

Les politiques monétaires non conventionnelles (2008-2022)

L'ESSENTIEL

L'une des principales missions des banques centrales est la conduite de la politique monétaire. Pour lutter contre les conséquences de la crise financière, elles ont adopté à partir de 2008 des mesures inhabituelles, qui vont au-delà de la politique monétaire « conventionnelle ». Ayant déjà porté les taux directeurs à des niveaux très bas, elles ont imaginé de nouveaux moyens pour améliorer les conditions de financement de l'économie. On parle de mesures « non conventionnelles ». Aux États-Unis, la Réserve fédérale (Fed) a été très active dès le déclenchement de la crise financière qui a débuté sur son propre territoire. En zone euro, face à la crise des dettes souveraines, puis face au risque de déflation et enfin du fait de la pandémie de Covid-19, ces politiques ont marqué les années 2010. En 2022, compte tenu du retour de l'inflation, il est progressivement décidé par le conseil des gouverneurs de la BCE d'y mettre un terme. C'est le début de la période de normalisation de la politique monétaire.

Ces mesures non conventionnelles ont pu prendre des formes différentes, en fonction des priorités définies par les banques centrales (la stabilisation des marchés financiers, la relance du crédit, la lutte contre la déflation) et aussi selon les caractéristiques des systèmes financiers (si le financement de l'économie s'effectue plutôt par les marchés financiers ou par les banques commerciales).

Exemples de mesures non conventionnelles : certaines banques centrales ont mis en place des taux d'intérêt négatifs, faisant payer aux banques leurs dépôts à vue à la banque centrale afin de les inciter à prêter cet argent à l'économie. Elles ont également renforcé l'impact de leurs décisions en ayant recours de façon accrue à une stratégie de communication plus lisible, la forward guidance, qui consiste à annoncer à l'avance les orientations de leurs futures décisions (voir *Comprendre*). Des banques centrales ont par ailleurs décidé de prêter plus facilement aux banques commerciales en satisfaisant intégralement leur demande de liquidités et en leur prêtant à plus long terme, ou encore en acceptant des nouvelles catégories de garanties. Enfin, elles ont pu intervenir directement sur les marchés secondaires en achetant massivement des titres financiers aux banques, ce qui revient à fournir à celles-ci des liquidités, même si l'objectif premier de ces programmes était de faire baisser les taux d'intérêt, notamment à long terme. C'est l'« assouplissement quantitatif » ou quantitative easing (voir *Comprendre*).

En zone euro, les mesures non conventionnelles menées par l'Eurosystème, ont pris, entre autres, les formes suivantes :

- une politique de taux particulièrement accommodante (y compris de taux négatifs) et un « guidage prospectif » (une *forward guidance*) affirmant explicitement que les taux

directeurs resteraient proches de zéro aussi longtemps que nécessaire ;

- un accès assoupli aux liquidités pour les banques commerciales avec notamment la mise en place d'opérations de refinancement de long terme ;
- des programmes d'achat d'actifs publics et privés (quantitative easing), complétés par des facilités de prêts de titres.

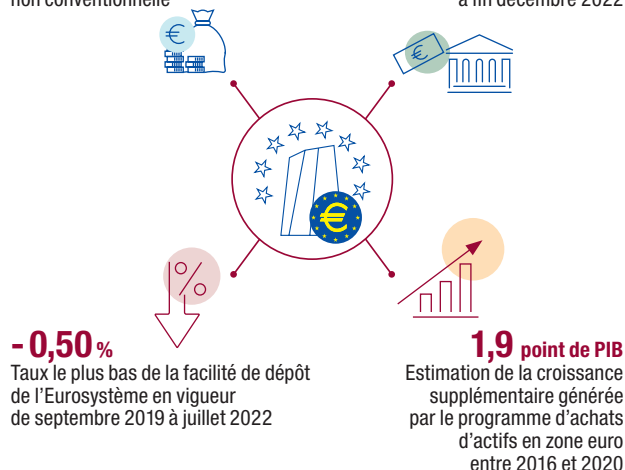
QUELQUES CHIFFRES

4 968 milliards d'euros

Encours à fin décembre 2022 des actifs achetés par l'Eurosystème au titre des programmes d'achats d'actifs de sa politique monétaire non conventionnelle

1 300 milliards d'euros

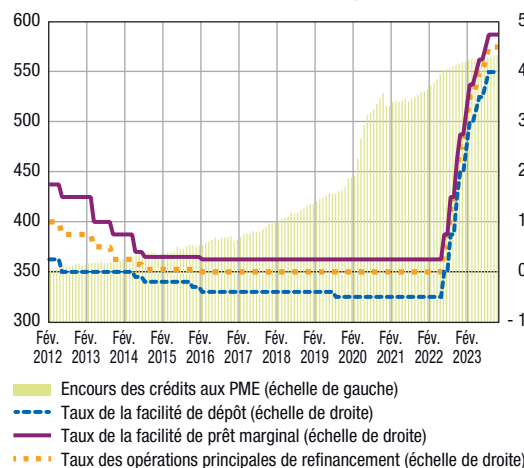
Encours des prêts de l'Eurosystème aux banques de différents opérations de refinancement à long terme à fin décembre 2022



Sources : BCE, Banque de France

Encours des crédits aux PME en France et taux directeurs en zone euro

(encours en milliards d'euros ; taux en %)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne (BCE).

COMPRENDRE

Qu'est-ce que le *Quantitative Easing* ou « QE » ?

L'assouplissement quantitatif ou *quantitative easing* (QE) consiste pour une banque centrale à **intervenir de façon massive, généralisée et prolongée sur les marchés financiers en achetant des actifs aux banques**. Décidé par le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) début 2015, complété et amendé depuis à plusieurs reprises, le QE européen consiste, pour les banques centrales des pays de la zone euro, à acheter des actifs pour les montants mensuels définis à l'avance, compris entre 60 et 80 milliards d'euros de mars 2015 à décembre 2017. Cette enveloppe mensuelle a été progressivement réduite à zéro jusqu'en janvier 2019. Elle a ensuite été à nouveau de 20 milliards d'euros d'achats mensuels à partir de novembre 2019, assortis d'une enveloppe annuelle supplémentaire de 120 milliards à partir de mars 2020 dans le contexte de la pandémie de Covid-19, avant de redescendre à 40 milliards d'euros à partir d'avril 2022. Depuis lors, ce montant a progressivement été réduit pour atteindre zéro en juillet 2022.

Les actifs sont principalement des **obligations émises par les États de la zone euro**, achetées sur le **marché secondaire** (et non à l'émission sur le marché primaire, car cela ne serait pas conforme aux traités européens qui interdisent aux banques centrales de financer les États).

En achetant massivement des titres aux banques, les banques centrales augmentent la liquidité en circulation et font baisser les taux d'intérêt, notamment de long terme, agissant ainsi indirectement contre le risque de déflation et le ralentissement de la croissance. L'action

des banques centrales ne peut à elle seule assurer la relance de l'économie, mais elle y participe grâce aux **mécanismes de transmission de la politique monétaire** :

- effets directs par la **baisse des taux d'emprunt**. Augmenter la demande de titres fait monter leurs cours et exerce une pression à la baisse sur les taux d'intérêt. Cela **stimule le crédit** aux **entreprises** et aux **ménages** et **lutte contre le risque déflationniste** ;
- **effets de portefeuille pour les banques**, qui orientent leurs placements vers des actifs plus rentables (par exemple, des obligations émises par certains États de la zone euro ou des obligations d'entreprises) et financent l'**économie réelle** (par exemple, des prêts aux entreprises). C'est un accélérateur financier ;
- **effets de signal**, qui permettent à la politique monétaire d'avoir un impact avant même d'être mise en place effectivement, par simple effet d'annonce (voir *Forward guidance*) ;
- enfin, conséquence indirecte, même si ce n'est pas un objectif initial, **effets de change** : la baisse des taux d'intérêt peut contribuer à la baisse de la valeur d'une monnaie, ce qui facilite les exportations.

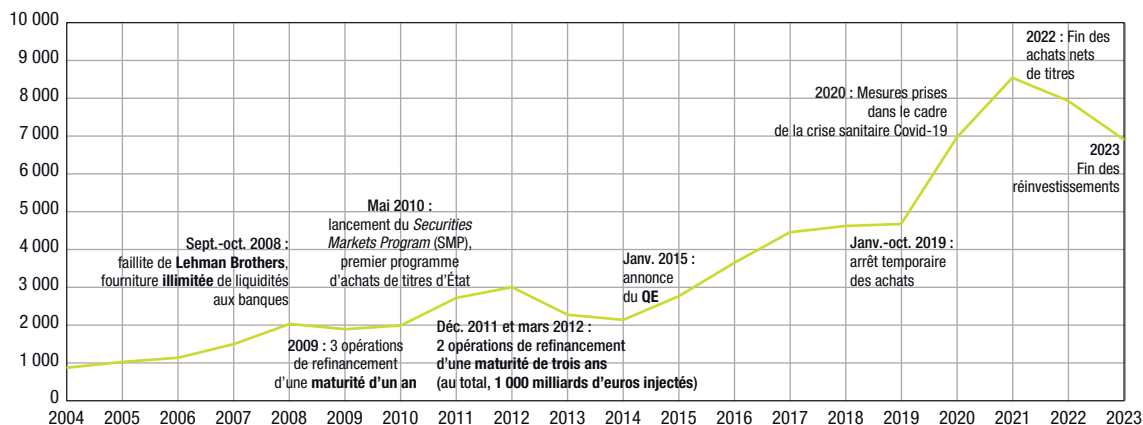
Depuis mars 2023, les titres arrivés à maturité ne sont pas réinvestis (hors titres du programme d'achats d'urgence face à la pandémie) : cela signifie que les encours de ces programmes vont progressivement décroître.

UN PEU D'HISTOIRE

- **15 septembre 2008** Faillite de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers favorisant la généralisation de la crise financière mondiale.
- **8 octobre 2008** Décision du conseil des gouverneurs de la BCE de refinancer les banques autant qu'elles le souhaitent, à taux fixe (la seule limite est le montant des garanties de qualité suffisante dont elles disposent).
- **Novembre 2008** Décision de la Réserve fédérale américaine (Fed) de lancer son premier programme d'achats de titres.
- **2010** Tensions extrêmes sur certains marchés de la dette souveraine (notamment « crise grecque »). Réponse de l'Eurosystème par un programme d'achats, sur le marché secondaire, d'obligations d'États de la zone euro (*Securities Markets Program*).
- **Décembre 2011 et février 2012** Décisions de l'Eurosystème de lancer deux opérations de refinancement d'une maturité de 3 ans (*Very long term refinancing operations – VLTRO*).
- **Été 2012** Le président de la BCE, Mario Draghi, déclare que l'Eurosystème est prêt à faire tout ce qu'il faut (« *whatever it takes* ») pour sauver l'euro. L'annonce d'un programme d'achats « illimité », qui n'a finalement pas eu à être utilisé, de titres de **dette publique** (*Outright Monetary Transactions – OMT*) rétablit la confiance sur les marchés financiers.
- **Juin 2014** Décisions de l'Eurosystème d'appliquer un taux négatif de – 0,10 % à la facilité de dépôt et de lancer des opérations « ciblées » de refinancement à long terme (TLTRO – T : *Targeted*).
- **Janvier 2015** L'Eurosystème lance son principal programme d'assouplissement quantitatif qui consiste en l'achat, sur le marché secondaire, d'obligations émises par les États de la zone euro, les agences et les institutions européennes (voir *Comprendre*).
- **Mars 2016** Fixation du principal taux directeur de la BCE à 0 % et du taux de la facilité de dépôt à – 0,40 % ; annonce de l'élargissement du programme d'assouplissement quantitatif aux obligations d'entreprises.
- **Septembre 2019** Le taux de la facilité de dépôt est abaissé à – 0,50 %.
- **Mars 2020** Face à la pandémie de Covid-19, le conseil des gouverneurs de la BCE lance un plan d'achats d'urgence (PEPP : *Pandemic emergency purchase programme*) et, en avril, des opérations de refinancement à plus long terme (PELTRO - PE : *Pandemic emergency*).
- **Juillet 2022** Compte tenu de l'inflation élevée observée en zone euro, le conseil des gouverneurs de la BCE engage une normalisation de la politique monétaire (remontée des taux directeurs, réduction progressive des programmes d'achat d'actifs).

Évolution du total du bilan de l'Eurosystème, sous l'effet des principales mesures de politique monétaire depuis 2004

(en milliards d'euros)



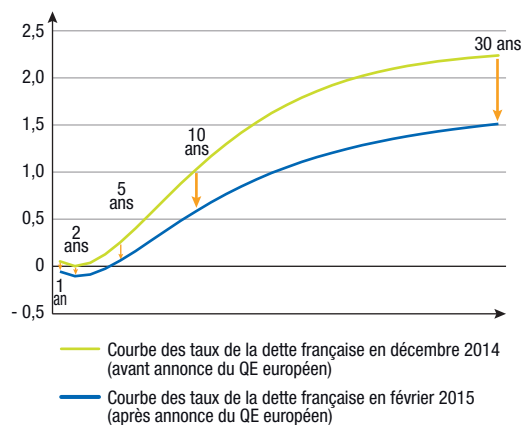
Source : Banque de France (données au 31 décembre de chaque année).

Comment la *forward guidance* améliore-t-elle l'efficacité de la politique monétaire ?

La *forward guidance* est un mode de communication adopté par plusieurs banques centrales, qui consiste à **fournir des indications et s'engager sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs**. Ce « guidage prospectif » rompt avec la tradition des banques centrales, qui préféraient que leurs décisions soient imprévisibles. Depuis 2012-2013, les banques centrales aux États-Unis, puis en Angleterre et en zone euro, utilisent cette méthode. En annonçant à l'avance l'orientation future de la politique monétaire, les banques centrales permettent aux agents économiques d'avoir une meilleure visibilité et de faire reposer leurs projets sur des perspectives plus stables. C'est un facteur d'amélioration de l'efficacité de la politique monétaire. En juillet 2022, la BCE met un terme à l'usage de la *forward guidance* : compte tenu des fortes instabilités économiques, les décisions sont désormais réévaluées à chaque conseil des gouverneurs en fonction des données disponibles.

Évolution de la courbe des taux des titres d'État de la France suite à l'annonce du QE européen

(en %)



À la suite notamment de l'annonce du QE européen en janvier 2015 (mise en œuvre à compter de mars 2015), le taux d'intérêt payé par l'État pour un emprunt d'une durée de 10 ans est passé de 1,03% en décembre 2014 à 0,59% en février 2015. Sources : Agence France Trésor (AFT), Banque de France.

POUR EN SAVOIR PLUS

À lire :

- Qu'est-ce que le programme étendu d'achats d'actifs ?, BCE
- Qu'est-ce que le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) ?, BCE
- En quoi consistent les opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO) ?, BCE
- Les politiques monétaires non conventionnelles, *L'économie mondiale 2016*, Éditions La Découverte, Pfister (C.) et Valla (N.), 2015
- Banques centrales : les défis de la sortie de crise, *Revue d'Économie Financière*, Valla (N.), 2014
- Deux ans après son lancement, quel bilan pour le PEPP ?, Banque de France, juin 2022
- Quel narratif de politique monétaire après la *forward guidance* ?, Banque de France

À voir :

- Politique monétaire non conventionnelle, vidéo Citéco
- Le *quantitative easing*, vidéo Dessine-moi l'éco
- Assouplissement quantitatif, émission Le Gros mot de l'éco, France 24 et HEC
- Un bilan des politiques monétaires non conventionnelles, Valla (N.), conférence CEPII, 2015
- La politique monétaire : quelles mutations depuis la crise financière ?, conférence Citéco, 2016
- Efficacité des politiques monétaires non conventionnelles, conférence/débat, JECO 2017

Liens utiles :

- Rapports annuels de la Banque de France
- Rapports annuels de la Banque centrale européenne
- La monnaie et nous, La politique monétaire, Citéco
- Politique monétaire, La finance pour tous
- Politique monétaire, CORE, cours n° 15