

République Algérienne Démocratique et Populaire

Ministère De L'enseignement Supérieur Et De la Recherche Scientifique



**UNIVERSITE ABDERRAHMANE MIRA DE  
BEJAIA**



**FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES,  
COMMERCIALES ET DES SCIENCES GESTION**

**Mémoire de fin de cycle  
En vue de l'obtention du diplôme master deux  
Option :  
Finance et commerce international**

**Thème**

**Analyse des politiques monétaires non conventionnelles menées  
durant la crise  
Financière de 2008 et la crise du COVID-19 par la Banque  
Centrale Européenne.**

**Réalisé par**

**Mr. MERNACHE Wahib**

**Mr. TEKFA Yanis**

**Encadreur**

**M<sup>me</sup>. OUARET .S**

**Promotion 2021-2022**

## ***Remerciements***

*Nous remercions Dieu, le Tout Puissant, de nous avoir accordé santé, courage et patience pour réaliser ce modeste travail.*

*Nous tenons tous particulièrement à adresser nos remerciements d'abord à notre promotrice Encadreur madame, **M<sup>me</sup>.OUARET.S** pour nous avoir orienté durant l'élaboration de ce travail.*

*Nos vifs remerciements sont également destinés à nos chers parents pour nous avoir soutenus durant notre cursus.*

*Enfin, nos remerciements s'adressent à tous les enseignants du département sciences commercial et à toutes les personnes qui ont contribué de près ou de loin à la réalisation de ce modeste travail.*

## **Dédicace**

*Avec l'expression de ma grande reconnaissance, je dédicace se modeste travail :*

*D'abord à ma famille qui m'a dotée d'une éducation digne.*

*Particulièrement à mon père **MOHAND SGHIR** qui m'a toujours épaulé pour que je puisse atteindre mes objectifs. Rien au monde ne vaut les efforts fournis jour et nuit pour mon éducation et mon bien être. Ce travail est le fruit de tes sacrifices que tu as fournis pour mon éducation tout au long de ces années.*

*A ma maman **TAOUS** qui n'a jamais cessé de formuler des prières à mon égard, qui m'a toujours pousser de l'avant, soutenue et encourager durant ces années d'études. Tu représentes pour moi la source de tendresse et l'exemple de dévouement qui n'a pas cessé de m'encourager. Tu as faits plus qu'une mère puisse faire pour que ses enfants suivent le bon chemin dans leur vie et leurs études.*

*Chers parents je souhaite que vous trouviez dans ce témoignage mes profondes reconnaissances.*

*A mes sœurs, pour leur soutien, aides et conseils précieux tout au long de mes études.*

*A mon frère qui m'a supporté, encouragé et qui est toujours présent pour moi.*

*Puisse l'amour et la fraternité nous unir à jamais.*

*A ma chère fiancée **NACEF CHERIFA** qui m'a épaulé et aider énormément dans la réalisation de ce modeste travail.*

*Que se travail traduit ma gratitude et mon affection et mon grand amour pour toi.*

*J'ai de la chance de vous avoir dans ma vie. Que Dieu vous garde.*

*A mes chères amis qui mon énormément encouragé dirigé et conseillé au long de ce travail.*

*Sans oublie à mon cher collègue et binôme **TAKFA YANIS** Je ne peux trouver les mots justes et sincères pour exprimer mon affection et mes pensées.*

**Wahib**

## ***Dédicaces***

A l'aide de DIEU, le tout puissant, ce travail est achevé.

Je dédié ce modeste travail à :

A mes très chers parents ;

À mes frères ;

A mes très chères amis : **LOUNIS, BADIS, MOUNIR, WALID ;**

A ma chère fiancée **CHALAL ANISSA ;**

A mon frère et binôme **MERNACHE WAHIB ;**

Et À tous ceux que je connais et me connaissent de prêt ou de loin.

***Yanis***

Sommaire .....	I
Liste des figures.....	II
Liste des Tableaux.....	II
Liste des Abreviations .....	III
Introduction.....	1

### **Chapitre I : Aspect théorique et conceptuel de la politique monétaire**

Section 1 : Généralités sur la politique monétaire.....	4
Section 2 : Les instruments de politique monétaire conventionnelle.....	12
Section 3 : Les canaux de transmission de la politique monétaire conventionnelle. ....	17

### **Chapitre II : Aperçu sur la politique monétaire non conventionnelle**

Section 1 : Généralités sur la politique monétaire non conventionnelle .....	20
Section 2 : Les instruments de politique monétaire non conventionnelle .....	26
Section 3 : Les canaux de transmission de la politique monétaire non conventionnelle.....	31

### **Chapitre III : Analyse des politiques monétaires non conventionnelles menées durant la crise financière de 2008 et la crise du COVID-19 par la Banque Centrale Européenne**

Section 1 : aspects théoriques de la politique monétaire adoptée par la BCE .....	34
Section 2 : analyse de la politique monétaire non conventionnelle menée durant la crise financière de 2008 par la BCE .....	44
Section 3 : analyse des politiques monétaires non conventionnelles menées durant la crise sanitaire COVID-19 par la banque centrale européenne .....	48

Conclusion.....	55
-----------------	----

Bibliographie.....	IV
--------------------	----

*Liste des figures  
et tableaux*

## **Liste des figures**

Figure I-1 carré magique de Nicholas Kaldor.....	6
Figure II.1 : Canaux de transmission des politiques monétaires non conventionnelles.....	32
Figure III-1 Les organes de décision de la Banque Centrale Européenne.....	36
Figure III- 2 La stratégie de la politique monétaire de la BCE axée sur la stabilité des prix.....	37

## **Liste des tableaux**

<a href="#">Tableau 1 Bilan de la banque centrale.....</a>	28
--	----

# *Liste des abreviations*

## Liste des abréviations

ABSPP	(Euro Over Night Interest Average) Taux quotidien mis en place dans la zone euro pour les dépôts interbancaires
BC	Banque centrale
BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque cantonale neuchâteloise
CBPP	Special purpose companies
COVID-19	Coronavirus disease 2019
CSPP	Milliards d'euros
EONIA	Programme d'achat de titres adossés à des actifs
FED	Réserve fédérale américaine
FMI	Opérations monétaires sur titres
I ↑	Augmentation des dépenses d'investissement
IPCH	Progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé
I R ↓	Baisse des taux d'intérêt réels
M	Masse monétaire
M ↑	Politique monétaire expansionniste
MD€	Programmes d'achat de titres du secteur des entreprises
OMT	Fonds monétaire international
ORLTC	Public securities purchase programme
PB	Programme pour les marchés de titres
PEPP	Programme temporaire d'achats d'urgence face à la pandémie
PIB	Produit intérieur brut
PMNC	Politiques monétaires non conventionnelles

PSPP	D'opérations de refinancement à plus long terme ciblées
QE	Quantitative easing
\REFI	Refinancement
SMP	Point de base
SPV	Programme d'achat d'obligations sécurisées
TEMPE	Taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro
UE	Union européenne
Y ↑	Accroissement de la demande globale et de la production

# *Introduction Générale*

## **Introduction Générale**

À partir de la fin des années 1980, la stabilité des prix est devenue l'un des principaux objectifs des banques centrales (BC). Pour s'en assurer, elles modulent leur taux d'intérêt directeur auquel les institutions financières se refinancent. Par ce biais, les BC sont capables d'influencer le coût du crédit et donc le volume de liquidité distribué dans l'économie. Toutefois, dans certains cas exceptionnels de crise, cette politique devient inefficace.

En temps normal, la politique de taux de la BC influence l'économie à travers trois principaux canaux de transmission : celui des taux d'intérêt, celui du crédit et celui du taux de change. Avec la crise, le fonctionnement des deux premiers a été sérieusement perturbé par l'augmentation des primes de risque sur les marchés et ils ont même pu devenir inopérants. Dans ces conditions, l'efficacité de l'action conventionnelle a été sérieusement menacée par des dysfonctionnements des canaux habituels, les baisses de taux directeurs n'étant plus répercutées, ni sur toute la gamme des taux, ni sur l'offre de crédit. Pour rétablir un fonctionnement normal du mécanisme de transmission, l'adoption de mesures non conventionnelles est alors apparue comme une nécessité.

Les politiques monétaires non conventionnelles (PMNC), du fait de leur développement récent, peuvent sembler obscures. Elles s'appuient sur des mécanismes multiples, complexes et interconnectés, et surtout incertains. Pourtant, leurs fondations macroéconomiques convoquent les notions clés de déflation, trappe à liquidité, resserrement du crédit, dette-déflation, plancher zéro du taux d'intérêt. Pour autant, il est particulièrement difficile de déterminer à l'avance l'impact exact de ces politiques, en particulier celle du Quantitative Easing (QE).

Une PMNC est mise en place par une BC quand la politique monétaire conventionnelle ne permet plus à cette BC de transmettre sa politique monétaire. Les instruments de politiques monétaires conventionnelles sont les taux directeurs, les réserves obligatoires et les opérations d'open market. Par contre, ceux des PMNC sont la forward guidance, les taux en territoires négatifs et l'assouplissement quantitatif. De plus, ces PMNC sont souvent des mesures prises dans l'urgence à l'exemple de la crise financière de 2008 et la crise du COVID-19.

Le choc financier majeur, comme celui que le monde a connu en 2008, fait planer deux menaces sur l'économie : un fort ralentissement de l'activité économique dû à un

effondrement de la demande d'une part et le déclenchement d'une spirale déflationniste résultant de l'alourdissement de la charge supportée par les agents économiques endettés de l'autre. Dans ces conditions, la baisse des taux directeurs, pour maintenir la demande globale et empêcher le niveau général des prix de baisser, est une nécessité.

Depuis la crise financière de 2008, la Banque Centrale Européenne (BCE) a introduit des mesures de PMNC suite à des anticipations d'inflations bien inférieures à l'objectif d'inflation à moyen terme de 2%. Ces mesures comprennent des taux négatifs, des prêts sur le marché avec des montants plus élevés qu'avant la crise financière aux banques commerciales à court et à moyen terme, un accroissement du bilan de la BCE et un assouplissement quantitatif.

Tout au long de la crise, la BCE a été en première ligne. Tout comme les autres grandes banques centrales (la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon, et la Federal Reserve américaine – la Fed), elle s'y est retrouvée à partir d'août 2007, à la suite des turbulences suscitées par la crise des subprime, puis, à partir de septembre 2008, avec l'intensification de la crise financière après la faillite de Lehman Brothers. De manière plus spécifique, elle y a été maintenue, à partir de mai 2010, quand des tensions sont apparues sur le marché des obligations d'État de la zone euro avec la crise de la dette souveraine. À ces chocs financiers, elle a répondu par une action conventionnelle, qui s'inscrit dans la continuité de celle qu'elle avait menée auparavant. Elle l'a accompagnée d'une action non conventionnelle, prenant des mesures sans précédent. Elle s'est efforcée de distinguer clairement l'une de l'autre en soulignant que l'ensemble de son action était organisé selon un principe de séparation, ses deux dimensions conventionnelle et non-conventionnelle étant parfaitement indépendantes.

Au début de 2020, une nouvelle infection virale baptisée « COVID-19 » a ébranlé le monde. Eu égard à sa propagation, l'Organisation mondiale de la santé (OMS) lui a attribué le statut de pandémie le 11 mars. Cette maladie a provoqué, à tout le monde, un triple choc sanitaire, financier et économique, déclenchant l'une des plus profondes crises observées dans l'histoire. Les gouvernements du monde entier ont rapidement adopté des mesures sans précédent pour lutter contre l'épidémie, s'attachant en priorité à contenir le virus, avant de s'atteler dans la foulée, aux côtés des banques centrales et des autorités de surveillance, à limiter la panique financière et les retombées économiques. Les pays ont donc imposé des mesures de confinement radicales, qui ont permis de ralentir la transmission de la maladie, mais ont également conduit à une chute brutale de l'activité économique dans la zone euro

comme ailleurs. La BCE, était encore une fois dans l'obligation d'appliquer la PMNC pour contenir les conséquences néfastes de cette crise.

C'est en considération de l'importance et l'impact qu'on causées la crise financière de 2008 et la crise sanitaire du COVID-19 que nous avons décidé d'étudier ce thème de recherche : **Analyse des politiques monétaires non conventionnelles menées durant la crise financière de 2008 et la crise du COVID-19 par la Banque Centrale Européenne**, d'où la problématique qui se base sur la question de recherche principale suivante :

- **Quelles sont les mesures monétaires non conventionnelles définis par la BCE dans la gestion de la crise financière de 2008 et celle du COVID 19 ?**

**Dans cette problématique générale on peut soulever les questions auxiliaires suivantes :**

- **En quoi consiste la politique monétaire non conventionnelle et quels sont ses instruments ?**
- **Et qu'en est-il de l'impact de ces crises sur l'économie de l'Union Européenne**

Afin de répondre aux questions déjà posées, nous avons opté pour une étude descriptive en se basant sur la recherche documentaire et l'analyse des données chiffrées tirées des sites internet. .

Nous avons, de ce fait, structuré notre travail en trois chapitres. Le premier est consacré à l'exposition des notions de base relatives à notre objet d'étude, le deuxième s'intéresse à l'aperçu sur la PMNC et enfin le dernier chapitre est consacré aux PMNC menées durant la crise financière de 2008 et la crise du COVID-19 par la BCE.

*Chapitre I : Aspect théorique  
et conceptuel de la politique  
monétaire*

La pratique de la politique monétaire a fortement progressé au cours de ces vingt dernières années du fait que cette politique et son dispositif institutionnel ne sont guère dissociables de leur contexte économique et social. En effet, la politique monétaire se définit comme étant l'ensemble des différents moyens utilisés par toute autorité monétaire, la banque centrale, afin d'influencer la conjoncture et l'activité économique.

De ce fait, l'objectif principal de la politique monétaire, en général, est d'avoir, en toute circonstance, une stabilité des prix qui représente un élément primordial de toute expansion économique, en faisant en sorte de réaliser d'autres objectifs intermédiaires. Dans ce chapitre nous allons étudier les différentes formes de la politique monétaire conventionnelle

## **Section 1 : Généralités sur la politique monétaire**

La politique monétaire a évolué avec une avance évidente dans le monde. Elle s'est formée comme une des alternatives de la politique économique afin d'atteindre certaines cibles macroéconomiques comme, par exemple, la stabilité des prix, une croissance économique suffisante, un taux de chômage proche du taux du chômage naturel, une balance des paiements équilibrée, un taux de change stable, etc. Certaines de ces cibles font partie du carré dit magique.

Dans le but d'atteindre les différents objectifs, les autorités monétaires utilisent des instruments directs et indirects sans négliger que les différentes actions entreprises bien qu'elles soient efficaces présentent quelques limites.

### **I.1.1. Définition de la politique monétaire**

La politique monétaire est un instrument de la politique économique, à côté de la politique budgétaire et de la politique de change, elle consiste à fournir les liquidités nécessaires au bon fonctionnement et à la croissance de l'économie tout en veillant à la stabilité de la monnaie. Cela veut dire que la quantité de monnaie en circulation dans une économie ne doit pas être trop faible, car les agents économiques seront alors obligés de limiter leurs activités économiques (consommation, production, investissement, etc.)

A l'inverse, une quantité de monnaie trop abondante met à la disposition des agents un pouvoir d'achat bien supérieur à la quantité des biens disponibles, ce qui peut provoquer une

hausse des prix (inflation).<sup>1</sup> En outre, la politique monétaire est un ensemble de mesures prises par les autorités monétaires, et notamment la BC, visant à faire varier la quantité de monnaie présente dans l'économie afin d'agir indirectement sur la valeur de la devise nationale, sur la production, l'investissement, la consommation et l'inflation.<sup>2</sup>

De ces définitions, se dégage l'idée que la politique monétaire correspond à la façon dont les autorités monétaires, décident d'utiliser la masse monétaire en circulation, notamment les taux d'intérêts, afin de réduire au mieux la hausse des prix et la dévaluation de la monnaie, et de favoriser la croissance

Pour Jean-Luc BAILLY, la politique monétaire est « l'ensemble des actions développées par une BC et/ou un gouvernement pour influencer le niveau d'activité économique et maintenir la stabilité des prix grâce à la régulation de la quantité et du coût de la monnaie»<sup>3</sup>.

Pour ce qui est de la politique monétaires conventionnelle, il s'agit de l'ensemble des mesures de politique monétaire qui sont permises par les outils dont la banque centrale dispose par défaut. Elle passe notamment par la manipulation des taux directeurs. Cette politique est mise en œuvre principalement en faisant baisser les taux directeurs de la BC, ou par des politiques d'achat d'actifs. Cette politique est notamment menée dans un contexte d'inflation faible et de chômage important, ou de crise économique importante.

### I.1.2. Objectifs

Les objectifs de la politique monétaire sont ceux de toute politique économique qui sont la croissance (avec un niveau satisfaisant de moyens de paiement en circulation dans l'économie) et la stabilité interne de la monnaie (afin d'éviter l'inflation)<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup>CAPUL. J, « L'économie et les sciences sociales de A à z », 2005, Paris, p223,

<sup>2</sup><https://www.vie-publique.fr/fiches/270253-quest-ce-quune-politique-monetaire>, consulté le 25/05/2022 à 19h30

<sup>3</sup>BAILLY. J, « Economie monétaire et financière », Ed Bréal, 2ème Ed, 2006, Paris, p 217.

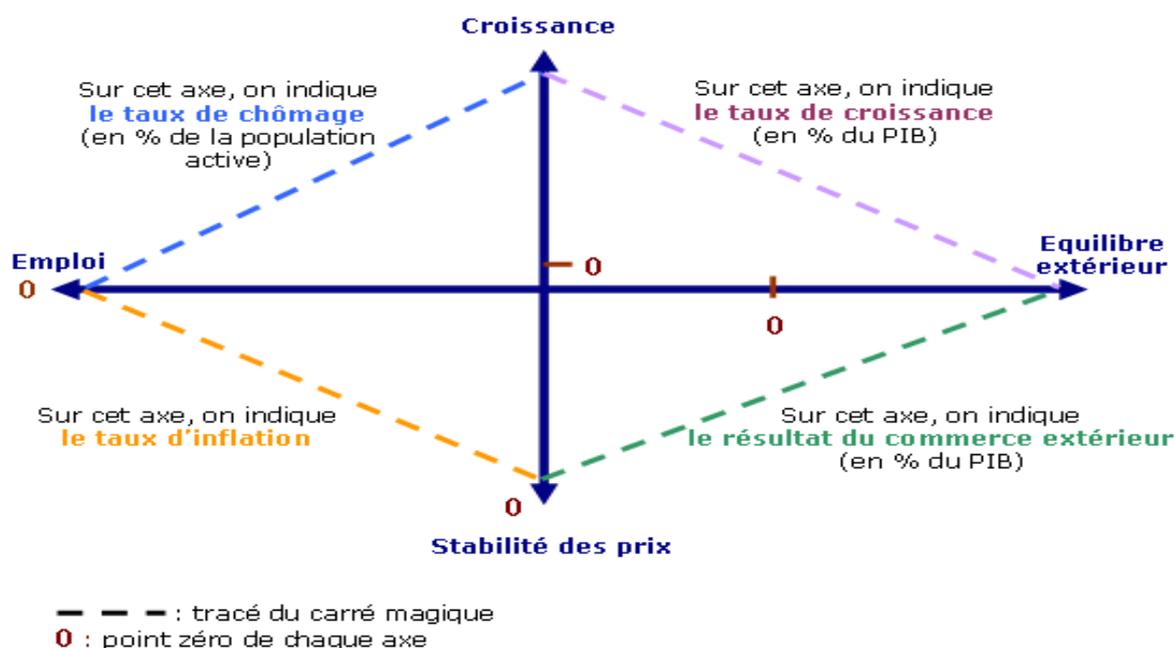
<sup>4</sup>DIATKIN.S, «monnaie et politique monétaire», 1994, Paris, p 62.

### I.1.2.1. Les objectifs finaux

Les objectifs finaux de la politique monétaire sont des variables économiques que les autorités cherchent à atteindre. Généralement, ils sont les mêmes que ceux de la politique économique qui sont difficiles à réaliser simultanément, ces objectifs sont représentés graphiquement par ce qu'on appelle le « carré magique » de Nicholas Kaldor, qui réunit : le plein emploi, la stabilité des prix, la croissance économique et l'équilibre extérieur. Ce carré est qualifié de carré magique car il est irréalizable dans la réalité, c'est difficile d'atteindre les quatre objectifs simultanément.

C'est l'économiste britannique Nicholas Kaldor (1908-1986) qui est à l'origine de cette théorie. Le carré magique est une représentation graphique de la santé économique d'un pays. Ce graphique présente les quatre grands objectifs de la politique économique conjoncturelle d'un pays qui sont :

**Figure I-1 carré magique de Nicholas Kaldor**



Source <https://www.glossaire-international.com/pages/tous-les-termes/carre-magique-kaldor.html>

**a. La croissance<sup>5</sup>**

La croissance correspond à la variation positive de l'activité d'un pays, qui s'analyse par une évolution des prix, de la production des biens et services, ainsi que des revenus. Pour mesurer la croissance, l'indicateur le plus utilisé est le produit intérieur brut (PIB).

**b. Le plein emploi des facteurs de production<sup>6</sup>**

Le terme « plein emploi » décrit une situation de l'économie dans laquelle d'une part, toute personne désirant travailler occuperait effectivement un emploi, et d'autre part toutes les capacités matérielles de production seraient utilisées. On distingue ainsi le plein emploi des hommes ou de la main d'œuvre, du plein emploi du capital ou des équipements (moyens de production). l'idéal est un taux de chômage nul.

**c. L'équilibre extérieur de la balance commerciale<sup>7</sup>**

Le solde de la balance commerciale est la différence entre la valeur des exportations et des importations de biens. Lorsque la valeur des exportations est supérieure à celle des importations, la balance commerciale est dite excédentaire. À l'inverse, lorsque la valeur des exportations est inférieure à celle des importations. La balance commerciale est dite déficitaire.

**d. La stabilité des prix<sup>8</sup>**

La stabilité des prix est la situation dans laquelle les prix sont maintenus ou augmentent à un certain niveau considéré comme adéquat pendant un certain temps.

La stabilité des prix permet d'assouplir les politiques monétaires pour contrôler l'inflation et l'expansion du crédit, afin qu'il y ait plus de monnaie en circulation et que l'économie puisse mieux fonctionner et que des emplois soient créés à un rythme plus élevé. La maîtrise de l'inflation est nécessaire pour les Banques Centrales car elle peut provoquer une hausse des taux d'intérêt nominaux, augmentant le coût d'opportunité d'avoir de l'argent.

---

<sup>5</sup><https://www.gouvernement.fr/la-croissance>, consulté le 26/05/2022 à 11h00

<sup>6</sup><http://www.alternatives-economiques.fr/un-emploi-pour-tous- fr art 875 45451.html>, consulté le 26/05/2022 à 14h25

<sup>7</sup><https://www.vie-publique.fr/fiches/270049-balance-commerciale-et-balance-des-paiements>, consulté le 27/05/2022 à 18h15

<sup>8</sup><https://economy-pedia.com/11030515-price-stability>, consulté le 27/05/2022 à 18h45

Si le taux idéal de l'inflation est « 0 », une faible inflation ne va pas nuire à l'économie. Dans l'Union Européenne (UE), le taux d'inflation toléré par la BCE, est de 2 %.

### **I.1.2.2. Objectifs intermédiaires**

Les objectifs intermédiaires sont des variables monétaires servant de cibles aux autorités monétaires, ils permettent à celles-ci de renforcer le contrôle monétaire. Ces objectifs s'articulent de manière satisfaisante entre les instruments de la politique monétaire et ses objectifs finaux. Les principaux objectifs intermédiaires sont : les objectifs quantitatifs (les agrégats de monnaie et de crédit), les objectifs de taux d'intérêt, et les objectifs de change.

#### **a. Les objectifs quantitatifs<sup>9</sup>**

Les objectifs quantitatifs portent sur l'évolution des agrégats monétaires c'est –à-dire sur les différents indicateurs de la masse monétaire en circulation dans l'économie. On distingue les agrégats M1, M2, M3 et M4.

M1, qui est la somme des billets et monnaie divisionnaire en circulation hors des banques et les dépôts à vue ;

M2, qui est égale à M1 plus les placements à vue ;

M3, qui est égale à M2 plus les placements à échéances et les dépôts en devises ; et

M4, qui est égale à M3 plus les billets de trésoreries et les bons du trésor négociables.

La maîtrise de la croissance de la masse monétaire constitue l'un des objectifs privilégiés des monétaristes, il faut que la croissance de la masse monétaire soit égale au taux de croissance de l'économie réelle pour éviter toute tension inflationniste. L'objectif consiste donc, pour les autorités monétaires à fixer un taux de croissance pour l'augmentation annuelle de la masse monétaire (par exemple la BCE a fixé un taux de croissance de 3% pour l'agrégat M2).

Durant l'année, les autorités devront donc utiliser tous les instruments de la politique monétaire qui sont à leur disposition pour que la masse monétaire ne dépasse pas le taux fixé

---

<sup>9</sup>CAPUL. J, *Op, Cit, 2005, Paris, P225*

### b. Objectifs des taux d'intérêt<sup>10</sup>

Selon les keynésiens, un niveau faible des taux d'intérêt accroît l'investissement et lorsque le niveau des taux est élevé alors l'investissement baisse. Ainsi, lorsque les autorités veulent stimuler l'investissement, ils baissent les taux d'intérêt. Ils l'augmentent s'ils sont pour l'épargne.

Les monétaristes ne partagent pas cette conception des taux d'intérêt. Pour eux, la détermination de taux d'intérêt doit dépendre de la loi de l'offre et de la demande sur le marché monétaire et sur le marché des biens et services. Une telle stratégie n'est utilisée que dans une économie libéralisée. Dans la libéralisation financière, les autorités monétaires ne fixent pas à l'avance le niveau de taux d'intérêt. Le prix de la monnaie (le taux d'intérêt) et la quantité de la monnaie (masse monétaire) sont étroitement liés.

En outre, le taux d'intérêt peut avoir pour fonction d'assurer l'équilibre extérieur, en créant un différentiel d'intérêts avec l'étranger, ce qui entraînerait une variation des flux des capitaux étrangers.

### c. Objectifs de taux de change<sup>11</sup>

Les objectifs de change ont pris depuis quelques années une place très importante. Les autorités monétaires peuvent utiliser les instruments monétaires pour atteindre un certain niveau de taux de change de la monnaie nationale sur le marché des changes. Un pays peut rechercher une dépréciation de sa monnaie pour relancer ses exportations ou, au contraire, une appréciation de sa monnaie (s'il veut bénéficier d'une désinflation importée avec la baisse des prix de ses importations). Cette politique de maîtrise de taux de change peut d'ailleurs s'inscrire parfois dans un contexte de changes fixes ou d'accords de change.

---

<sup>10</sup> [https://www.senat.fr/eco/ec-04/ec-04\\_mono.html](https://www.senat.fr/eco/ec-04/ec-04_mono.html) consulté le, consulté le 06/07/2022 à 23h22

<sup>11</sup> GUENDOUZI. B, « Relations économiques internationales », 2008, Paris, P 93

### I.1.3. Les types de politiques monétaires

Les économistes des banques centrales se fondent sur un certain nombre de données macroéconomiques pour prendre des décisions de politique monétaire. Deux grands types de politiques sont mises en œuvre selon le contexte<sup>12</sup> :

- Politique monétaire expansionniste (dite de relance) ;
- Politique monétaire restrictive.

#### a. Les politiques expansionnistes

Les politiques expansionnistes, qui créent des conditions favorables à l'obtention de crédits afin d'encourager l'investissement et la consommation des ménages et des entreprises. Cette politique est mise en œuvre principalement en faisant baisser les taux directeurs de la BC, ou par des politiques d'achat d'actifs. Cette politique est notamment menée dans un contexte d'inflation faible et de chômage important, ou de crise économique importante.

Une politique expansionniste peut aider l'économie à se redresser lorsque les marchés financiers et monétaires sont en crise et risquent de mettre en péril le système économique d'un pays. Il permet également à l'État d'affirmer son rôle d'autorité et d'assurer un certain équilibre et une stabilité des prix à court terme.

Lorsque l'État dépense de l'argent dans les services publics, pour la construction d'infrastructures publiques par exemple, cela relève d'une politique expansionniste qui vise à créer des emplois et injecter du capital dans l'économie pour la redynamiser et obtenir un effet de levier.

#### b. Les politiques restrictives

Les politiques monétaires restrictives sont adoptées pour lutter contre un taux d'inflation trop élevé. Un taux d'inflation trop élevé est synonyme de perte de pouvoir d'achat pour les ménages et affaibli la monnaie sur le marché des changes. Une inflation durablement élevée risque même de provoquer une perte de confiance dans la monnaie. Une politique restrictive consiste à augmenter le taux d'intérêt directeur et à réduire la masse monétaire en circulation.

---

<sup>12</sup><https://blog.nalo.fr/lexique/la-politique-monetaire>, consulté le 12/07/2022 à 09h45

Le principal instrument dont dispose la BC pour appliquer une politique monétaire restrictive, c'est d'augmenter les taux directeurs. Cela a pour effet de ralentir les octrois de crédit aux agents économique, le coût du crédit étant plus élevé. C'est donc un moyen pour ralentir l'expansion de la masse monétaire et donc de lutter contre l'inflation.

Pour mener une politique monétaire restrictive, la BC peut également augmenter le taux de réserves obligatoires. De ce fait, les banques commerciales doivent déposer auprès de la banque centrale une plus grande partie de leurs dépôts. Les banques commerciales peuvent alors accorder moins de crédits aux agents économiques.

Une politique monétaire restrictive peut trop bien fonctionner et conduire à un ralentissement de l'activité économique, voir à une récession. En effet, si la hausse des taux d'intérêts est trop forte, cela peut engendrer une chute brutale de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises (hausse du coût du crédit). Tout l'enjeu d'une politique monétaire restrictive est donc de trouver le bon dosage pour à la fois stopper la croissance de l'inflation mais sans trop affecter le niveau de l'activité économique.

L'autre risque d'une politique monétaire restrictive c'est la dégradation notable de la balance du commerce extérieure. En effet, si le taux d'inflation chute, cela peut conduire à une forte appréciation de la monnaie sur le marché des changes et donc à plus faible compétitivité des biens et services à l'étranger. Si l'activité économique du pays est dépendante des exportations, alors la croissance économique peut ralentir fortement.

## Section 2 : Les instruments de politique monétaire conventionnelle

Une référence est faite aux instruments traditionnels ou classiques employés au jour le jour pour l'obtention des objectifs fixés. Ces instruments inclus, l'opération de réescompte, l'opération d'open market, l'encadrement du crédit, la fixation des taux d'intérêt directeur et enfin les réserves obligatoires.

### I.2.1. Le réescompte

Le réescompte constitue le premier moyen de refinancement des banques secondaires auprès de la BC à taux connu à l'avance. Il est à l'initiative des banques commerciales.

#### I.2.1.1. Définition du réescompte

Le réescompte est une opération par laquelle une banque va procéder à la cession d'effets qu'elle détient à la BC afin d'avoir des liquidités. Le réescompte est rendu nécessaire par les crédits octroyés par une banque et les ressources ainsi immobilisées. Il est l'un des moyens d'intervention d'une BC sur le volume et l'évolution de la monnaie et du crédit.

Le taux d'escompte peut être un taux directeur, car ses variations en hausse ou en baisse influencent dans le même sens sur les autres taux d'intérêts qui lui sont liés. Parmi ses taux, on peut citer le taux appliqué par la banque à ses clients, le taux appliqué par le client de la banque aux autres, etc.<sup>13</sup>

#### I.2.1.2. Les inconvénients du réescompte

Lorsque la technique du réescompte est la seule voie de refinancement, l'application d'un plafond d'escompte est un système brutal qui risque de provoquer une crise de liquidité du système bancaire. C'est pourquoi, les autorités monétaires utilisent un réescompte supplémentaire avec un taux d'intérêt plus élevé et pénalisateur appelé « taux d'enfer ».

Ainsi, une hausse du taux de réescompte va se répercuter sur une élévation des taux d'intérêt débiteurs et la baisse des crédits. Si les entreprises n'ont pas d'autres sources de

---

<sup>13</sup> CAPUL. J, *Op, Cit, 2005, Paris, P249*

financement autres que les crédits bancaires, elles verront leur activité de production diminuer, ce qui va pénaliser l'activité économique.

Enfin, le réescompte présente l'inconvénient de faire jouer aux autorités monétaires un rôle purement passif : au taux qu'elle a fixé, la BC est obligée de procurer au système bancaire la liquidité qu'il réclame et ne peut retirer de la monnaie centrale sur le marché.

### **I.2.2. L'open market**

L'open market constitue le deuxième moyen de refinancement des banques auprès de la BC sur le compartiment du marché monétaire qui est le marché interbancaire. Il est à l'initiative de la BC.

#### **I.2.2.1. Définition de L'open market**

Le marché monétaire est un marché de capitaux à court et moyen terme (par opposition au marché financier de capitaux à long terme), il comprend deux compartiments le marché interbancaire et le marché des titres courts. Le marché monétaire assure la rencontre des offres et des demandes de monnaie, ce sont donc les banques qui s'y échangent quotidiennement leurs excédents et leurs déficits de trésorerie (c'est la compensation interbancaire).<sup>14</sup> Les opérations d'open market permettent à la BC de réduire ou d'augmenter les réserves bancaires en vendant ou en achetant des obligations d'État ou des titres. Ces opérations constituent un instrument de politique monétaire dans des pays dotés des marchés financiers développés.<sup>15</sup>

#### **I.2.2.2. Les avantages de l'open market**

La technique de l'open-market présente l'avantage d'être une procédure directe de marché, car la BC intervient comme n'importe quel agent et peut ajuster ses interventions en déterminant à la fois les montants et le moment. Elle est réversible, car les autorités peuvent fournir ou retirer des liquidités sur le marché monétaire. Enfin, c'est une procédure à la discrétion de la BC d'où une souplesse d'utilisation.

---

<sup>14</sup>DELAPLACE. M, « Monnaie et financement de l'économie », Ed Dunod, Paris, 2003, P131, P183

<sup>15</sup><http://www.bceao.int>, « politiques monétaires et marchés », consulté le 30/05/2022 à 14h53

### **I.2.2.3. Les inconvénients de l'open market**

L'action de la BC sur le marché monétaire par le biais de l'open market en vue de restreindre ou d'accroître la liquidité bancaire peut être inefficace. L'augmentation du volume de la liquidité bancaire par la BC, dans le souci de relancer l'activité économique, peut être mise en échec si les banques commerciales utilisent le supplément de liquidités pour accorder des crédits. De même, l'action restrictive sur la liquidité bancaire.

### **I.2.3. Les réserves obligatoires**

Les réserves obligatoires sont des dépôts non rémunérés que chaque banque d'un pays ou d'une zone monétaire doit effectuer sur son compte à la BC dont elle dépend.

Les réserves obligatoires constituent un système de sécurité du système financier international. Ce sont des fonds que les banques généralistes et les établissements qui accordent des crédits doivent déposer auprès de leur BC. Le montant des réserves obligatoires dépend de la politique monétaire des pays.

Lorsqu'une BC veut restreindre l'accès au crédit, elle exige un pourcentage plus élevé de l'encours des instruments financiers à maturité inférieure à deux ans, et inversement. Peut-être aussi mise en échec si les banques commerciales ont d'autres sources de refinancement et des possibilités de réescompte auprès de la banque centrale.

### **I.2.4. L'encadrement du crédit**

L'encadrement de crédit est une mesure réglementaire imposée aux banques qui doivent alors respecter certain pourcentage d'augmentation annuelle des crédits qu'elles distribuent. D'une année à une autre, le total des crédits distribués ne doit pas augmenter d'un taux de pourcentage. En cas de dépassement, les banques sont soumises à des sanctions (en particulier, la monnaie banque centrale, dont elles ont besoin, leur coûtera plus cher).

Les banques limitent alors la distribution des crédits aux différents agents de l'économie, la création monétaire est ralentie. Cette méthode permet de contrôler la création monétaire sans manipuler les taux d'intérêt. Elle repose sur un mécanisme de rationnement des quantités (crédits) plutôt que sur les variations de prix (taux d'intérêt). L'avantage

principal de l'encadrement de crédit est certainement son efficacité pour agir sur les quantités sans pour autant entraîner de fortes variations des taux d'intérêt.

En plus de l'encadrement du crédit, les autorités monétaires disposent de la politique des électivité de crédit qui vise à orienter les crédits vers les domaines d'activité que l'État souhaite voir se développer d'une manière prioritaire (exportation, logement, agriculture par exemple), en proposant des taux bonifiés ou des avantages fiscaux.

Toutefois, cette technique en matière de politique économique s'avère efficace en favorisant le développement de certains secteurs mais ne permet pas de contrôler la croissance de la quantité de monnaie en circulation.

### **I.2.5. Les taux d'intérêts directeurs**

Le taux directeur est le taux d'intérêt fixé par une BC. Les taux directeurs sont les taux d'intérêt au jour le jour fixés par la banque centrale d'un pays ou d'une union monétaire, et qui permettent à celle-ci de réguler l'activité économique.

Le taux directeur aura un impact sur le taux d'intérêt appliqué aux consommateurs car les banques commerciales modifient leurs taux d'intérêt en fonction des changements effectués par les banques centrales. Si une BC augmente son taux directeur, les banques commerciales augmentent leurs taux d'intérêt et l'emprunt devient plus coûteux. Si le taux directeur baisse, les banques commerciales baissent leurs taux d'intérêt et les dépenses devraient augmenter<sup>16</sup>.

Dans ce cas on peut citer trois taux directeurs<sup>17</sup> :

#### **I.2.5.1 Le taux de refinancement**

Le taux de refinancement, également appelé " taux de refi ", est le taux d'intérêt des liquidités empruntées par les banques commerciales.

---

<sup>16</sup><https://www.ig.com/fr/glossaire-trading/taux-directeur-definition#information-banner-dismiss> consulté le 19/07/2022 à 21h07

<sup>17</sup><https://www.bforbank.com/bourse-pea/taux-directeurs.html> consulté le 19/07/2022 à 21h27

Le taux de refinancement est le principal outil de la politique monétaire des banques centrales pour influencer le volume des crédits dédié à l'économie. En effet, les banques commerciales qui souhaitent augmenter leurs crédits à destination des ménages et des entreprises deviennent emprunteuses aux taux de refinancement. Pour préserver une marge d'intérêt, elles prêtent à leurs clients à un taux plus élevé que celui de leur emprunt auprès de la BC.

Ainsi :

- si le taux de " refi " baisse, la demande de crédit est stimulée car les clients seront attirés par les taux plus faibles pratiqués alors par les banques commerciales ;
- à l'inverse, la demande de crédit fléchit en cas de hausse du taux de " refi ".

Les mouvements de taux directeurs affectent donc directement les taux dont les particuliers bénéficient pour leurs crédits immobiliers ou à la consommation.

### **I.2.5.2 Le taux de facilité de dépôt**

Le taux de rémunération des dépôts, ou taux de la facilité de dépôt, est le taux d'intérêt fixé par la BC auquel sont rémunérés les dépôts que placent les banques et autres établissements financiers auprès de la BC.

Pour inciter les banques à prêter plus (et ainsi stimuler la croissance), BC peut baisser son taux de rémunération des dépôts ; pour freiner l'inflation (et ainsi refroidir la machine économique), la BC peut augmenter son taux de rémunération des dépôts.

En effet, si le taux de rémunération des dépôts est inférieur au taux du marché, cela incite les banques à utiliser leurs liquidités excédentaires pour prêter. S'il est supérieur au taux du marché, les banques commerciales sont incitées à déposer leur argent.

### **I.2.5.3 Le taux de prêt marginale**

Le taux d'escompte est le taux d'intérêt auquel les banques commerciales empruntent des liquidités, en apportant, en garantie, des créances (billets de trésorerie, certificat de dépôts, etc.) qu'elles détiennent. A la différence d'un emprunt classique, les intérêts sont déduits du versement initial. On parle de taux d'escompte pour la Réserve fédérale américaine (FED) et de taux du prêt marginal pour la BCE.

En modifiant sa politique de taux d'escompte, une BC influencera comme dans le cas du taux de refinancement, la demande de crédit des clients des banques commerciales.

On peut donc dire que la BC est chargée de la conduite de la politique monétaire. Elle met en œuvre différentes actions afin d'atteindre les objectifs finaux qu'elle s'est fixée. Pour parvenir à réaliser ses objectifs, elle fixe les objectifs intermédiaires. Par la suite, elle complète son action par un ensemble d'instruments. Ces actions influent sur les objectifs finals au travers ces derniers. L'importance de ces instruments varie en fonction des objectifs fixés par la BC.

### **Section3 : Les canaux de transmission de la politique monétaire conventionnelle.**

L'objectif principal de la politique monétaire est la stabilité des prix. Pour l'atteindre, la BC dispose de différents outils. Le plus traditionnel est le taux directeur : le taux d'intérêt auquel elle prête aux banques commerciales. Pour contenir l'inflation, la BC augmente son taux directeur. Si elle souhaite que les prix augmentent, elle baisse son taux directeur. Mais comment la décision de la BC se transmet-elle à l'économie ? Les mécanismes qui interviennent entre l'action de la BC et les effets de cette action sur les prix s'appellent les mécanismes de « transmission de la politique monétaire ». Il en existe quatre « canaux de transmission »<sup>18</sup>

#### **I.3.1. Le canal des taux d'intérêt**

Le canal des taux d'intérêt permet d'influer sur les taux d'intérêt de l'économie, notamment ceux des crédits bancaires. Lorsque la BC augmente son taux directeur, les banques commerciales répercutent cette augmentation sur les taux d'intérêt des crédits

---

<sup>18</sup>[https://abceconomie.banquefrance.fr/sites/default/files/medias/documents/abc\\_transmission\\_politique\\_monetaire.pdf](https://abceconomie.banquefrance.fr/sites/default/files/medias/documents/abc_transmission_politique_monetaire.pdf) consulté le 10/07/2022 à 13h02

qu'elles accordent à leurs clients. Le coût de l'emprunt s'accroissant, les agents économiques empruntent moins, ce qui freine leur consommation et leurs investissements. L'activité économique ralentit, l'inflation diminue.

### **I.3.2. Le canal des anticipations**

Le canal des anticipations permet, grâce à une action claire et crédible de la BC, d'aider les entreprises et les ménages à anticiper correctement les évolutions futures des taux d'intérêt et à adapter en conséquence leurs décisions économiques.

### **I.3.3. Le canal des prix d'actifs**

Le canal des prix d'actifs consiste en l'effet d'une variation des taux d'intérêt sur le prix de certains actifs. Par exemple, une baisse du taux directeur rend les produits financiers dont l'évolution est liée aux taux d'intérêt comme les obligations moins attractifs. Les investisseurs vont alors se rabattre sur d'autres actifs, comme les actions, dont le cours va alors monter. Les détenteurs de ce type de titres financiers vont donc voir leur richesse s'accroître, ce qui les pousse à augmenter leur consommation.

### **I.3.4. Le canal du taux de change**

Le taux de change, c'est le prix d'une monnaie par rapport aux monnaies étrangères. Dans le cas d'une baisse du taux directeur, donc des taux d'intérêt, les dépôts dans cette monnaie nationale deviennent moins attractifs pour les investisseurs étrangers, entraînant une baisse du taux de change. Le prix des produits importés augmente alors, ce qui tend à accroître l'inflation.

Compte tenu de l'internationalisation croissante de l'économie américaine et du passage aux taux de change flexibles, on s'est davantage intéressé à la transmission de la politique monétaire à travers l'influence des taux de change sur les exportations nettes.

De fait, ce mécanisme de transmission est devenu une caractéristique des principaux manuels de référence en macro-économie, tout comme ceux portant sur la monnaie et le système bancaire. Ce canal fait également intervenir les effets du taux d'intérêt car la baisse des taux d'intérêt réels nationaux réduit l'attrait des dépôts nationaux en dollars par rapport

aux dépôts libellés en monnaies étrangères, ce qui entraîne une chute de la valeur des dépôts en dollars par rapport aux dépôts en devises, c'est-à-dire une dépréciation du dollar (figurée par  $E \downarrow$ ).

La dépréciation de la monnaie nationale abaisse le prix des biens nationaux par rapport aux biens étrangers, ce qui se traduit par une augmentation des exportations nettes ( $NX \uparrow$ ) et donc de la production globale. Par conséquent, le schéma du mécanisme de transmission de la politique monétaire par le canal du taux de change est le suivant :

$$M \uparrow \Rightarrow i r \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

$M \uparrow$  indique la conduite d'une politique monétaire expansionniste, qui aboutit à une baisse des taux d'intérêt réels ( $i r \downarrow$ ) ; celle-ci réduit le coût du capital, ce qui entraîne une augmentation des dépenses d'investissement ( $I \uparrow$ ) et, par là-même, un accroissement de la demande globale et de la production ( $Y \uparrow$ ).

Ce canal joue un rôle important dans la façon dont la politique monétaire affecte l'économie nationale.

On peut déduire de cette section que la transmission de la politique monétaire présentée dans cette dernière est d'une grande utilité pour aider les responsables de la politique monétaire à évaluer l'incidence de leurs actions sur l'économie. Ces informations sont non seulement intéressantes en elles-mêmes mais, comme nous l'avons vu, elles fournissent aux autorités monétaires d'importants éléments d'appréciation pour orienter leur politique et éviter au mieux les erreurs passées.

Pour conclure ce chapitre la politique monétaire est appliquée par les autorités publiques notamment la BC afin de réaliser d'une part, la croissance économique et les créations d'emplois à partir de la baisse des réserves obligatoires, l'achat des titres aux banques commerciale sur le marché monétaire et la baisse du taux directeur (taux d'intérêt des opérations principales de refinancements), et d'autre part la lutte contre l'inflation et la détérioration des soldes extérieurs et cela à partir de l'augmentation des réserves obligatoires, la vente de titre aux banques commerciale sur le marché monétaire et l'augmentation du taux directeur.

***Chapitre II : Aperçu  
sur la politique  
monétaire non  
conventionnelle***

Dans ce chapitre nous allons étudier les différentes mesures non-conventionnelles qui se traduisent par des mesures de politique monétaire temporaires dont l'objectif est le rétablissement des canaux de transmission de la politique monétaire et un soutien au crédit bancaire et à la liquidité sur le marché monétaire. Les mesures non-conventionnelles se regroupent en trois catégories<sup>1</sup>. En réponse aux turbulences de la crise financière, puis des dettes souveraines, la BCE recourt à ces mesures conventionnelles baptisées «politique de soutien renforcé au crédit.»Ce chapitre est divisé en trois sections et se présente comme suit :

## **Section 1 : Généralités sur la politique monétaire non conventionnelle**

Depuis la crise de 2007-2008, la plupart des pays développés à économie de marché ont mis en œuvre des politiques monétaires non conventionnelles. Cela signifie que, ne pouvant plus agir par la modification des taux d'intérêt directeurs, les banques centrales ont mis en œuvre pour l'essentiel une action par les quantités de monnaie centrale. Il en est résulté une augmentation très significative de la liquidité mondiale. Ce faisant, les banques centrales ont contribué de façon décisive à ce que les économies frappées par la crise des crédits subprimes ne soient précipitées dans la récession, la déflation et les faillites en cascade au sein du système bancaire et financier.

### **II.1.1. Définitions de la politique monétaire non conventionnelle <sup>19</sup>**

Une politique monétaire non conventionnelle est un ensemble de mesures prises par une BC pour mettre fin à une situation économique exceptionnelle. Les banques centrales utilisent ces mesures uniquement si les instruments conventionnels (taux directeurs, réserves obligatoires, opérations d'open market) de la politique monétaire ne réussissent pas à provoquer l'effet souhaité.

Les mesures de politiques monétaires non conventionnelles sont censées être temporaires. L'objectif est de palier à la défaillance des instruments conventionnels dans le contrôle de la masse monétaire pour à nouveau pouvoir influencer sur l'expansion du crédit. Le but final est que la BC ait à nouveau un impact sur la croissance économique, le taux d'inflation et la liquidité du marché.

---

<sup>19</sup> <https://www.cairn.info/revue-economie-et-prevision-2009-4-page-161.htm> consulté le 12/07/2022 à 23h54

Les outils de la politique monétaire non conventionnelle peuvent servir dans deux cas :

### **II.1.1.1. Risque de déflation**

L'exemple du Japon qui connaît une baisse des prix depuis plusieurs décennies est un exemple à éviter à tout prix pour les banques centrales. Il est en effet très difficile de s'en sortir de la déflation. Si le taux d'inflation reste proche de 0 trop longtemps ou que l'inflation est négative sur un trimestre, les banques centrales recourent souvent à des instruments de la politique monétaire non conventionnelle.

### **II.1.1.2. Crise économique majeure**

Pour retrouver rapidement le chemin de la croissance après une crise économique majeure (l'exemple de la crise des subprimes aux Etats Unis) ou en cas de récession prolongée (cas du Japon), les banques centrales sortent l'artillerie lourde pour tenter de soutenir l'activité économique et créer de l'emploi.

En conclusion Les PMNC sont définies comme un ensemble d'instruments, d'objectifs et de canaux de transmission (parfois) différents de ceux couramment employés. Cependant, les différences entre les politiques monétaires conventionnelles et non conventionnelles ne doivent pas être exagérées, les secondes ne sont souvent que des extensions des premières. Il existe moult déviations par rapport au triptyque conventionnel, qui varient en fonction de l'état de l'économie. C'est donc au pluriel qu'il faut parler des politiques monétaires non conventionnelles.

## **II.1.2. Histoire de son apparition <sup>20</sup>**

Au début des années 1990, l'éclatement de la bulle immobilière au Japon et l'insolvabilité de nombreux agents économiques en résultant a dégradé la situation financière de la plupart des banques japonaises. Le volume de crédits octroyés a d'ailleurs chuté drastiquement dès 1994 sous le montant des remboursements des prêts déjà accordés. L'impact sur l'activité économique a été sévère. Le taux de croissance, de 1991 à 2002, a

---

<sup>20</sup>[https://abc-economie.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/l-eco-en-bref-politiques-monetaires-non-conventionnelles-2019-02-21\\_0.pdf](https://abc-economie.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/l-eco-en-bref-politiques-monetaires-non-conventionnelles-2019-02-21_0.pdf) consulté le 20/07/2022 à 19h44

notamment fluctué autour d'une valeur moyenne de 1% par an ; bien inférieure aux périodes de prospérités antérieures. Sur la période de 2000 à 2003, la déflation s'est installée durablement dans le pays, avec une inflation proche de -1% aggravant davantage la situation économique du pays.

Pour relancer l'activité dans le pays, les autorités monétaires japonaises, conduite par la Bank Of Japan (BOJ), ont adopté plusieurs politiques monétaires successives à l'initiative des premières applications de politiques non conventionnelles dans le monde (Oda et Ueda, 2005).

De 1995 à 1998, la réponse de la BOJ face à cette situation inquiétante a d'abord consisté, conformément à la règle de Taylor, à abaisser rapidement son taux directeur auxquels se refinancent les banques commerciales autour de 0,5% pour diminuer le coût d'accès à la liquidité ; permettant de relancer l'activité. En outre, cette décision a contenu les tensions du système financier générées par les faillites successives d'institutions financières.

A partir de 1999, la BOJ a adopté une politique d'ancrage des taux à long terme en annonçant sa conduite future quant à la fixation de son taux directeur. Elle s'engagea à le maintenir à des niveaux très faibles « jusqu'à ce que les risques déflationnistes soient dissipés ». Elle adopta en ce sens une préconisation Néo-Wicksélienne sur la conduite de la politique monétaire en période de crise. Cette politique fut levée au milieu de l'année 2000 après quelques signes de reprise de l'activité avant la survenue d'une nouvelle récession en 2001.

En Mars 2001, la BOJ modifia son approche et lança la première application des politiques d'assouplissement quantitatif. Son application a consisté à cibler une quantité importante de liquidité à diffuser en achetant directement aux banques des bons du trésor (JGBs) ; augmentant mécaniquement les réserves bancaires à son passif. L'offre de monnaie ainsi créé aurait ainsi permis d'influencer directement les taux d'intérêt pour l'école Monétariste.

En parallèle, elle s'est engagée à offrir autant de liquidité que nécessaire jusqu'à ce que le taux d'inflation reviennent à un niveau positif et soutenable. Elle communiqua par exemple en octobre 2003 son intention de « continuer de fournir de grande quantité de liquidité jusqu'à ce que l'inflation actuelle et future redeviennent proche de 0% ou plus ». Pour Woodford (2012), l'application de ces deux politiques non conventionnelles peut s'interpréter comme

des politiques complémentaires visant à crédibiliser l'engagement de la BOJ à maintenir ses taux directeurs faibles tout comme lors de sa politique en 1999.

Si lors de l'application de la QE entre 2001 et 2006, la BOJ a effectivement doublé le volume de sa base monétaire, principalement via l'achat de JGBs par Open Market en annonçant chaque augmentation au préalable, la courbe de rendement (yieldcurve) est bien restée relativement stable à des niveaux très bas.

Les taux à trois, cinq et dix ans, auxquels les agents non financiers opèrent leurs investissements productifs et immobiliers, ont tous diminué à cette période pour atteindre en moyenne des seuils respectifs de 0,25%, 0,6% et 1,25%.

Concernant les principales variables agrégées, l'inflation s'est stabilisée autour d'un niveau légèrement négatif à partir de 2003 avant de redevenir positif fin 2006. Par ailleurs, après la récession mondiale due à l'éclatement de la bulle internet en 2000, une reprise de l'activité fut observée au Japon avec une croissance moyenne de 2% entre 2002 et 2006 ; rétablissant un output gap enfin positif. Cependant, l'octroi de crédit a lui été retardée jusqu'en 2006, période à laquelle la BOJ décida enfin d'arrêter l'application de sa politique dites de « Revised version of the ZeroInterest Rate Policy » (RZIRP) mêlant QE et engagements de la BC sur ses taux directeurs.

Bien sûr, s'il y a bien eu une reprise de l'activité, celle-ci était loin de rétablir les niveaux de croissances exceptionnelles des années d'avant 1990. Toutefois, ces mesures ont permis de sortir le Japon d'une situation d'inefficacité de la politique monétaire jusque-là sans précédent.

Pour conclure sur ce point, on peut dire que le cas du Japon était unique au monde. Il permet entre autre d'évaluer aujourd'hui, avec un recul suffisant, l'impact des nouvelles politiques monétaires non conventionnelles d'assouplissement quantitatif (QE) et du contrôle des anticipations des agents économiques. Seulement, il est difficile de trancher sur la supériorité de l'une ou de l'autre forme de politique non conventionnelle. D'une part, le Japon a mené sa QE en parallèle d'une forward guidance rendant complexe l'évaluation des effets induits. D'autre part, il n'est pas certain que les politiques d'assouplissement ne fonctionnent pas dans un autre contexte ou dans une autre économie où les frictions des marchés sont différentes, accordant une légitimité aux analyses énoncées par les Monétaristes.

Enfin, cette efficacité souvent discutée des politiques non conventionnelles, notamment pour le cas Japonais, explique sans doute les raisons pour lesquelles les BC ont mariés ces deux types de politiques non conventionnelles lors de la crise des Subprimes en 2008. Elles ont ainsi mis toutes les chances de leur côté.

La crise financière globale de 2008 a ravivé l'intérêt de la communauté internationale pour le concept de liquidité. La faillite de la banque d'investissement américaine LehmanBrothers en septembre 2008 a conduit les grandes banques centrales à agir sur le coût de refinancement, ramené rapidement à zéro, limitant intrinsèquement leurs marges de manœuvre quant à un possible assouplissement monétaire supplémentaire par ce biais. Dans un contexte de graves dysfonctionnements des marchés, les autorités monétaires des grands pays n'ont pas eu d'autre choix que de mettre en place des mesures « non conventionnelles » de politique monétaire pour contrer les ruptures de liquidité sur les marchés de crédit. Ces mesures ont pris la forme de pilotage des anticipations des agents par l'annonce du maintien des taux de politique monétaire bas pour une longue période, par un assouplissement des conditions de crédit via notamment l'élargissement des collatéraux acceptés et enfin par un assouplissement quantitatif conduisant à un gonflement sans précédent des bilans des banques centrales et à l'explosion de la liquidité.

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 ».

Ces mesures non conventionnelles peuvent 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 efficace et transparente, la forward guidance, qui consiste à annoncer à l'avance les orientations de leurs futures décisions.

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 fournit à celles-ci des liquidités : c'est l'« assouplissement quantitatif » ou quantitative easing.

### II.1.3. Fondements des politiques monétaires non conventionnelles<sup>21</sup>

À la veille de la crise financière de 2007-08, les fondements intellectuels et empiriques de la politique monétaire conventionnelle paraissaient forts et leur implémentation robuste. L'objectif primordial de la politique monétaire était d'atteindre une inflation stable et faible. La stratégie privilégiée était alors le ciblage d'inflation et l'instrument le plus pratiqué était le taux directeur, en se focalisant plus sur le canal direct du taux d'intérêt, à travers lequel la Banque centrale influence les taux du marché monétaire à court terme, pour que ça se répercute sur les taux de biteurs pratiqués par les institutions bancaires, et ainsi soutenir le financement de l'activité économique.

Ainsi, durant les périodes économiques et financières normales, les Banques centrales régulent le marché monétaire en termes de liquidité et de taux interbancaire (généralement les taux au jour le jour). Afin de rendre cette politique efficace, les Banques centrales utilisent une variété d'instruments, tels que les opérations de refinancement, les facilités de dépôt, la réserve obligatoire, ou encore les opérations d'Open Market a travers ce cadre de politique monétaire, la fixation des taux directeurs par les Banques centrales s'effectuait judicieusement à l'aide des signaux d'une panoplie de variables macroéconomiques, d'une manière approximative à la règle de Taylor, selon laquelle les manipulations du taux d'interet se font en fonction de l'évolution du taux d'inflation et de l'écart de production.

---

<sup>21</sup> <https://abc-economie.banque-france.fr> consulté le 01/08/2022 à 19h44

L'ensemble de ces éléments résume l'essentiel de la politique monétaire conventionnelle dans les économies avancées. La conduite de cette politique a réussi à atteindre le premier objectif recherché, à savoir la maîtrise de l'inflation<sup>22</sup>.

## Section 2 : Les instruments de politique monétaire non conventionnelle

Les instruments de politique monétaire non conventionnels sont <sup>23</sup>:

### II.2.1. Opérations de réglage fin

L'objectif principal des opérations de réglage fin est de contrôler les taux d'intérêt en cas d'évolution accidentelle de la liquidité. Autrement dit, face à l'évolution inattendue de la liquidité, les opérations de réglage fin agissent.

Bien qu'ils fassent partie des instruments de base utilisés par une BC, leur utilisation est reléguée aux moments où quelque chose ne va pas. Par conséquent, bien que nous puissions les classer dans le cadre des mesures conventionnelles, elles s'intègrent mieux dans les mesures non conventionnelles.

Elles sont effectuées de manière ponctuelle en vue de gérer la situation de liquidité sur le marché et d'assurer le pilotage des taux d'intérêt, notamment pour atténuer l'incidence sur les taux d'intérêt de fluctuations imprévues de la liquidité bancaire. Les opérations de réglage fin prennent essentiellement la forme d'opérations de cession temporaire, mais peuvent également comporter des swaps de change ou des reprises de liquidité en blanc. Les instruments et procédures utilisés dans la conduite des opérations de réglage fin sont adaptés aux types de transactions et aux objectifs spécifiques visés dans le cadre de ces opérations.

### II.2.2. Opérations structurelles

Les opérations structurelles sont utilisées par la banque centrale pour ajuster sa position par rapport au secteur financier. Ils peuvent être réguliers ou non, selon les besoins de l'économie. Pour ce faire, la banque centrale effectue des opérations simples, opère avec des swaps de devises et achète ou vend de la dette sur le marché obligataire souverain.

---

<sup>22</sup><https://revues.imist.ma/index.php/FFI> consulté le 22/07/2022 à 19h41

<sup>23</sup><https://economy-pedia.com/11030303-unconventional-monetary-policy> consulté le 15/06/2022 à 12h57

Ces opérations sont réalisées sous forme d'opérations de cession temporaire ou d'émissions de certificats de dette du SEBC. Elles ont pour vocation d'agir durablement, si besoin est, sur la liquidité bancaire. Les opérations de cession temporaires peuvent servir à des apports de liquidités de longue durée au système bancaire et les émissions de certificats de dette, à accroître son besoin de refinancement.

### **II.2.3. Assouplissement quantitatif(ou quantitative easing, QE)**

Quantitative Easing, est un terme qui signifie « un assouplissement quantitatif ». Par conséquent, dans certains documents, il est abrégé en QE. Les mesures d'assouplissement quantitatif sont des mesures par lesquelles la BC propose une quantité illimitée de monnaie aux banques commerciales. La saturation de la demande de monnaie de celles-ci doit conduire à ce qu'elles dépensent les encaisses excédentaires, c'est-à-dire qu'elles octroient à nouveau des prêts bancaires aux ménages et aux entreprises. Ces mesures compensent les dysfonctionnements du canal du taux d'intérêt.

Les mesures d'assouplissement quantitatif sont plus agressives que les précédentes. Lorsque les taux d'intérêt sont déjà au minimum, les opérations d'open market ont peu d'effet. L'intention est donc d'assouplir la politique monétaire. En réalité, le QE est un prolongement des deux types d'opérations précédents. La différence réside dans le nom du parti (flexible). Lorsque l'assouplissement quantitatif est appliqué, ce qui se passe, c'est que les opérations de réglage fin et structurelles (même celles de la politique monétaire conventionnelle) deviennent plus flexibles. Des échéances plus longues sont appliquées, à un taux d'intérêt inférieur, plus fréquemment et, en général, à de meilleures conditions.

Dans le diagramme, nous indiquons que les opérations sont effectuées sur les marchés de la dette non souveraine. En fait, il existe également des opérations sur les marchés de la dette souveraine. Ce qui se passe, c'est que c'est une extension de ce qui précède.

Lorsqu'une politique d'assouplissement quantitatif est mise en place, la BC modifie son bilan en focalisant son action sur l'augmentation de son passif.

Tableau 1 Bilan de la banque centrale

Actif	Passif
+ Concours aux établissements de crédit (Open-Market, prêt etc.).	Billet en circulation.
Titres détenus fermement.	+ Avoirs des établissements de crédit (Réserves excédentaires et obligatoires).

Source : <https://www.ecb.europa.eu>

Dans cette opération, les banques commerciales mettent en pensions (repo) ou vendent des titres sûrs en échange de liquidité ; augmentant le compte des réserves des banques dans le passif de la BC.

#### II.2.4. Assouplissement qualitatif (Credit Easing ou bien le Qualitative Easing)<sup>24</sup>

L'assouplissement qualitatif (Qualitative Easing) désigne un type de politique monétaire de type non conventionnel par laquelle une BC rachète des titres de dette publique ou des créances de faible qualité et les échange contre de la monnaie ou contre des actifs de qualité. Cela permet à la BC de modifier la distribution des actifs en circulation sur les marchés, et ainsi d'aspirer des actifs toxiques qui pourraient mettre en danger le système.

L'assouplissement qualitatif consiste pour la BC à alléger les règles d'accès à ses opérations de refinancements bancaires, en élargissant la catégorie des actifs éligibles que les banques sont tenues de lui apporter en échange des liquidités fournies.

Les actifs négociables sont les actifs éligibles par excellence au refinancement de la BC. Il s'agit généralement d'obligations qui peuvent être vendues sur le marché financier, de faible risque et bénéficiant donc d'une bonne notation des agences de rating. Des actifs non négociables, essentiellement des crédits bancaires, sont aussi éligibles, dans la mesure où leur probabilité de défaut est considérée comme très faible. Certains crédits bancaires à de grandes entreprises non-financières, ainsi que les crédits aux États et aux institutions internationales et supranationales, tombent dans cette catégorie.

Le principe de limiter la liste des actifs éligibles à des actifs de faible risque revient à encourager les banques à adopter une gestion prudente de leur bilan. Sachant qu'elles

<sup>24</sup> <https://www.lafinancepourtous.com> consulté le 15/08/2022 à 19h41

n'auront pas accès aux liquidités si les actifs qu'elles présentent en garantie au refinancement de la BC sont peu négociables ou de notation médiocre, les banques auront tendance à limiter leurs investissements risqués.

De facto, un assouplissement des critères d'éligibilité conduira les banques à moins hésiter dans leur prise de risques, et donc à accorder davantage de prêts à des entreprises de taille moyenne ou petite.

### **II.2.5. Programme d'achat d'actifs**

C'est une extension du point précédent. Ceux-ci sont généralement connus ou appelés « Extension du programme d'achat d'actifs ».

Un principe fondamental est que la BC doit disposer de la marge de manœuvre nécessaire pour ajuster son taux direct de façon à s'acquitter de son mandat. Ce point est capital. Les banques centrales payent les actifs qu'elles achètent en émettant des réserves. Ces réserves supplémentaires sont susceptibles d'engendrer de fortes tensions inflationnistes sauf si la BC est en mesure de stériliser ses réserves en relevant son taux directeur à un niveau compatible avec la stabilité des prix.

Il existe un principe étroitement lié : tout achat par la BC doit relever de sa propre initiative et avoir pour but la réalisation des objectifs fixés dans son mandat (et non ceux du gouvernement). L'ampleur et la durée des achats d'actifs doivent être conformes à ces objectifs : si ces achats visent à assurer la stabilité financière, ils devraient normalement être faibles et progressivement abandonnés lorsque les tensions financières s'estompent, tandis que s'ils sont effectués pour soutenir l'économie, ils pourraient être plus vastes et plus durables.

Le meilleur moyen de respecter ce principe est de faire en sorte que la banque centrale achète des actifs sur le marché secondaire et non « directement » sur le marché primaire ou par un mécanisme de découvert. Le financement direct offre au gouvernement la possibilité de définir facilement tant la taille du bilan de la BC que le taux d'intérêt à verser, ce qui tend à miner la discipline budgétaire et à accroître les risques de monétisation de la dette.

En outre, une communication claire sur les objectifs des programmes d'achats d'actifs et les raisons justifiant la mise en place de ces derniers et leur arrêt est également cruciale.

Enfin, l'importance de la position budgétaire, plus précisément, le gouvernement devrait toujours être en mesure d'apporter un soutien budgétaire à même de couvrir toute perte éventuelle. Ce soutien est indispensable pour préserver l'autonomie financière de la banque centrale et permettre à celle-ci de prendre les décisions nécessaires à la réalisation de son mandat dans le cas contraire, elle risque de choisir sa politique en fonction des inquiétudes quant à sa position financière (ou celle de l'État). En outre, l'autorité budgétaire résistera d'autant mieux à la tentation d'obtenir un financement bon marché auprès de la BC que sa propre position est robuste.

Les programmes d'achats d'actifs sont un domaine encore relativement nouveau pour les banques centrales des pays émergents et en développement ; ces principes devraient leur fournir un socle solide.

#### **II.2.6. Taux d'intérêt négatifs**

Les taux d'intérêt sont indubitablement un instrument de politique monétaire classique. Cependant, lorsque les facilités permanentes sont inférieures à zéro, cela est considéré comme une mesure de politique monétaire non conventionnelle.

Bref, quand le traditionnel ne suffit pas, la BC modifie les instruments existants et en crée de nouveaux si nécessaire. Tout, pour atteindre les objectifs de maîtrise de l'inflation, d'accélération de la croissance, de réduction du chômage et d'amélioration de la balance des paiements.

#### **II.2.7. Indications prospectives**

Enfin, il y a le forward guidance. Ce mécanisme est un instrument de gestion des attentes. En espagnol, ce serait quelque chose comme un guide pour l'avenir. Les banques centrales utilisent leurs conférences de presse et leurs déclarations publiques pour guider les investisseurs.

Lorsque vous faites des déclarations comme « Nous prévoyons d'augmenter les taux d'intérêt dans les prochains mois », vous faites une déclaration d'intention. Cela secoue les marchés et les investisseurs agissent en conséquence. Une BC peut avoir des effets sur le marché sans même utiliser d'instruments monétaires.

Pour conclure cette section les instruments non-conventionnels sont des mesures de politique monétaire temporaires dont l'objectif est le rétablissement des canaux de transmission de la politique monétaire et un soutien au crédit bancaire et à la liquidité sur le marché monétaire<sup>1</sup>. En réponse aux turbulences de la crise financière, puis des dettes souveraines, la BCE recourt à ces mesures conventionnelles baptisées «politique de soutien renforcé au crédit.»

### **Section 3 : Les canaux de transmission de la politique monétaire non conventionnelle.**

Tandis que la politique monétaire habituelle jouait tout sur le canal du taux d'intérêt, sans oublier celui des taux de change, pour les politiques non conventionnelles on peut lui distinguer quatre canaux de transmission de la politique par lesquels les peuvent influencer l'activité économique en facilitant l'accès aux financements directs comme intermédiés (c'est-à-dire directement via les marchés financiers ou par crédit bancaire)<sup>25</sup>.

#### **II.3.1. L'effet de liquidité**

Les achats par la BC assurant aux acquéreurs de titres une contrepartie au cas où ils souhaiteraient revendre, cela encourage les transactions et réduit notamment les primes de risque qui s'étaient envolées au début de la crise.

---

<sup>25</sup> [http://bibliotheque.pssfp.net/livres/LES\\_CANAUX\\_DE\\_TRANSMISSION\\_MONETAIRE.pdf](http://bibliotheque.pssfp.net/livres/LES_CANAUX_DE_TRANSMISSION_MONETAIRE.pdf) consulté le 25/08/2022 à 12h41

### II.3.2. La composition des portefeuilles (portfolio balance channel)

Il consiste à inciter les investisseurs à réallouer leurs portefeuilles vers des actifs plus risqués (prêts ou titres), dans la mesure où la BC, en achetant certains titres peu risqués, accroît leur prix et donc réduit leur rendement. Mais par suite, la demande qui se reporte sur les actifs plus risqués augmente aussi leur prix et donc réduit également les taux d'intérêt associés.

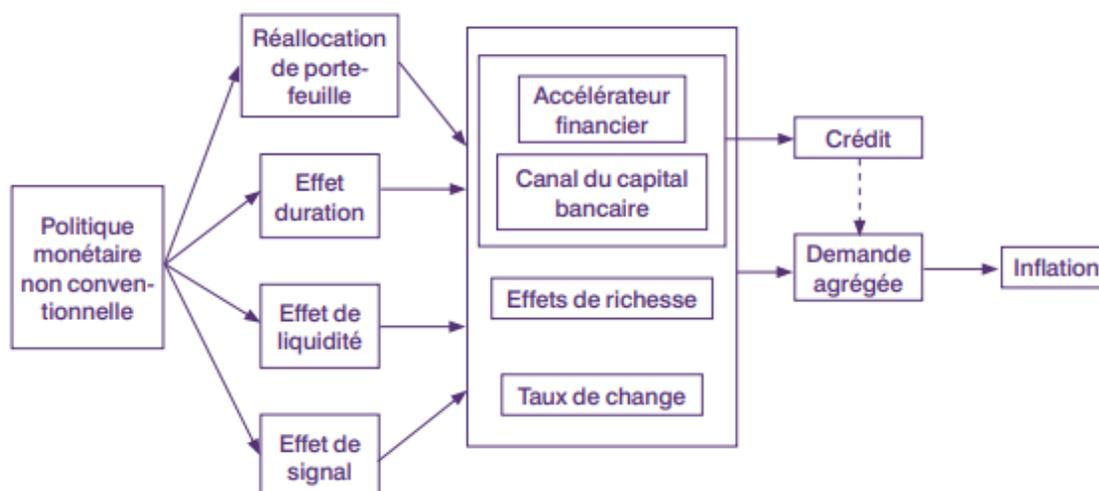
### II.3.3. L'effet duration

Désigne quant à lui la réduction du risque de taux d'intérêt résultant de l'engagement de la BC de maintenir durablement ses taux d'intérêt à un niveau réduit.

### II.3.4. L'effet de signal

Consiste pour la BC à montrer l'exemple en acquérant des actifs, y compris de médiocre qualité, et ainsi de rétablir une certaine confiance sur les marchés financiers.

**Figure II.1 : Canaux de transmission des politiques monétaires non conventionnelles**



*Source : d'après Kanga D., « Quels sont les enseignements des politiques monétaires non conventionnelles », Revue française d'économie, vol. 32, no 2, 2017, p. 3-36. En ligne : <https://www.cairn.info/revue-francaise-d-economie-2017-2-p-3.ht>*

Dans cette section on peut déterminer que Les mesures non-conventionnelles sont des mesures de politique monétaire temporaires dont l'objectif est le rétablissement des canaux de transmission de la politique monétaire et in fine un soutien au crédit bancaire et à la liquidité sur le marché monétaire.

Dans ce chapitre on a déduit que le maintien de la stabilité financière est une condition saine pour que le système financier puisse continuer à financer l'économie réelle et permettre une transmission efficace de la politique monétaire.

L'adoption des mesures de politique monétaire non conventionnelles permis d'atténuer les risques bancaires que la politique conventionnelle n'a pas pu faire.

La politique monétaire non conventionnelle peut affecter la prise de risque des institutions bancaires et même les prix des actifs. Ainsi, en période de crise, la politique monétaire qui repose sur l'injection massive de la liquidité peut éviter un effondrement du système bancaire, et permettre de stabiliser le système financier et d'assurer ainsi continuité de financements des activités économiques stagnées durant la crise.

*Chapitre III : Analyse des  
politiques monétaires non  
conventionnelles menées  
durant la crise financière de  
2008 et la crise du COVID-19  
par la Banque Centrale  
Européenne*

Depuis le 1er janvier 1999, la Banque centrale européenne (BCE) assume la responsabilité de la conduite de la politique monétaire dans la zone euro. Le transfert de la responsabilité en matière de politique monétaire des banques centrales nationales des pays membres à une nouvelle institution supranationale a constitué un jalon important dans le processus long et complexe de l'intégration européenne.

L'UE tout comme les autres pays a subi les retombées négatives des deux crises internationales : celle de 2008 et celle de 2019 et c'est à travers les politiques monétaires conduites par la BCE qu'elle a pu les surmonter.

Dans le présent chapitre nous allons présenter la BCE, sa politique monétaire générale et les mesures non conventionnelles prises par elle durant la crise financière de 2008 et la crise du COVID de 2019.

## **Section 1 : aspects théoriques de la politique monétaire adoptée par la BCE**

La BCE, mise en place le 1er juin 1998 et opérationnelle le premier janvier 1999, avec le lancement de l'euro, est chargée de définir et conduire la politique monétaire dans la zone euro ainsi que d'assurer le contrôle de la création monétaire. Son objectif principal est de maintenir la stabilité des prix. Le plein emploi et la croissance sont des objectifs secondaires. Afin de parvenir à réaliser son objectif, elle définit un ensemble d'instruments et de procédures de politique monétaire qui constitue son cadre opérationnel<sup>22</sup>.

### **III.1.1. Présentation de La banque centrale européenne**

La BCE est la principale institution monétaire de l'UE. Elle est établie le 1er juin 1998 sur un modèle fédéral et son siège est à Francfort-sur-le-Main, en Allemagne. Elle bénéficie d'un monopole d'émission de l'euro en tant que monnaie commune et unique de l'Union économique et monétaire. Elle définit les grandes orientations de politique monétaire de la zone euro et prend les décisions nécessaires à sa mise en œuvre ; c'est-à-dire en vue de maintenir le pouvoir d'achat de l'euro et donc la stabilité des prix dans la zone euro.

---

<sup>22</sup> Banque de France, « La Banque Centrale Européenne, l'Euro système et le Système Européen de Banques Centrales », Direction de la communication, N°139, 2009, P2

Le principal objectif de la BCE est de maintenir la stabilité des prix, et l'inflation annuelle « au-dessous, mais à un niveau proche, de 2 %, sur le moyen terme ».

Depuis la crise financière de 2008, et à l'instar de la plupart des banques centrales de la planète, la BCE est entrée dans un cycle de relâchement monétaire, qui se traduit par une politique de taux négatifs et de rachat d'actifs dite « assouplissement quantitatif » qui représentent aujourd'hui près de 3 500 milliards d'injection de monnaie dans le secteur financier européen.

Depuis le 4 novembre 2014, la BCE assume un rôle central dans la supervision et le contrôle des principales banques d'États européens via le Mécanisme de Surveillance Unique .

La présidente de la BCE est, depuis le 1er novembre 2019, la Française Lagarde. La BCE a annoncé début 2022 que la monnaie virtuelle viendrait s'ajouter aux nombreuses crypto monnaies étatiques en cours de lancement. Cette nouvelle monnaie virtuelle devrait voir le jour d'ici 2025.

### **III.1.2. Les organes de décision de la BCE**

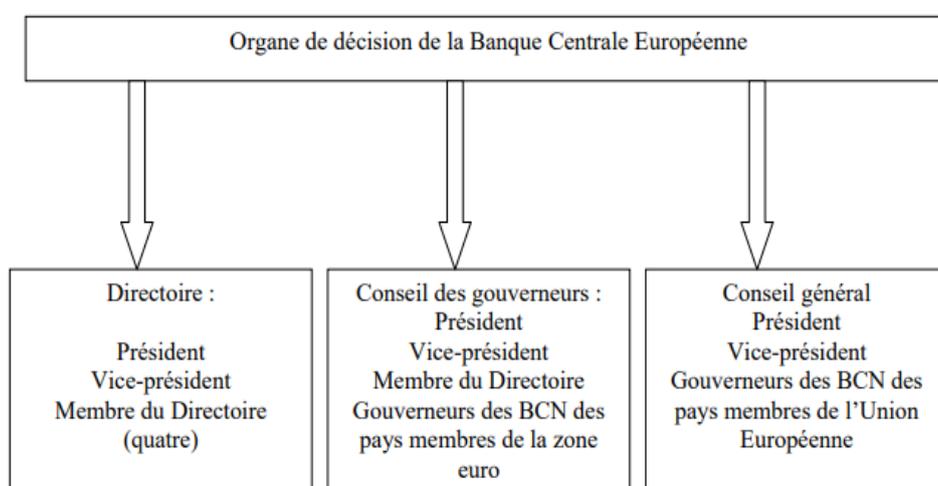
La BCE comprend deux organes de décision, qui sont responsables de l'élaboration, la conduite et la mise en œuvre de la politique monétaire unique, le Conseil des gouverneurs de la BCE et le Directoire de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs se compose des six membres du Directoire, ainsi que des gouverneurs des Banques Centrales Nationales (BCN) de la zone euro. Le Conseil des gouverneurs et le Directoire sont présidés par le président de la BCE ou, en son absence, par le vice-président. Le Conseil des gouverneurs assume les responsabilités suivantes, il arrête les orientations et prend les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées à l'Euro système, il définit la politique monétaire de la zone euro.

En outre, le Conseil des gouverneurs arrête les orientations nécessaires à l'exécution de ces décisions. Le Directoire se compose du président et du vice-président de la BCE ainsi que de quatre autres membres, tous nommés d'un commun accord par les chefs d'État ou de gouvernement des États membres de la zone euro. Le Directoire assume les responsabilités suivantes, la préparation des réunions du Conseil des gouverneurs.

La mise en œuvre de la politique monétaire, conformément aux orientations et décisions arrêtées par le Conseil des gouverneurs et, dans ce cadre, la transmission des instructions nécessaires aux BCN de la zone euro, la gestion courante de la BCE, l'exercice de certains pouvoirs qui lui ont été délégués par le Conseil des gouverneurs, y compris des pouvoirs à caractère réglementaire.

Figure III-1 Les organes de décision de la Banque Centrale Européenne



Source : Rapport annuel de Banque Centrale Européenne, 2004, P10.

### III.1.3. L'objectif et la stratégie de la politique monétaire de l'Euro système

Le premier élément de la stratégie de politique monétaire de la BCE consiste en une définition quantifiée de la stabilité des prix. Afin d'atteindre au mieux cet objectif, elle effectue des analyses sur les évolutions économique et monétaire<sup>23</sup>.

#### III.1.3.1. L'objectif de la politique monétaire de l'Euro système

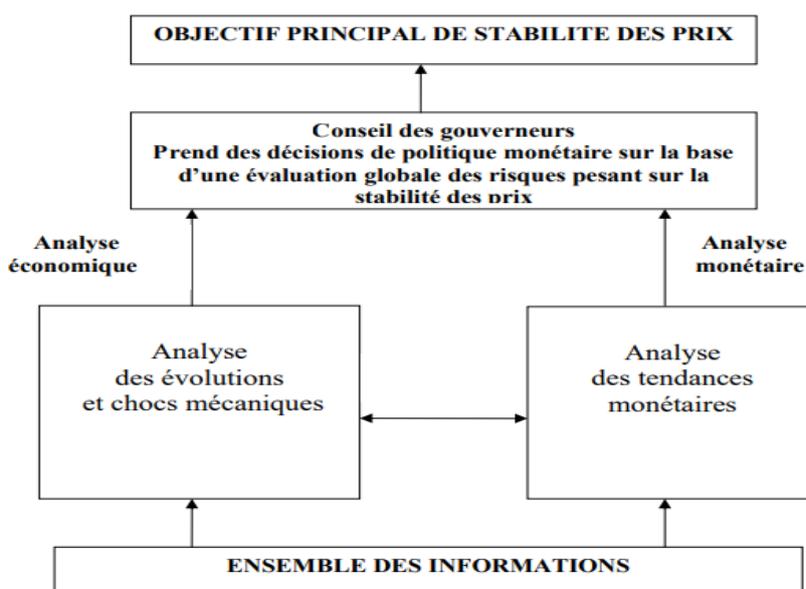
L'objectif final de la politique monétaire de l'Euro système a été déterminé par l'article 105 du traité de la communauté européenne. Il s'agit de garantir la stabilité des prix. Cette dernière est définie par le conseil des gouverneurs de la BCE sur le moyen terme, comme une « progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % dans la zone euro ».

<sup>23</sup>Scheller.H, « La Banque Centrale Européenne ; histoire, rôle et fonctions », 2eme Ed, 2006, P80

### III.1.3.2. Les éléments stratégiques de la politique monétaire de l’Euro système

Pour garantir la stabilité des prix à moyen terme, le conseil des gouverneurs de BCE a adopté une stratégie axée sur la stabilité des prix connue sous l’approche des « deux piliers » présentés dans la figure ci-dessous :

Figure III- 2La stratégie de la politique monétaire de la BCE axée sur la stabilité des prix



Source : Rapport annuel de Banque Centrale Européenne, 2004, P69.

Cette stratégie garantit la prise en compte appropriée des différentes perspectives en vue de porter un jugement global sur les risques pesant sur la stabilité des prix. Pour se faire, la BCE s’appuie sur deux analyses, l’une est économique et l’autre monétaire.

#### III.1.3.2.1. L’analyse économique

Selon M.Ruimy, l’analyse économique est axée principalement sur l’évaluation des évolutions économiques et financières et des risques à court et à moyen terme qui pèsent sur la stabilité des prix.<sup>24</sup>

---

<sup>24</sup> <https://atlantico.fr/author/michel-ruimy-1504629> consulté le 12/07/2022 à 21h06

Pour ce faire, la BCE utilise une large gamme d'indicateurs économiques et financiers précurseurs de l'évolution future des prix dans la zone euro. Ces variables comprennent l'évolution de la production globale, la demande globale et ses composantes, la politique budgétaire, la situation sur les marchés du capital et du travail, une large gamme d'indicateurs de prix et de coûts, l'évolution des taux de change, de l'économie mondiale et de la balance des paiements, les marchés financiers, ainsi que les structures des bilans des différents secteurs de la zone euro. L'ensemble de ces facteurs permet d'évaluer la dynamique de l'activité réelle et l'évolution probable des prix.

#### **III.1.3.2.2. L'analyse monétaire**

La stratégie de la politique monétaire de la BCE ne se limite pas, aux seules indications à court et moyen terme fournies par l'analyse de la situation économique, mais également à partir des considérations relatives à la monnaie et à la liquidité.

Pour manifester son attachement à l'analyse monétaire et fournir une référence en matière d'évaluation des évolutions monétaires, la BCE a annoncé une valeur de référence pour la croissance de l'agrégat large M3 fixé à 4,5 % en moyenne annuelle sur le moyen terme.

Ce taux de référence est compatible à un taux d'inflation inférieure à 2 %, une croissance économique comprise entre 2 % et 2,5 % et une diminution de la vitesse de circulation de la monnaie s'inscrivant dans une fourchette de 0,5 % et 1 % par an. L'analyse monétaire de la BCE ne se limite pas à l'évaluation de la croissance de M3 par rapport à sa valeur de référence. Elle concerne aussi l'analyse des composantes de l'agrégat M3, notamment M1, qui fait l'objet d'une attention particulière dans la mesure où il reflète plus étroitement les motifs de transaction à l'origine de la demande de monnaie et, de ce fait, peut-être le plus corrélé à la dépense globale.

### III.1.4. La politique monétaire adaptée par la BCE

En fixant les taux d'intérêt auxquels les banques commerciales peuvent se refinancer auprès de la BC, la politique monétaire de la BCE influence indirectement sur les taux d'intérêt pratiqués dans l'ensemble de l'économie de la zone euro, notamment sur les taux rémunérant les prêts accordés par les banques commerciales et ceux rémunérant les dépôts des épargnants. Pour concrétiser sa politique monétaire, la BCE dispose d'une série d'instruments<sup>25</sup>.

#### III.1.4.1. Politiques monétaires conventionnelles de la BCE

##### III.1.4.1.1. Opérations d'open market

Les opérations régulières d'open market de l'Eurosystème consistent en des opérations d'apport de liquidités en euros à échéance d'une semaine (opération principale de refinancement ou OPR) et en des opérations d'apport de liquidités en euros à échéance de trois mois (opérations de refinancement à plus long terme ou ORLT). Les OPR servent à piloter les taux d'intérêt à court terme, à gérer la liquidité bancaire et à indiquer l'orientation de la politique monétaire dans la zone euro, tandis que les ORLT fournissent un refinancement supplémentaire, à plus long terme, au secteur financier.

Les opérations de réglage fin et les opérations structurelles sont des opérations d'open market moins régulières. Les opérations de réglage fin ont pour but de faire face aux fluctuations inattendues de la liquidité bancaire sur le marché, notamment pour en atténuer l'incidence sur les taux d'intérêt, tandis que les opérations structurelles visent principalement à adapter en permanence la position structurelle de l'Euro système par rapport au secteur financier.

L'Euro système dispose de cinq types d'instruments pour effectuer les opérations d'open market. Il s'agit des opérations de cession temporaire, des opérations fermes, l'émission de certificats de dette, les opérations d'échange de devises (ou swaps de change) et la reprise de liquidité en blanc.

---

<sup>25</sup><https://www.europarl.europa.eu/factsheets/fr/sheet/86/la-politique-monetaire-europeenne> consulté le 12/07/2022 à 13h06

**a. Les opérations de cession temporaire**

Les opérations de cession temporaire constituent l'instrument le plus important dont dispose l'Euro système. Il s'agit « des opérations par lesquelles l'Euro système achète ou vend des actifs éligibles dans le cadre d'accords de pension ou octroie des prêts garantis par des actifs éligibles ». Les prêts garantis sont assortis de la détention des titres en garantie par la BC contrairement à l'accord de pension ou le titre de garantie est vendu provisoirement à la BC et l'emprunteur s'engage à le racheter à l'échéance. Ces opérations de cession temporaire constituent le principal instrument d'open market. Il est utilisable pour les quatre formes d'opérations d'open market citées-avant.

**b. Les opérations fermes**

Avec ce type d'instrument, la BC fournit de la liquidité à un établissement de crédit en procédant à un achat ferme de titres ou elle retire de la liquidité par une vente ferme. Elles ne sont effectuées qu'à des fins structurelles et au titre de réglage fin.

**c. L'émission de certificat de dette**

L'émission de certificat de dette a pour but de créer ou accentuer un déficit de liquidité sur le marché monétaire. Ce certificat de dette est d'une échéance inférieure à un an, délivré par les BCN.

**d. Les opérations d'échange de devises**

Elles consistent en des achats ou vente euro contre devises effectués simultanément au comptant et à terme. Elles peuvent être utilisées pour le réglage fin, principalement en vue de gérer la situation de la liquidité sur le marché et de piloter les taux d'intérêts.

**III.1.4.1.2. Facilités permanentes**

Les facilités permanentes permettent de fournir ou de retirer des liquidités au jour le jour et l'indice TEMPE (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) mesure le taux d'intérêt effectif prévalant sur le marché interbancaire au jour le jour en euros. L'Euro système offre deux facilités permanentes aux établissements de crédit : la facilité de prêt marginal, qui permet d'obtenir des liquidités au jour le jour auprès de la BC, sur présentation

d'actifs éligibles en quantité suffisante, et la facilité de dépôt, qui permet d'effectuer des dépôts au jour le jour auprès de la BC.

#### **III.1.4.1.3. Constitution de réserves obligatoires**

En vertu de l'article 19, paragraphe 1, des statuts, la BCE est habilitée à imposer aux établissements de crédit établis dans les États membres la constitution de réserves obligatoires auprès d'elle et auprès des BCN. L'objectif des réserves obligatoires est de stabiliser les taux d'intérêt à court terme sur le marché et de créer (ou d'accentuer) un besoin structurel de refinancement du système bancaire à l'intérieur de l'Euro système, de manière à faciliter le pilotage des taux sur le marché monétaire par des opérations régulières d'injection de liquidités. Les modalités de calcul et la détermination du montant exigé sont

#### **III.1.4.2. Politiques monétaires non conventionnelles de la BCE**

Les politiques monétaires non conventionnelles que peut adopter la BCE, se basent sur quatre instruments importants :

##### **III.1.4.2.1. Opérations monétaires sur titres (OMT)**

En août 2012, la BCE a annoncé la possibilité d'effectuer des OMT sur les marchés secondaires des obligations d'État afin de préserver une transmission appropriée de la politique monétaire et l'unicité de sa politique monétaire. Ces OMT devaient être réalisées dans le cadre d'un programme d'ajustement macroéconomique ou d'un programme de précaution du Fonds européen de stabilité financière ou du Mécanisme européen de stabilité. Elles n'ont jamais été utilisées par la suite.

##### **III.1.4.2.2. Orientations prospectives**

Depuis juillet 2013, la BCE fournit des indications ou orientations prospectives sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs. La fourniture de ces orientations prospectives a constitué un tournant majeur dans la stratégie de communication de la BCE, car elle implique une communication non seulement sur l'appréciation par la BCE des conditions économiques en vigueur et des risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme, mais aussi sur ce que cette appréciation induit pour son orientation future de la politique monétaire.

### **III.1.4.2.3. Opérations de refinancement à long terme**

En juin 2014, la BCE a annoncé une série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (ORLTC), qui visaient à stimuler l'octroi de crédits aux établissements de crédit de la zone euro, sur une période initiale de deux ans. La seconde série d'opérations (ORLTC II) a débuté en mars 2016 et la troisième série (ORLTC III) en mars 2019. Face à la pandémie de COVID-19, le conseil des gouverneurs a décidé d'assouplir considérablement les conditions attachées aux ORLTC III restantes, et de réduire temporairement les taux d'intérêts applicables. Entre juin 2020 et juin 2022, les banques pourront, à condition de financer l'économie réelle, emprunter à un taux inférieur de 50 points de base au taux moyen de la facilité de dépôt. En outre, la BCE a décidé de mener, entre mai 2020 et décembre 2021, onze opérations supplémentaires de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie, à un taux d'intérêt inférieur de 25 points de base au taux moyen des opérations principales de refinancement.

### **III.1.4.2.4. Programmes d'achat d'actifs**

Depuis 2009, plusieurs programmes d'achat d'actifs ont été mis en œuvre en vue de soutenir la croissance dans la zone euro, de manière conforme à l'objectif de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Il s'agit notamment des programmes d'achat de titres du secteur des entreprises (CSPP), du programme d'achat de titres adossés à des actifs (ABSPP) et du troisième programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP3). Il existait d'autres programmes, désormais clos, tels que le programme pour les marchés de titres (SMP), le programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP) et le deuxième programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP2).

Au départ, le rythme mensuel des achats nets d'actifs était de 60 milliards d'euros en moyenne pour la période allant de mars 2015 à mars 2016, puis il a augmenté pour atteindre 80 milliards d'euros par mois pour la période courant d'avril 2016 à mars 2017. Les achats nets d'actifs ont ensuite accusé une baisse régulière pour atteindre un rythme mensuel de 15 milliards d'euros pour la période allant d'octobre 2018 à décembre 2018. En décembre 2018, le conseil des gouverneurs a décidé d'interrompre ses achats nets d'actifs, afin de continuer à réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance et

de maintenir les achats nets cumulés sous chaque programme d'achat d'actifs spécifique à leurs niveaux respectifs.

Le 12 septembre 2019, les achats nets d'actifs ont été relancés à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros à partir du 1<sup>er</sup> novembre et il est prévu d'y avoir recours «aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux d'intérêt et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE».

Face à la pandémie de COVID-19, le conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter les achats nets d'actifs existants grâce à une enveloppe supplémentaire temporaire de 120 milliards d'euros, à utiliser avant la fin de l'année 2020. Il a également lancé un nouveau programme temporaire d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP). Doté d'une enveloppe de 750 milliards d'euros, ce programme, qui concerne les achats d'obligations du secteur public et privé, devait initialement durer jusqu'à la fin de 2020. Le 4 juin 2020, le conseil des gouverneurs a pris la décision d'augmenter l'enveloppe du PEPP de 600 milliards d'euros pour la porter à 1 350 milliards d'euros.

Le 10 décembre 2020, cette enveloppe a été gonflée de 500 milliards d'euros supplémentaires pour atteindre 1 850 milliards d'euros. La période d'achats nets au titre du PEPP a été prolongée jusqu'à la fin mars 2022. Le conseil des gouverneurs a également décidé de réinvestir les remboursements du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2023. Le PEPP offre une grande flexibilité et permet des «fluctuations dans la répartition des flux d'achats dans le temps, entre les catégories d'actifs et entre les pays». La clé de répartition du capital guide, en termes de volume cumulé, les achats nets au titre du PEPP.

En conclusion pour cette section le projet de l'union économique et monétaire, la naissance de l'euro en 1999 et enfin l'abandon des monnaies pièces et papier nationale en 2002 viennent couronner trente ans d'efforts visant à faire de l'Europe un espace économique unifié avec comme objectif certaine convergence en matière monétaire. La solution retenue a été une monnaie unique, l'euro.

L'institution de la monnaie unique nécessitait une politique monétaire unifiée, et donc une autorité monétaire unique. Ainsi, en 1998, juste avant le passage à l'Euro, naissait le Système Européen des Banques Centrales et la Banque Centrale Européenne (BCE). Depuis

la mise en place de l'euro dans l'Union européenne, le 1er janvier 1999, la BCE suit un objectif final unique, à savoir la stabilité des prix dans cette zone.

## **Section 2 : analyse de la politique monétaire non conventionnelle menée durant la crise financière de 2008 par la BCE**

Face à la crise financière qui a secoué l'économie mondiale à partir de mai 2007 et qui s'est propagée à l'économie réelle, la BCE a été amenée à utiliser tous les leviers possibles de sa politique monétaire. La réponse de la BCE à la crise s'est traduite par des innovations marquées du cadre opérationnel de la politique monétaire. Ces innovations se sont soldées par l'adoption et le recours à des instruments de politique monétaire dits « non conventionnels ». Dans cette section, nous allons mieux appréhender la façon dont la BCE a mis en œuvre sa politique monétaire dans le contexte de la crise financière.

### **III.2.1. Présentation de la crise financière de 2008**

La crise financière qui a secoué l'économie mondiale dès l'été 2007 est la pire que l'UE ait connue depuis sa création, et elle aurait même pu menacer son existence. Cette crise à l'échelle mondiale a eu des conséquences dramatiques non seulement pour l'UE mais pour la majorité de ses partenaires financiers (les États-Unis, la Chine, le Japon, l'Inde), ainsi que pour les pays se trouvant dans son voisinage proche (à l'Est, au Moyen-Orient ou en Afrique). Elle a mis en exergue à la fois la nécessité et les limites de l'action européenne commune ainsi que la faiblesse des réglementations existantes.

Elle a aussi à nouveau ouvert le débat sur le rôle que les pouvoirs publics ont à jouer dans l'économie. En outre, la crise a remis en question la capacité des marchés à s'autoréguler et a souligné la nécessité de se doter d'un cadre juridique adéquat, y compris au plan européen et international, d'une part pour limiter la durée et l'ampleur de la récession, et d'autre part pour réduire la fréquence et la profondeur des crises futures.<sup>26</sup>.

---

<sup>26</sup> Aglietta.M, 'La crise, Les voies de sortie', Michalon éditions, Paris, 2010, p. 37

A cause de la mondialisation et de la globalisation de la finance, la crise immobilière américaine a connu un effet de contagion hors des marchés des subprimes affectant le système bancaire et les marchés financiers pour atteindre la sphère réelle de l'économie.

Le facteur majeur de la propagation de cette crise financière est l'opération de la titrisation. Les banques qui ont accordé des crédits immobiliers aux ménages se sont adressées à des structures spécialisées appelés SPV (Special Purpose Companies) qui transforment les créances de la banque en plusieurs titres financiers revendus sur les marchés à des investisseurs.

Ces titres ont été cotés par les agences de notation par la note « AAA » (sans risques). Ces titres ont été mélangés au sein d'un même produit des crédits bien notés par les agences de notation. Les produits obtenus sont, ensuite, notés par des organismes spécialisés en fonction de leur niveau de risque (c'est-à-dire le risque de défaut de paiement sur les crédits de départ octroyés par les banques aux ménages), puis vendus sur les marchés boursiers à de très nombreux investisseurs, y compris des banques du monde entier.

Lorsque les premières difficultés financières liée au marché de subprime apparaissent, les établissements financiers solvables qui détiennent des titres risqués en portefeuille ont essayé de les vendre rapidement pour en tirer la plus haute valeur de liquidation possible. Ils vendent donc les titres adossés à des crédits « subprimes » dont la valeur diminue à mesure que l'offre de ces produits sur le marché financier augmente.

La demande pour ces produits désormais trop risqués a diminué. Tous les détenteurs des titres se sont mis à vendre ces produits financiers en vue de minimiser le plus possible leurs pertes provoquent ainsi une chute des prix des titres « subprimes » affectant les banques américaines et étrangères investissant sur le marché boursier des États- Unis.

La crise des crédits subprimes américains qui a débuté sur le marché des crédits hypothécaires a conduit à une défiance au niveau mondial envers les créances titrisées qui comprennent une part plus ou moins grande de crédits « subprimes ». Cette défiance s'est transmise par la suite aux fonds d'investissements et au système bancaire et financier et a terminé par toucher l'économie réelle en 2008 et 2009 et voire en 2010.

La propagation de cette crise et sa contamination à l'économie réelle a conduit les grandes banques centrales, en l'occurrence la BCE, la réserve fédérale des États-Unis et la banque d'Angleterre à mettre en œuvre leur politique monétaire<sup>27</sup>.

### **III.2.2. Les mesures non conventionnelles prises par la BCE face à la crise financière 2008**

C'est à partir du mois d'octobre 2008 coïncidant avec l'aggravation de la crise financière mondiale que la BCE a changé radicalement sa politique monétaire en mettant en œuvre des mesures non conventionnelles. La plupart des mesures nouvelles ont été annoncées le 8 octobre (première baisse de taux directeur, injection illimitée de liquidité à taux fixe, consolidation des mesures prises précédemment).

Cette rupture avait été précédée fin septembre par des mesures d'urgence destinées à répondre aux tensions exceptionnelles sur les marchés monétaires : injection massive (120 Md€) de liquidité à 38 jours le 30 septembre ; élargissement des injections en dollars à des opérations à une semaine et doublement du montant total du swap avec la Fed de 120 à 240 milliards de dollars<sup>28</sup>.

#### **III.2.2.1 Baisses de taux directeur**

Le 8 octobre, la BCE participe à la baisse de taux concertée (-50pb) menée conjointement par la Fed, la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la Banque de Suède et la Banque nationale suisse. Cette action répond à la tempête financière et boursière qui sévit alors, et s'appuie sur les risques que la crise financière fait peser sur la croissance mondiale, diminuant les tensions inflationnistes. La BCE, qui avait encore augmenté ses taux 3 mois auparavant, reste alors très prudente dans son communiqué qui évoque encore les risques d'effets inflationnistes de second tour sur les salaires. Malgré tout, le premier pas est fait. La dégradation vertigineuse des indicateurs économiques dans les mois suivants nécessite la poursuite de l'assouplissement monétaire et la BCE rattrape son retard en baissant ses taux de 215 pb en 3 mois (à 2 % en janvier 2009).

---

<sup>27</sup><http://www.jiteconline.com/sts/www-jiteconline-com/fch/ds/86.pdf> consulté le 03/08/2022 à 23h49

<sup>28</sup>Bentoglio, G. & Guidoni, G. (2009). *Les banques centrales face à la crise. Revue de l'OFCE*, pp. 325-327

### III.2.2.2 Ouverture des vannes de la liquidité

IV. Ce même 8 octobre 2008, la BCE prend aussi la décision d'ouvrir les vannes de la liquidité. Les opérations principales de refinancement sont désormais menées à taux fixe (taux directeur) et la BCE s'engage à servir toute la demande (*full allotment*). En complément, le couloir des facilités permanentes est réduit de 200 à 100 pb. En particulier, cela signifie que la BCE rémunère la facilité de dépôt au jour le jour seulement 50 pb en-dessous du taux directeur. Cela constitue une formidable baisse du coût de détention de la liquidité excédentaire pour les banques, qui passe en moyenne de 174 pb le 7 octobre à 50 pb le 14 octobre. Par cette décision, la BCE se substitue au marché interbancaire, qui est alors complètement gelé : en temps normal, une banque emprunte à la BCE ce dont elle aura besoin en moyenne, et puis ajuste au jour le jour ses besoins de liquidité sur le marché interbancaire. En temps de crise au contraire, les banques sont très réticentes à se prêter entre elles parce qu'elles ont moins confiance envers leurs contreparties et qu'elles préfèrent conserver leurs propres liquidités, en cas de besoin. Désormais, les banques peuvent emprunter de la liquidité en excès à la BCE, et lui « rendre » au jour le jour les montants non utilisés par l'intermédiaire de la facilité de dépôt.

Ces mesures sont généralisées dès le 15 octobre aux opérations de refinancement à plus long terme, qui sont donc elles aussi menées à taux fixe avec *full allotment*. En outre, ces opérations sont systématisées : chaque mois auront lieu deux opérations à 3 mois et tous les mois une opération à 6 mois. Enfin, est instituée une *Specialtermrefinancingoperation*, réalisée tous les mois, et qui court sur toute la période de constitution de réserves obligatoires. L'arsenal de la BCE est donc massivement renforcé, et les banques peuvent emprunter à toute maturité autant de liquidité qu'elles le souhaitent. De fait, la demande est très forte. Les injections totales passent de 460 fin septembre à 750 milliards d'euros le 15 octobre, pour se stabiliser ensuite autour de 870 milliards d'euros. Simultanément, les banques déposent à la BCE une moyenne de 230 milliards d'euros.

En parallèle, la Fed et la BCE ont annoncé le 13 octobre que les injections de dollars *via* la TAF se feraient aussi à taux fixe avec *full allotment*.

Par ces mesures, la BCE s'est substituée au marché interbancaire, ce qui a permis de soulager les tensions qui pesaient sur les banques au plus fort de la crise, mais qui retarde aussi le retour à un fonctionnement normal des marchés. En janvier 2009, aucun signe de normalisation n'était apparu, malgré la décision de rebaisser le taux marginal de dépôt de

100pb sous le taux directeur. Les banques, préfèrent emprunter de la liquidité en excès à la BCE, quitte à en payer le prix, plutôt que dépendre d'autres banques. Elles ont aussi encore renforcé leur politique de prudence consistant à accumuler les réserves obligatoires en début de période de constitution des réserves. Cet excès de liquidité tire le taux EONIA vers le bas, proche du taux de la facilité de dépôt. De fait, la BCE avait alors renoncé à maintenir l'EONIA au niveau du taux directeur. En revanche, l'abondance de liquidité a permis un reflux rapide des taux Euribor 3 mois.

### **III.2.2.3 Expansion du bilan de la BCE**

En conséquence, la BCE a elle aussi nettement augmenté la taille de son bilan entre septembre et octobre 2008. Le total du bilan est ainsi passé de 1 460 le 19 septembre à 1 973 milliards d'euros le 17 octobre. Jusqu'à janvier 2009, il est resté globalement stable, autour de 2 000 milliards d'euros. Cette hausse de 500 milliards d'euros s'explique par les mesures évoquées et se répartit entre injections de dollars (+150 Md€) et injections d'euros (+350 Md€). Au passif de la BCE, les prêts en dollars sont financés par des *swap* avec la Fed. Quant à la liquidité supplémentaire en euros, allouée par les procédures principales de refinancement (MRO et LTRO), elle est en partie « restituée » à la BCE, au jour le jour, sous forme de « réserves excédentaires », par l'intermédiaire de la facilité de dépôt. Ces réserves excédentaires atteignent environ 230 milliards de dollars.

Cela signifie donc qu'environ 120 milliards d'euros (350-230) de liquidité supplémentaire sont réellement utilisés par les banques. Au passif de la BCE, cela se reflète dans une hausse de 50 milliards d'euros des billets en circulation et par une hausse des engagements vis-à-vis des résidents autres que les institutions financières. Le taux directeur n'est pas ramené à zéro, le bilan n'est augmenté que d'un tiers (celui de la Fed a plus que doublé), et surtout, la BCE ne s'est pas engagée dans un programme d'achats d'actifs.

## **Section 3 : analyse des politiques monétaires non conventionnelles menées durant la crise sanitaire COVID-19 par la banque centrale européenne**

Du fait de la forte contagiosité du nouveau coronavirus, de la difficulté à le détecter, d'un taux élevé de mortalité chez les personnes âgées contaminées, de l'absence d'un traitement efficace et peu coûteux, et de l'indisponibilité dans l'immédiat des vaccins, la pandémie de Covid-19, a obligé les pays membres de la zone euro à adopter des mesures de confinement sans précédent pour limiter la contagion et l'effondrement des systèmes de santé

et pour sauver des vies humaines. Ces mesures ont entraîné des conséquences économiques négatives très importantes et incertaines qui appellent la Banque centrale européenne (BCE) à agir de façon très agressive.

### **III.3.1. Présentation de la crise du COVID-19**

Apparu en décembre 2019 à Wuhan, au centre de la Chine, le nouveau coronavirus SARS-CoV-2 s'est très rapidement propagé à l'ensemble de la planète, entraînant la pandémie la plus grave de notre histoire récente. Le 12 mars 2020, l'Organisation mondiale de la Santé a qualifié de « pandémie » l'épidémie de COVID-19 qui début février 2021 avait contaminé plus de 100 millions de personnes dans le monde et causé 2,25 millions de décès.

En plus de ces conséquences sanitaires désastreuses, la COVID-19 a également fortement impacté l'ensemble des échanges commerciaux et financiers internationaux et provoqué une forte contraction de l'activité économique au niveau mondial qui, selon les prévisions du FMI, connaîtra une récession historique de l'ordre de -3% en 2023 .

La COVID-19 et l'instauration de mesures partielles ou totales de confinement, affectent le travail et les conditions de vie des travailleurs et leurs familles dans la quasi-totalité des pays du monde.

Jamais, depuis la Seconde Guerre mondiale, la production économique ne s'était contractée aussi brutalement. En réponse à cette première phase de crise, les principales banques centrales ont pris, entre mars et juin, des mesures de politique monétaire, se caractérisant par de nombreux points communs. Associées aux mesures d'urgence exceptionnelles prises par les gouvernements, elles ont permis d'amortir la crise économique en contrant les mécanismes d'amplification. Cet article ne couvre pas la « deuxième vague » de contaminations, après l'été 2020.

### **III.3.2. COVID-19 Une crise sanitaire qui tourne rapidement à la crise économique et financière**

Le COVID-19 s'est rapidement propagé à travers le monde, entraînant une crise sanitaire majeure à l'échelle internationale. En réaction, les pays ont imposé des mesures de confinement radicales, qui ont permis de ralentir la transmission de la maladie, mais ont

également conduit à une chute brutale de l'activité économique dans la zone euro comme ailleurs. Les marchés financiers ont été les premiers à subir d'importantes corrections, faisant face à des turbulences comparables à celles de la crise financière de 2008. Dès la fin du mois de février, les conditions financières dans la zone euro se sont considérablement détériorées, et ce pour toutes les catégories d'actifs, avant de se stabiliser à partir de la fin du mois de mars, des mesures de politiques monétaire et budgétaire déterminantes ayant rapidement été adoptées. Les marchés boursiers sont repartis à la hausse et les écarts de taux sur les obligations se sont resserrés. Il apparaît dès lors qu'une amplification du choc provoqué par le virus au travers du système financier a été évitée. Malgré tout, les données économiques pour la zone euro se sont rapidement dégradées.

Le PIB a enregistré une contraction record de 3,6 % au premier trimestre. À plus long terme, la voie de la reprise économique reste très incertaine. D'après le scénario de référence des projections établies par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB en volume dans la zone euro devrait suivre une courbe en V. Cependant, le niveau de l'activité économique demeurerait faible : au quatrième trimestre de 2022, le PIB en volume serait encore légèrement inférieur à sa valeur d'avant la crise. Les perspectives d'inflation sont elles aussi entachées d'une grande incertitude. À la date de clôture des données, les marchés et les prévisionnistes économiques semblaient s'accorder sur le fait que les chocs de demande négatifs continueront de dépasser les chocs d'offre négatifs, bridant ainsi l'augmentation des prix. Selon les projections établies par les services de l'Eurosystème, l'inflation n'atteindrait que 1,4 % à la fin de 2022<sup>29</sup>.

### **III.3.3. La politique monétaire non conventionnelle de la BCE pendant la crise du Covid-19** <sup>30</sup>

Dès le mois de mars 2020, la diffusion de l'épidémie et la perspective des contraintes sur l'activité économique ont poussé les banques centrales à prendre des nouvelles mesures expansionnistes afin de limiter les effets de la crise sanitaire sur la croissance et le système

---

<sup>29</sup><https://www.nbb.be/fr/articles/la-reaction-de-la-politique-monetaire-de-la-bce-face-au-covid-19-0> consulté le 04/09/2022 à 00h47

<sup>30</sup> <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/10-172OFCE.pdf> consulté le 05/09/2022 à 20h27

financier. Ces décisions ont mis un terme à la normalisation de la politique monétaire qui était en cours aux États-Unis et retardé encore un peu plus la perspective d'un tel schéma dans la zone euro. La taille du bilan des banques centrales s'est donc à nouveau fortement accrue.

Contraintes par des taux courts proches ou fixés à 0 %, les banques centrales visent via leurs opérations d'achats d'actifs à amplifier le caractère expansionniste de la politique monétaire en influençant plus directement les taux longs et par ce biais l'ensemble des conditions de financement. Ce faisant, elles renforcent les interactions entre la politique monétaire et la politique budgétaire. Les nouvelles opérations menées dans le cadre de la crise de la Covid-19 ont accentué le rôle qu'elles jouent pour le financement de la politique budgétaire.

Contrainte par un taux d'intérêt directeur déjà à 0 %, la BCE a eu recours à une nouvelle série de mesures non conventionnelles à partir du 12 mars 2020, en amplifiant certains programmes existants complétés par des mesures spécifiques prises pour faire face aux effets de la pandémie. Après avoir augmenté les achats mensuels de titres souverains réalisés dans le cadre du PSPP (Public securities purchase programme), la BCE a annoncé, le 18 mars, le lancement d'un nouveau programme d'achat de titres souverains, le PEPP dont l'objectif est d'atténuer le risque de fragmentation dans la zone euro.

L'annonce de ce programme est intervenue alors que de nouvelles tensions apparaissaient sur certains marchés de titres de dette souveraine, notamment en Italie, premier pays de la zone euro touché par la crise et contraint de prendre des mesures prophylactiques. En l'absence d'union budgétaire, la réponse de politique budgétaire reste décentralisée et se traduit par des impulsions différentes selon les pays.

Étant donné les écarts de niveaux de dette publique, la perspective d'une dégradation des finances publiques risquait d'alimenter la défiance des marchés financiers craignant l'insoutenabilité de la dette. Avec le lancement du PEPP, les achats de titres effectués par les banques centrales de l'Eurosystème visent à limiter les écarts entre les taux souverains des États membres. Sur le plan opérationnel, il se distingue du PSPP par deux aspects essentiels. Contrairement au PSPP, le montant d'achat n'est pas défini sur une base régulière mais il est variable et ajusté chaque semaine selon les besoins. Le montant global des achats et l'échéance du programme sont cependant annoncés par le Conseil des gouverneurs.

Ainsi, l'enveloppe a d'abord été fixée à 750 milliards, avant d'être portée à 1 350 milliards en juin et 1 850 milliards en décembre 2020. Par ailleurs, Christine Lagarde a ajouté que la répartition de ces achats se ferait de façon flexible. En effet, dans le cadre du PSPP, la répartition des achats de titres souverains par pays se fait selon la part de chaque pays dans le capital de la BCE. Avec le PEPP, l'objectif n'est pas de s'écarter fortement de cette norme mais d'autoriser des déviations à court terme afin de tenir compte des tensions qui peuvent apparaître spécifiquement sur certains marchés. L'Eurosystème peut donc décider d'acheter plus de dette italienne lorsque l'écart entre le taux italien et le taux allemand s'accroît. Ce programme s'inscrit donc plutôt dans l'esprit du Securities market programme (SMP) mis en œuvre en mai 2010 lors de l'éclatement de la crise grecque et de l'OMT annoncé en septembre 2012 mais qui n'a pas été activé en pratique. À la différence du SMP, les achats ne sont pas restreints à un nombre limité de pays (Portugal, Italie, Irlande, Grèce et Espagne) et l'enveloppe est annoncée et significative. Et, relativement à l'OMT, les achats prévus dans le cadre du PEPP ne sont soumis à aucune conditionnalité.

Concernant les mesures de liquidité, la BCE a assoupli les conditions appliquées au TLTRO III (Targeted longer-term financing operations) à plusieurs reprises puis augmenté les liquidités fournies aux établissements de crédit via des LTRO supplémentaires puis avec des opérations spécifiques à la crise PELTRO (Pandemic emergency longer-term financing operations) pour des maturités comprises entre 8 et 16 mois.

Plus précisément, l'Eurosystème, c'est-à-dire la BCE et les BCN des pays membres de la zone euro, dispose d'une enveloppe globale de 1 850 milliards d'euros pour acheter des titres, comme des obligations, directement sur les marchés financiers. Ces titres, achetés sur le marché secondaire, ont préalablement été émis par des entreprises ou des États. La BCE a d'ores et déjà annoncé que les achats nets de titres se poursuivront au moins jusqu'à la fin mars 2022.

Afin d'être le plus efficace possible, le PEPP est mené de manière « flexible » à travers le temps, les pays et les différentes classes d'actifs.

Les traités européens interdisent à la BCE d'acheter des titres de dette publique directement auprès des États. En revanche, il est possible pour la BCE d'acheter des obligations souveraines sur le marché secondaire.

L'adoption des mesures de politique monétaire non conventionnelles permis d'atténuer les risques bancaires que la politique conventionnelle n'a pas pu faire.

La politique monétaire non conventionnelle peut affecter la prise de risque des institutions bancaires et même les prix des actifs. Ainsi, en période de crise, la politique monétaire qui repose sur l'injection massive de la liquidité peut éviter un effondrement du système bancaire, et permettre de stabiliser le système financier et d'assurer ainsi continuité de financements des activités économiques stagnées durant la crise.

L'adoption des mesures de politique monétaire non conventionnelles permis d'atténuer les risques bancaires que la politique conventionnelle n'a pas pu faire.

La politique monétaire non conventionnelle peut affecter la prise de risque des institutions bancaires et même les prix des actifs. Ainsi, en période de crise, la politique monétaire qui repose sur l'injection massive de la liquidité peut éviter un effondrement du système bancaire, et permettre de stabiliser le système financier et d'assurer ainsi continuité de financements des activités économiques stagnées durant la crise.

L'adoption des mesures de politique monétaire non conventionnelles permis d'atténuer les risques bancaires que la politique conventionnelle n'a pas pu faire.

La politique monétaire non conventionnelle peut affecter la prise de risque des institutions bancaires et même les prix des actifs. Ainsi, en période de crise, la politique monétaire qui repose sur l'injection massive de la liquidité peut éviter un effondrement du système bancaire, et permettre de stabiliser le système financier et d'assurer ainsi continuité de financements des activités économiques stagnées durant la crise.

Comme conclusion pour cette section on peut dire que l'adoption des mesures de politique monétaire non conventionnelles permis d'atténuer les risques bancaires que la politique conventionnelle n'a pas pu faire.

La politique monétaire non conventionnelle peut affecter la prise de risque des institutions bancaires et même les prix des actifs. Ainsi, en période de crise, la politique monétaire qui repose sur l'injection massive de la liquidité peut éviter un effondrement du système bancaire, et permettre de stabiliser le système financier et d'assurer ainsi continuité de financements des activités économiques stagnées durant la crise.

Comme conclusion on peut dire que l'ampleur de la récession causée par la Covid 19 sera nettement plus forte que celle qui a suivi la faillite de Lehman Brothers en 2008. Son coût final est très incertain mais, selon le FMI, l'économie mondiale s'est contractée de – 3,5 % en 2020 (FMI, 2021).

L'une des principales différences par rapport à la crise financière de 2008 est que les banques et les autres établissements financiers étaient en meilleure santé au début de la pandémie et ne sont pas à l'origine du choc. En dépit des très fortes baisses sur les marchés boursiers au début de la crise et de l'augmentation des spreads de risque, le système financier a continué de fonctionner sans heurt.

Aujourd'hui, ce sont principalement les entreprises et les ménages des pays dont les systèmes de protection sociale et les dispositifs de chômage partiel sont moins développés qui sont au cœur de la crise. Les mesures de confinement prises à l'échelle mondiale ont suspendu l'activité économique dans l'ensemble des secteurs des services qui impliquent une proximité physique, fortement contraint la production et les chaînes d'approvisionnement dans les autres secteurs et perturbé l'offre de main d'œuvre partout dans le monde.

# *Conclusion générale*

## **Conclusion Générale**

La récente crise financière et la conséquente récession économique ont demandé des réponses, soit fiscales, soit monétaires, sans précédentes au niveau mondial. Du point de vue monétaire la réponse des banques centrales a prévu non seulement la baisse des taux directeurs jusqu'à des niveaux jamais expérimentés dans les dernières années, mais aussi des mesures dites « non conventionnelles » se sont rendues nécessaires lorsque le recours aux habituels instruments de politique monétaire s'est révélé insuffisant.

Les banques centrales mettent en œuvre des mesures non conventionnelles lorsque les canaux de transmission de la politique monétaire ne fonctionnent plus de manière satisfaisante. Il faut donc présenter ces canaux usuels pour comprendre dans quelles circonstances il peut être utile de s'appuyer sur des dispositifs non conventionnels.

Pour atteindre leurs objectifs, au premier rang desquels figure la stabilité des prix, les banques centrales disposent principalement d'un instrument : la fixation du taux directeur, le taux d'intérêt auquel les banques commerciales se refinancent auprès de la banque centrale, en général à très court terme, de un à quelques jours. Le niveau et les mouvements du taux directeur influencent l'économie à travers, essentiellement, deux canaux de transmission : le canal des taux d'intérêt et celui du crédit.

Dans un contexte marqué par une inflation et des taux d'intérêt bas, les banques centrales ont eu recours à des instruments monétaires non conventionnels tels que les opérations d'orientation à terme, les opérations de refinancement à très long terme et les achats massifs d'actifs.

Premièrement, la politique monétaire non conventionnelle se caractérise par des taux d'intérêt directeurs négatifs, c'est-à-dire que les banques gagnent de l'argent par rapport à la BCE quand elles en prêtent.

Deuxièmement, on a le Quantitative Easing, La Banque Centrale décide d'intervenir sur le marché en rachetant des titres qu'elle juge non risqués pour elle ou stratégiquement influents sur le marché.

La crise financière 2008 a provoqué au sein de l'UE des pertes dans les banques, d'où des résultats annuels plus faibles. Les États ont dû aider les banques, d'où des déficits publics plus importants. Ces effets négatifs se sont répandus dans plusieurs États européens, créant ainsi un véritable phénomène de contagion.

La crise COVID-19 a son tour, outre l'impact sur la vie de millions de personnes dans le monde entier, la pandémie du nouveau coronavirus a également asséné un dur coup à l'évolution de l'économie au niveau mondial mais aussi pour l'UE. Bien que les gouvernements des principaux pays européen qui ont été secoués par la crise de la COVID-19 aient pris des mesures pour pallier le ralentissement économique provoqué par ce virus, il est à prévoir que sa propagation peut avoir un triple effet sur l'économie de l'UE : impact direct sur les volumes de production au niveau global ; interruptions et altérations au niveau des

chaînes d'approvisionnement et de distribution ; et impact financier sur les entreprises et les marchés boursiers.

Pour rebondir a ces deux crises la BCE A rapidement réagi en déployant l'ensemble des outils dont elle disposait afin d'assouplir l'orientation de la politique monétaire, éviter une crise de liquidité et le tarissement des financements accordés aux ménages et aux entreprises. L'objectif de ces mesures n'était pas uniquement de stimuler la demande, mais aussi d'éviter une amplification financière du choc. Ce nouvel épisode de crise a aussi rappelé le rôle que jouent les politiques d'achat de titres souverains afin d'accompagner les mesures budgétaires mises en œuvre par les gouvernements.

La BCE a permit également de contenir les écarts de taux d'intérêt souverains entre les pays de l'union monétaire favorisant une transmission plus homogène de la politique monétaire.

# ***Bibliographie***

## Ouvrages

- Aglietta.M , 'La criseLes voies de sortie', Michalon éditions, Paris, 2010, p. 37
- BAILLY .J, « Economie monétaire et financière », Ed Bréal, 2ème Ed, 2006, Paris, p 217.
- Banque de France, « La Banque Centrale Européenne, l'Euro système et le Système Européen de Banques Centrales », Direction de la communication, N°139, 2009, P2
- CAPUL. J, « L'économie et les sciences sociales de A à z », 2005, Paris, p223,
- CAPUL. J, Op, Cit, 2005, Paris, P225
- CAPUL. J, Op, Cit, 2005, Paris, P249
- DELAPLACE. M, « Monnaie et financement de l'économie », Ed Dunod, Paris, 2003, P131, P183
- DIATKIN.S, «monnaie et politique monétaire», 1994, Paris, p 62.
- GUENDOZI. B, « relations économiques internationales », 2008, Paris, P 93
- Scheller.H, « La Banque Centrale Européenne ; histoire, rôle et fonctions », 2eme Ed, 2006, P80

## Sites

- <https://www.vie-publique.fr/fiches/270253-quest-ce-quune-politique-monetaire>, consulté le 25/05/2022 a 19h30
- <https://www.glossaire-international.com>, consulté le 26/05/2022 a10h00
- <https://www.gouvernement.fr/la-croissance>, consulter le 26/05/2022 a11h00
- [http://www.alternatives-economiques.fr/un-emploi-pour-tous-\\_fr\\_art\\_875\\_45451.html](http://www.alternatives-economiques.fr/un-emploi-pour-tous-_fr_art_875_45451.html), consulté le 26/05/2022 a14h25
- <https://www.vie-publique.fr/fiches/270049-balance-commerciale-et-balance-des-paiements>, consulté le 27/05/2022 a18h15
- <https://economy-pedia.com/11030515-price-stability>, consulté le 27/05/2022 a18h45
- <https://www.bceao.int>, « politique monétaires et marchés », consulté le 30/05/2022 a 14h53
- <https://economy-pedia.com/11030303-unconventional-monetary-policy> consulté le 15/06/2022 à 12h57

[https://abceconomie.banquefrance.fr/sites/default/files/medias/documents/abc\\_transmission\\_politique\\_monetaire.pdf](https://abceconomie.banquefrance.fr/sites/default/files/medias/documents/abc_transmission_politique_monetaire.pdf) consulté le 10/07/2022 à 13h02

<https://blog.nalo.fr/lexique/la-politique-monetaire> , consulté le 12/07/2022 à 09h45

<https://www.europarl.europa.eu/factsheets/fr/sheet/86/la-politique-monetaire-europeenne> consulté le 12/07/2022 à 21h06

<https://www.ig.com/fr/glossaire-trading/taux-directeur-definition#information-banner-dismiss> consulté le 19/07/2022 à 21h07

<https://www.bforbank.com/bourse-pea/taux-directeurs.html> consulté le 19/07/2022 à 21h27

[https://abc-economie.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/l-eco-en-bref-politiques-monetaires-non-conventionnelles-2019-02-21\\_0.pdf](https://abc-economie.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/l-eco-en-bref-politiques-monetaires-non-conventionnelles-2019-02-21_0.pdf) consulté le 20/07/2022 à 19h44

<https://revues.imist.ma/index.php/FFI> consulté le 22/07/2022 à 19h41

<https://ses.ens-lyon.fr/articles/apres-une-decennie-de-mesures-non-conventionnelles-quel-bilan-et-quelles-perspectives-pour-la-politique-monetaire> consulté le 02/08/2022 à 19h30

[https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110606\\_1.fr.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110606_1.fr.html) consulté le 02/08/2022 à 20h16

[https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110606\\_1.fr.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110606_1.fr.html) consulté le 03/08/2022 à 21h07

<http://www.jiteconline.com/sts/www-jiteconline-com/fch/ds/86.pdf> consulté le 03/08/2022 à 23h49

<https://www.nbb.be/fr/articles/la-reaction-de-la-politique-monetaire-de-la-bce-face-au-covid-19-0> consulté le 04 09 2022 à 00h47

Sommaire .....	I
Liste des figures.....	II
Liste des Tableaux .....	II
Liste des Abreviations .....	III
Introduction.....	1
<b>Chapitre I : Aspect théorique et conceptuel de la politique monétaire</b>	
Section 1 : Généralités sur la politique monétaire.....	4
I.1.1. Définition de la politique monétaire .....	4
I.1.2. Objectifs .....	5
I.1.2.1. Les objectifs finaux .....	6
a. La croissance.....	7
b. Le plein emploi des facteurs de production .....	7
c. L'équilibre extérieur de la balance commerciale .....	7
d. La stabilité des prix.....	7
I.1.2.2. Objectifs intermédiaires.....	8
a. Les objectifs quantitatifs .....	8
b. Objectifs des taux d'intérêt .....	9
c. Objectifs de taux de change.....	9
I.1.3. Les types de politiques monétaires .....	10
Section 2 : Les instruments de politique monétaire conventionnelle.....	12
I.2.1. Le réescompte.....	12
I.2.2. L'open market .....	13
I.2.2.1. Définition de L'open market.....	13
I.2.3. Les réserves obligatoires .....	14
I.2.4. L'encadrement du crédit .....	14
I.2.5. Les taux d'intérêts directeurs .....	15
Section3 : Les canaux de transmission de la politique monétaire conventionnelle. ....	17
I.3.1. Le canal des taux d'intérêt .....	17
I.3.2. Le canal des anticipations .....	18

I.3.3.	Le canal des prix d'actifs .....	18
I.3.4.	Le canal du taux de change .....	18

## **Chapitre II : Aperçu sur la politique monétaire non conventionnelle**

Section 1 :	Généralités sur la politique monétaire non conventionnelle .....	20
II.1.1.	Définitions de la politique monétaire non conventionnelle .....	20
II.1.1.1.	Risque de déflation.....	21
II.1.1.2.	Crise économique majeure .....	21
II.1.2.	Histoire de son apparition .....	21
II.1.3.	Fondements des politiques monétaires non conventionnelles.....	25
Section 2 :	Les instruments de politique monétaire non conventionnelle .....	26
II.2.1.	Opérations de réglage fin .....	26
II.2.2.	Opérations structurelles.....	26
II.2.3.	Assouplissement quantitatif(ou quantitative easing, QE).....	27
II.2.4.	Assouplissement qualitatif (Credit Easing ou bien le Qualitative Easing) .....	28
II.2.5.	Programme d'achat d'actifs.....	29
II.2.6.	Taux d'intérêt négatifs.....	30
II.2.7.	Indications prospectives .....	30
Section 3 :	Les canaux de transmission de la politique monétaire non conventionnelle.....	31
II.3.1.	L'effet de liquidité .....	31
II.3.2.	La composition des portefeuilles (portfolio balance channel) .....	32
II.3.3.	L'effet duration.....	32
II.3.4.	L'effet de signal.....	32

## **Chapitre III : Analyse des politiques monétaires non conventionnelles menées durant la crise financière de 2008 et la crise du COVID-19 par la Banque Centrale Européenne**

Section 1 :	aspects théoriques de la politique monétaire adoptée par la BCE .....	34
III.1.1.	Présentation de La banque centrale européenne .....	34
III.1.2.	Les organes de décision de la BCE .....	35
III.1.3.	L'objectif et la stratégie de la politique monétaire de l'Euro système .....	36
III.1.3.1.	L'objectif de la politique monétaire de l'Euro système.....	36

III.1.3.2.	Les éléments stratégiques de la politique monétaire de l’Euro système ...	37
III.1.3.2.1.	L’analyse économique .....	37
III.1.3.2.2.	L’analyse monétaire.....	38
III.1.4.	La politique monétaire adaptée par la BCE.....	39
III.1.4.1.	Politiques monétaires conventionnelles de la BCE.....	39
III.1.4.1.1.	Opérations d’open market .....	39
a.	Les opérations de cession temporaire .....	40
b.	Les opérations fermes .....	40
c.	L’émission de certificat de dette .....	40
d.	Les opérations d’échange de devises.....	40
III.1.4.1.2.	Facilités permanentes.....	40
III.1.4.1.3.	Constitution de réserves obligatoires .....	41
III.1.4.2.	Politiques monétaires non conventionnelles de la BCE .....	41
III.1.4.2.1.	Opérations monétaires sur titres (OMT) .....	41
III.1.4.2.2.	Orientations prospectives .....	41
III.1.4.2.3.	Opérations de refinancement à long terme .....	42
III.1.4.2.4.	Programmes d’achat d’actifs .....	42
Section 2 : analyse de la politique monétaire non conventionnelle menée durant la crise financière de 2008 par la BCE .....		44
III.2.1.	Présentation de la crise financière de 2008 .....	44
III.2.2.	Les mesures non conventionnelles prises par la BCE face à la crise financière 2008.....	46
Section 3 : analyse des politiques monétaires non conventionnelles menées durant la crise sanitaire COVID-19 par la banque centrale européenne .....		48
III.3.1.	Présentation de la crise du COVID-19.....	49
III.3.2.	COVID-19 Une crise sanitaire qui tourne rapidement à la crise économique et financière .....	49
III.3.3.	La politique monétaire non conventionnelle de la BCE pendant la crise du Covid-19 .....	50
Conclusion.....		55
Bibliographie.....		IV

## **Résumé :**

L'objectif de notre travail est d'étudier les différentes politiques monétaires non conventionnelles menées par la BCE durant la crise financière de 2008 et la crise de COVID-19. Faute de temps, l'analyse était purement théorique et descriptive basée sur la consultation de documentation diverse et de sites internet.

Dans le cas de ces deux crises la BCE a baissé ces taux directeurs et a mené une opération d'achat massif des titres ainsi que l'application d'un assouplissement quantitatif, pour pouvoir alimenter le marché monétaire de liquidités bancaires et permettre ainsi aux banques de se refinancer et de financer à leur tour l'activité réelle qui a connu une récession économique causée par les deux crises.

Mots clés : BCE, Politiques monétaire non conventionnelle, Assouplissement quantitatif.

## **Abstract:**

The objective of our work is to study the various unconventional monetary policies conducted by the ECB during the 2008 financial crisis and the COVID-19 crisis. Due to lack of time, the analysis was purely theoretical and descriptive based on consultation of various documentation and websites.

In the case of these two crises, the ECB lowered these key rates and carried out a massive purchase of securities as well as the application of quantitative easing, in order to be able to supply the money market with bank liquidity and thus allow banks to refinance itself and in turn finance real activity which has experienced an economic recession caused by the two crises.

Keywords : ECB, Unconventional monetary policies, Quantitative easing.