des actifs augmente sous l'effet des achats de la BCE. Si les objectifs d'amélioration de la compétitivité et de valorisation boursière peuvent se comprendre, les craintes de certains économistes portent toutefois sur les « débordements des politiques monétaires » et le risque de déstabiliser durablement les économies, notamment via la fuite des capitaux vers les Etats-Unis où les taux d'intérêt deviennent plus attractifs, préviennent les économistes de l'Ofce.

OFCE

Le débat sur une hausse des taux de la Fed s'intensifie aux Etats-Unis

Par LC le 16/08/2016

Alors que les statistiques de l'inflation et des ventes de détail éloignent le risque d'un durcissement du loyer de l'argent outre-Atlantique, William Dudley croit "possible" une telle hausse dès septembre

Le débat sur une éventuelle hausse des taux dès septembre aux Etats-Unis s'est intensifié, mardi, après une série de statistiques contradictoires.

Le département du travail a révélé que les prix à la consommation sont restés inchangés en juillet dans le contexte d'une baisse du prix de l'essence pour la première fois en cinq mois. Pour sa part, l'inflation sous-jacente a eu tendance à ralentir le mois passé.

Le département du Travail a fait état d'une stabilité de l'indice CPI le mois dernier, après deux mois de hausse de 0,2%. Sur un an, les prix à la consommation ont augmenté de 0,8% après +1% en juin. Hors énergie et produits alimentaires, ses composantes les plus volatiles, l'inflation ressort à

0,1% par rapport à juin, après +0,2% sur chacun des trois mois précédents. En rythme annuel, l'inflation a cru de 2,2% après +2,3% en juin.

Venant après la publication, le 12 août, de ventes au détail pour juillet inférieures aux attentes, le ralentissement de l'inflation annoncé ce mardi pourrait conduire certains investisseurs à revoir en baisse leurs anticipations d'évolution des taux directeurs cette année.

A contrario, William Dudley, le président de l'antenne régionale de la banque centrale américaine à New York, a estimé « possible » un resserrement du loyer de l'argent dès septembre. Lors d'une interview à la chaîne de télévision Fox Business Network, il a souligné que le marché du travail est en train de se tendre et les preuves d'une hausse des salaires se multiplient.

La Fed s'est fixé un objectif d'inflation de 2% et utilise comme référence un indice inchangé à 1,6% depuis mars. A ce stade, les investisseurs estiment la probabilité d'une hausse de taux à seulement 12% lors de sa réunion des 20 et 21 septembre et à 38% en décembre, après l'élection présidentielle du 8 novembre aux Etats-Unis, selon le baromètre FedWatch de CME Group.

Mais selon William Dudley "nous nous rapprochons du moment où il sera approprié, selon moi, de relever de nouveau les taux d'intérêt", a-t-il affirmé, avant d'ajouter : "je crois possible" une hausse des taux à l'issue de la réunion de politique monétaire de septembre. "Nous devons étudier l'évolution des indicateurs", a-t-il poursuivi.

Deux statistiques ont accredité les propos de William Dudley, mardi.

D'une part les mises en chantier ont augmenté de manière inattendue en juillet aux Etats-Unis (+2,1% à 1,2 millions d'unités en rythme annualisé) en raison d'une progression généralisée de l'activité du secteur de la construction, a annoncé, le département du Commerce.

Cette hausse, un pic depuis février, conforte le scénario d'un rebond de la construction résidentielle après la contraction du deuxième trimestre. Les permis de construire ont pour leur part reculé de 0,1% en juillet à 1,15 million en rythme annualisé.

D'autre part la production industrielle aux Etats-Unis a été plus dynamique que prévu en juillet avec une progression de 0,7%, selon la Réserve fédérale. La production manufacturière, en particulier, a augmenté de 0,5%, sa plus forte hausse depuis un an. Le rebond de la production industrielle en juin, de 0,4%, a été moins vigoureux que ne le donnait à penser la première estimation, de 0,6%.

Le FMI défend l'efficacité des taux négatifs en zone euro

Par Bastien Bouchaud le 12/08/2016 L'AGEFI Quotidien / Edition de 7H

Les économistes du Fonds considèrent toutefois que de plus amples baisses de taux risquent de se révéler contre-productives.

Les taux d'intérêt négatifs ont contribué à baisser les coûts de financement bancaire en zone euro. Cela ne devrait pas faire changer d'avis Mark Carney, fermement [opposé](#) à la mise en place de taux négatifs au Royaume-Uni. Mais [l'étude](#) de deux économistes du Fonds monétaire international (FMI), Andy Jobst et Huidan Lin, publiée hier semble confirmer les analyses positives de la Banque centrale européenne sur cette politique mise en place en juin 2014. «*Les taux d'intérêts négatifs ont jusqu'à présent eu un effet positif sur l'économie, participant à une baisse des coûts de financement bancaire et à une augmentation de la valeur des actifs*», jugent les deux auteurs. Concernant la principale critique adressée à la politique défendue par Mario Draghi, ils ajoutent que «*les craintes concernant l'effet néfaste sur la rentabilité des banques ne sont pas pour le moment concrétisées*».

Croissance modeste du crédit

En premier lieu, en amenant le taux d'intérêt en territoire négatif, la BCE a abaissé le taux d'intérêt réel, *«réduisant le coût de l'endettement pour les banques comme pour leurs clients»*, contribuant ainsi à *«une croissance modeste du crédit – favorable à la croissance économique et à l'inflation»*. Les deux économistes du département européen du FMI notent deux autres bénéfices de l'introduction de taux négatifs: l'efficacité renforcée du recalibrage des portefeuilles d'actifs liés à la recherche de rendements et *«l'amélioration de la capacité de signalement de la BCE»*.

Dans une publication également diffusée hier, Andy Jobst et Huidan Lin expliquent par ailleurs que les banques ont réussi à limiter en partie l'impact des taux d'intérêts négatifs sur leur rentabilité via des réductions de coûts, une augmentation des volumes de prêts et une augmentation des frais fixes et des commissions. Ils observent toutefois *«qu'il y a clairement des limites à de telles mesures»*. De plus, si l'impact sur la marge nette d'intérêt des banques est pour le moment modeste, il *«pourrait augmenter de manière non linéaire»* si d'autres baisses de taux devaient advenir.

La conclusion des deux auteurs, qui semble [partagée](#) par la BCE, est *«qu'à l'avenir, la BCE pourrait devoir compter davantage sur les rachats d'actifs»*, notant par ailleurs que des baisses supplémentaires du taux d'intérêt n'augmenteraient pas forcément l'univers d'actifs éligibles au QE. L'étude pointe néanmoins qu'un système de taux différenciés sur les réserves excessives tel que pratiqué par la BNS *«pourrait théoriquement tolérer de plus amples baisses de taux»*.

www.agefi.fr