



**IMPORTANCE CROISSANTE DES ENGAGEMENTS DES BANQUES  
CENTRALES PAR RAPPORT À LEURS BILANS, LEURS INSTRUMENTS  
ET À LEUR AUTONOMIE ADMINISTRATIVE**

**CAS DES POLITIQUES MONÉTAIRES NON CONVENTIONNELLES**  
(Enseignements pour les banques centrales et les Etats Africains)



**Deogratias MUTOMBO MWANA NYEMBO**  
**Gouverneur**

Malabo, Août 2015

# SOMMAIRE

**I. LES MISSIONS DES BANQUES CENTRALES**

**II. ORIGINES DES ENGAGEMENTS CROISSANTS DES BANQUES CENTRALES**

**III. INCIDENCE DES ENGAGEMENTS CROISSANTS DES BANQUES CENTRALES SUR LEURS BILANS, LEURS CADRES OPERATIONNELS ET LEUR INDEPENDANCE**

**IV. QUELQUES ENSEIGNEMENTS A TIRER POUR LES BANQUES CENTRALES ET LES ETATS AFRICAINS**

## I. LES MISSIONS DES BANQUES CENTRALES (BC)

### 1.1 Missions confiées généralement aux BC

- Conduite de la politique monétaire
  - Stabilité des prix
  - Stabilité de la production
  - stabilité du taux de change
  - Monopole de l'émission des billets de banque
  - Banquier de l'Etat
  - Garant du bon fonctionnement des systèmes des paiements et de compensation interbancaires
  - Participation importante à la surveillance du système financier
- **Autres missions**
- Politique de change et gestion des problèmes de balance des paiements
  - Production des statistiques économiques et financières

## I. LES MISSIONS DES BANQUES CENTRALES

### 1.2 Responsabilité macroéconomique des BC et nature de leurs engagements

- Responsabilité macroéconomique des BC reconnue progressivement au cours de l'histoire à la suite des différentes crises économiques, notamment:
  - Hyperinflation des années 1920, crise des années 1930 et stagflation des années 1970
- Focalisation sur l'engagement envers la stabilité des prix et tendance à l'indépendance des BC :
  - Conséquence de la stagflation des années 1970
  - Influence déterminante des idées monétaristes et de nouveaux classiques
    - ✓ Hypothèse de neutralité de la monnaie
    - ✓ Nécessité d'éviter l'incohérence temporelle de la politique monétaire

## II. ORIGINE DES ENGAGEMENTS CROISSANTS DES BANQUES CENTRALES

### 2.1 Extension des engagements des BC:

- BC-Assureur de la stabilité du système financier
- BC-Assureur des dettes publiques
- BC-comptables de la croissance et des récessions

### 2.2 Origine des engagements croissants des BCC et des politiques non conventionnelles

- Marchés financiers illiquides
- Réduction dangereuse des prêts entre les banques
- Baisse de l'incitation du secteur privé à emprunter
- Répulsion envers la prise des risques

- 
- ✓ *BC incontournables grâce à leur rôle de prêteur et d'investisseur en dernier ressort*
  - ✓ *Nécessité d'explorer de nouveaux outils d'intervention adaptés au contexte, suite à l'essoufflement des instruments conventionnels et au disfonctionnements des canaux traditionnels de transmission de la politique monétaire*

## II. ORIGINE DES ENGAGEMENTS CROISSANTS DES BANQUES CENTRALES



*Pour faire face à l'extension implicite ou explicite de leurs engagements, les BC de principales économies avancées ont massivement recouru aux politiques monétaires dites « non conventionnelles »*

### 2.3 Principaux objectifs poursuivis par les politiques non conventionnelles

- Relancer les prêts interbancaires
- Réduire les taux d'intérêts longs pour encourager l'investissement, la consommation et l'activité économique
- Contourner les limites des canaux de transmission traditionnels de la politique monétaire
- Améliorer les conditions de financement de l'économie et relancer la demande globale
- Atténuer l'impact des crises systémiques sur l'activité économique
- Permettre aux finances publiques de procéder d'inscrire leur ajustement dans la durée afin de réduire l'impact de la crise de la dette souveraine

### III. INCIDENCE DES ENGAGEMENTS CROISSANTS DES BANQUES CENTRALES SUR LEURS BILANS, LEURS CADRES OPERATIONNELS ET LEUR INDEPENDANCE

#### 3.1 Typologie des politiques monétaires non conventionnelles

- Deux types principaux : « *Politiques d'actif* » et « *Politiques de passif* »
  - *Politiques d'actif (ciblage du crédit)* : modifier l'actif de la BC via une restructuration de la nature ou de la maturité des actifs. Action sur l'actif et le passif s'ajuste.
    - ✓ Deux formes d'actions
      - *Substitution de certains actifs par d'autres, à taille constante du bilan (opération de restructuration patrimoniale)*
      - *Augmentation de l'actif et de la taille du bilan: achats massifs des titres sans substitution*
  - *Politiques de passif (ciblage de la base monétaire)* : accroître les réserves des banques. Action sur le passif et l'actif s'ajuste.
    - *Achat des titres détenus par Les banques pour accroître leurs comptes*

### III. INCIDENCE DES ENGAGEMENTS CROISSANTS DES BANQUES CENTRALES SUR LEURS SITUATIONS PATRIMONIALES, LEURS CADRES OPERATIONNELS ET LEUR INDEPENDANCE

#### 3.2 Quelques travaux pionniers sur les politiques non conventionnelles

- Travaux de J-M. Keynes lors de la grande crise des années 1930: relancer la demande globale
- Richard Werner: a proposé une nouvelle politique monétaire ne reposant pas sur le taux d'intérêt, mais sur des achats des bons du Trésor et des prêts directs aux entreprises (1994)
- Paul Krugman: a proposé au Japon une politique monétaire des bas taux d'intérêt pour faire face à la déflation
- Michael Woodford: a analysé les choix politiques possibles pour la BC lorsque les taux sont proches de zéro? »



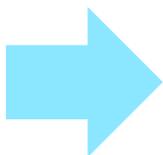
Les recherches de ces économistes ont constitué une source profonde d'inspiration pour les politiques monétaires non conventionnelles menées depuis 2007-2008

### III. INCIDENCE DES ENGAGEMENTS CROISSANTS DES BANQUES CENTRALES SUR LEURS SITUATIONS PATRIMONIALES, LEURS CADRES OPERATIONNELS ET LEUR INDEPENDANCE

#### 3.3 Politiques non conventionnelles et expansion de la taille des bilans des BC

##### □ Mis en place des programmes d'achats massifs des titres

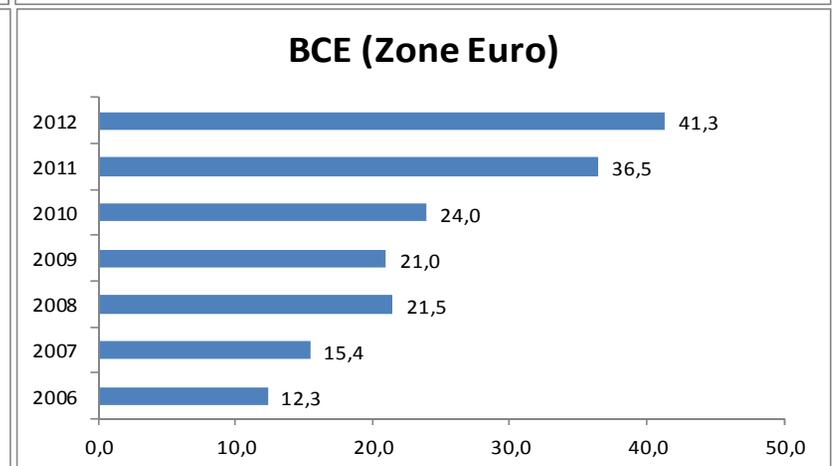
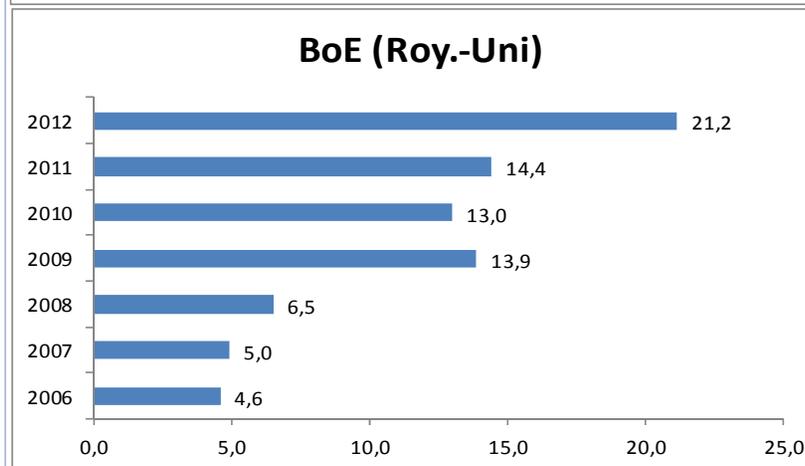
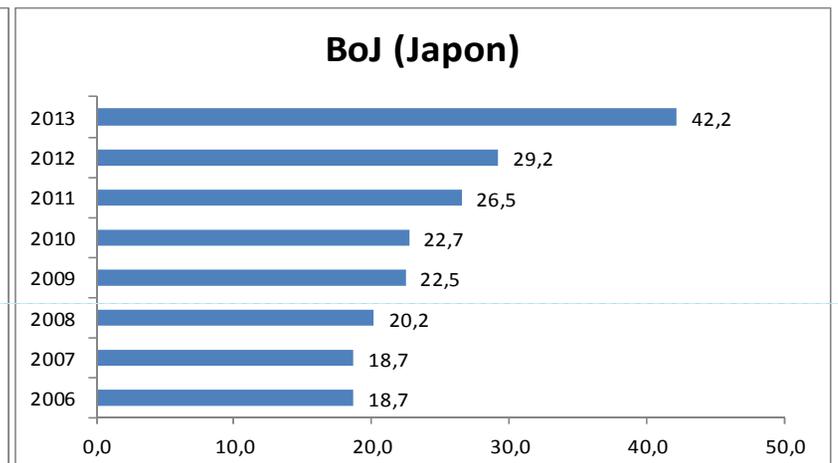
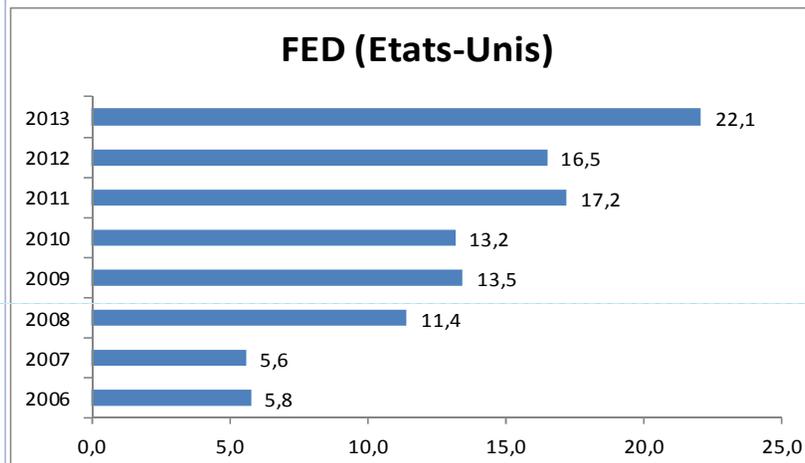
- La FED : Début 2010: décision d'achat de 600 milliards USD des titres émis par les institutions financières. Poursuite de l'action avec des achats mensuels de 85 milliards d'USD. Ralentissement progressif en 2015
- La Bank of England: entre mars et sept. 2009 : Achats d'actifs aux institutions financières et des titres de créances de qualité élevée émises par les entreprises privées pour 165 milliards de livres. Hausse de ce montant à 200 milliards de livres à fin 2010
- La BCE: décision prise en janvier 2015 d'acheter des dettes publiques et privées jusqu'en septembre 2016 pour une valeur de 60 milliards d'euros/mois (soit 720 milliards/an)



Conséquence des achats massifs d'actifs financiers par les BC: expansion des bilans des banques centrales des principales économies avancées (graph. ci-après)

### III. INCIDENCE DES ENGAGEMENTS CROISSANTS DES BANQUES CENTRALES SUR LEURS SITUATIONS PATRIMONIALES, LEURS CADRES OPERATIONNELS ET LEUR INDEPENDANCE

#### ➤ Base monétaire (en % du PIB)



### III. INCIDENCE DES ENGAGEMENTS CROISSANTS DES BANQUES CENTRALES SUR LEURS SITUATIONS PATRIMONIALES, LEURS CADRES OPERATIONNELS ET LEUR INDEPENDANCE

#### 3.4 Incidence des achats d'actifs sur la structure du bilan : apparition des risques patrimoniaux

- Changements importants de la structure patrimoniale des BC dus
  - au remplacement des actifs conventionnels par des actifs non conventionnels (remplacement des créances collatéralisées sur les banques par des créances sur le Trésor, sur les autres institutions financières et même sur des entreprises non financières)
  - à l'augmentation du poids des actifs improductifs (une fraction non négligeable des actifs achetés sont de faible qualité)

#### Conséquences :

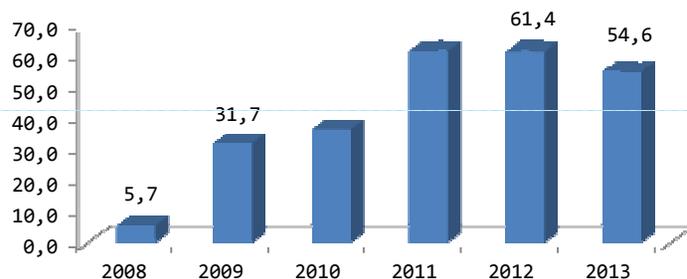
- Baisse de la qualité globale des actifs
- Exposition des BC aux risques de contrepartie et de taux ainsi qu'à des pertes financières
- Poids écrasant des dettes publiques dans la structure du portefeuille des BCC (Graph. ci-après)

### III. INCIDENCE DES ENGAGEMENTS CROISSANTS DES BANQUES CENTRALES SUR LEURS SITUATIONS PATRIMONIALES, LEURS CADRES OPERATIONNELS ET LEUR INDEPENDANCE

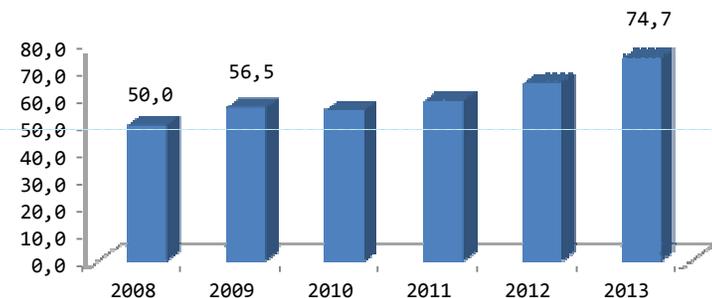
- Poids écrasant des créances sur le Trésor dans le bilan

➤ *PNG (en % des avoirs intérieurs nets des BC)*

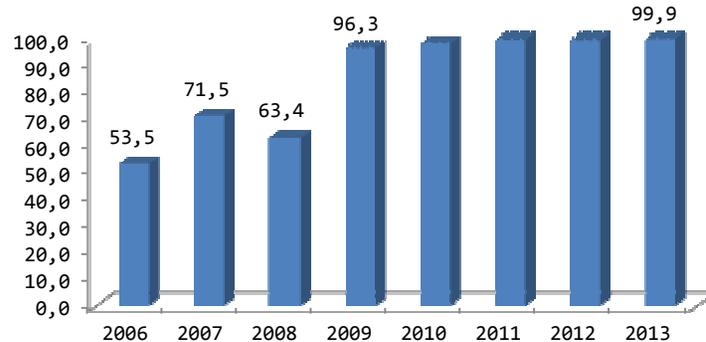
#### FED (Etats-Unis)



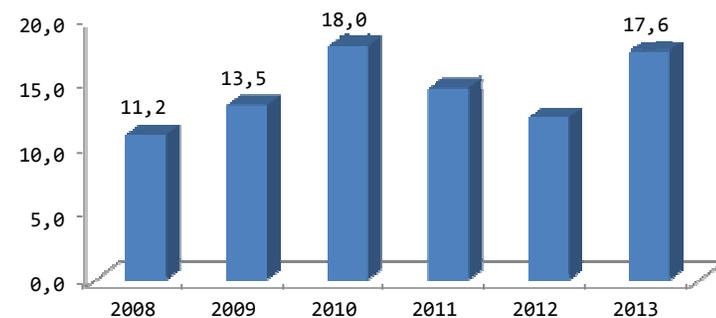
#### BoJ (Japon)



#### BoE (Roy.-Uni)



#### BCE (Zone Euro)



### III. INCIDENCE DES ENGAGEMENTS CROISSANTS DES BANQUES CENTRALES SUR LEURS SITUATIONS PATRIMONIALES, LEURS CADRES OPERATIONNELS ET LEUR INDEPENDANCE

- Fort heureusement :

- Les BC ont un passif non exigible :

- Les BC n'encourent pas de risque de liquidité et de solvabilité comme les autres intermédiaires financiers (qui sont soumis aux normes de gestion prudentielle pour préserver leur capacité à honorer leurs passifs (dépôts, titres émis, réserves d'assurances, etc.).

- La prise de risques par les BC pendant les crises est, implicitement ou explicitement, garantie in fine par l'Etat

- ✓ Les BC peuvent donc créer de la liquidité à volonté pour contrer une crise systémique
- ✓ Avec les limites actuelles de la politique budgétaire (sous pression des marchés financiers), l'action des BC est déterminante.



- Les BC peuvent donc créer de la liquidité à volonté pour contrer une crise systémique
- Avec les limites actuelles de la réaction de la politique budgétaire (soumis à la surveillance des marchés financiers), seule l'action des BC peut absorber un choc systémique de liquidité.

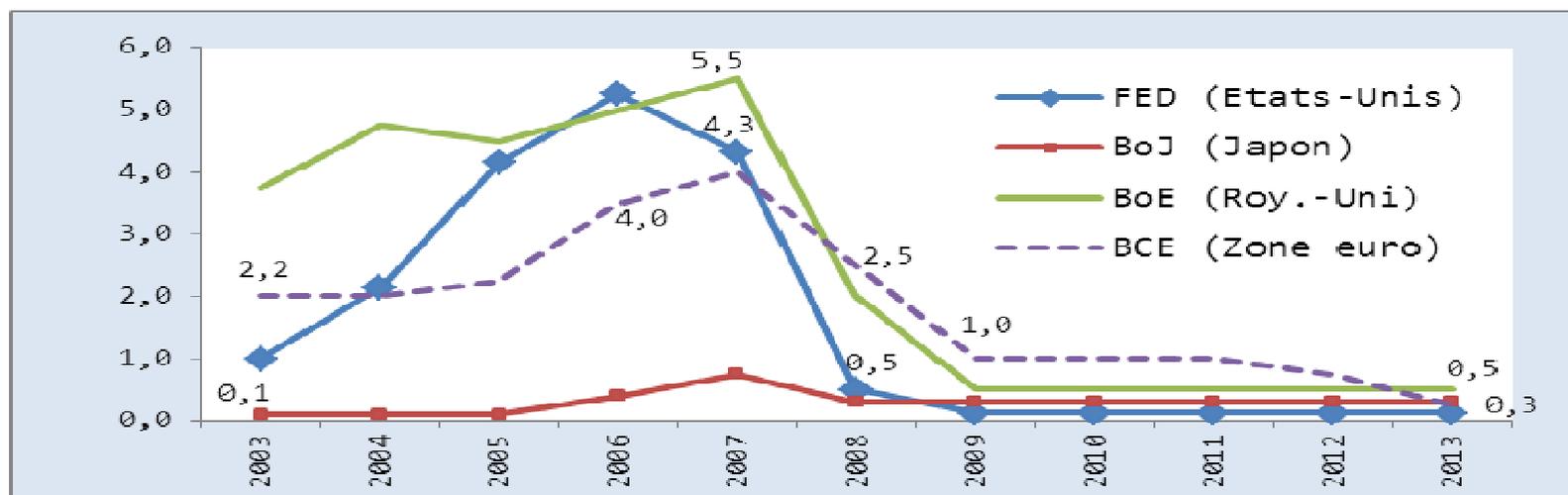
### III. INCIDENCE DES ENGAGEMENTS CROISSANTS DES BANQUES CENTRALES SUR LEURS SITUATIONS PATRIMONIALES, LEURS CADRES OPERATIONNELS ET LEUR INDEPENDANCE

#### 3.5 Engagements croissants des BC et mutations des cadres opérationnels de la politique monétaire

##### ➤ Nouvelles modalités d'interventions

##### 1. Politique des taux zéro, voire négatifs

*Maintien des taux directeurs autour de zéro (zone de trappe à liquidité) pour agir sur les taux à long terme et inciter l'investissement et la consommation. La BCE a même fixé à -0,15 % le taux de la facilité des dépôts pour pousser les banques à retirer leurs excédents de liquidités et à les orienter vers le crédit*



### III. INCIDENCE DES ENGAGEMENTS CROISSANTS DES BANQUES CENTRALES SUR LEURS SITUATIONS PATRIMONIALES, LEURS CADRES OPERATIONNELS ET LEUR INDEPENDANCE

#### 2. Introduction des assouplissements quantitatifs: quantitatif easing (QE) et crédit easing (CE)

- Expérience pionnière de la Bank of Japan (BoJ) à la fin des années 1990 pour lutter contre la déflation et la récession

- ✓ *Quantitative easing (ciblage de la base monétaire): accroissement des réserves des bancaires via des achats massifs des titres à partir de mars 2001*

- *Action arrêtée en 2006 et reprise en 2007-2008*

- La FED : le choix du crédit easing (ciblage du crédit)

- *Achats fermes d'obligations du Trésor à CT et à MLT*

- *Achat des titres adossés à des actifs (notamment des crédits hypothécaires) appartenant aux banques, des titres des agences fédérales américaines et des titres émis par des institutions financières autres que les banques*

- *Octroi de l'accès au refinancement à de nouvelles catégories d'agents jadis non éligibles : sociétés d'investissement, fonds de pension, sociétés d'assurance, entreprises non financières, etc.*

### III. INCIDENCE DES ENGAGEMENTS CROISSANTS DES BANQUES CENTRALES SUR LEURS SITUATIONS PATRIMONIALES, LEURS CADRES OPERATIONNELS ET LEUR INDEPENDANCE

- ❑ La politique non conventionnelle de la BCE
  - Deux programmes d'achat d'obligations gouvernementales
  - Abolition des limites aux montants soumis au refinancement par appels d'offres
  - Allongement de la maturité des refinancements (6 mois, 1 an, 3 ans)
  - Lancement des achats fermes d'obligations sécurisées
- ❑ L'assouplissement quantitatif selon la Bank of England
  - Rachats des dettes du Trésor
  - Achat d'actifs (commercial paper) détenus par les institutions financières (non seulement les banques) et des titres de qualité élevée émis par les entreprises non financières
- ❑ La forward guidance (Guidance prospectif): stratégie agressive de communication pour orienter les anticipations des agents:
  - La BC se lie les mains en s'engageant publiquement à mener une politique donnée (taux, etc.) pendant une durée période de temps, notamment tant que certains objectifs poursuivis ne sont pas encore atteints
- ❑ Coopération forte des BC et coordination accrue des politiques monétaires

### III. INCIDENCE DES ENGAGEMENTS CROISSANTS DES BANQUES CENTRALES SUR LEURS SITUATIONS PATRIMONIALES, LEURS CADRES OPERATIONNELS ET LEUR INDEPENDANCE

#### 3.6 Incidence des engagements croissants des BC sur leur indépendance et leur efficacité des BC

##### 3.6.1 Justification de l'indépendance des BC

- La stabilité monétaire est un bien public et concourt à la stabilité sociale

LENINE : « *Le moyen le plus efficace de détruire une société consiste à détruire sa monnaie* »

- Problème d'incohérence intertemporelle de la politique monétaire.

##### 3.6.2 Rappel de principales formes d'indépendance des BC (Mishkin):

- *Organique* : indépendance des dirigeants
- *Opérationnelle*: libre choix des objectifs intermédiaires et libre utilisation des instruments
- *Financière*: élimination de la dominance budgétaire et situation financière solide des banques centrales

### III. INCIDENCE DES ENGAGEMENTS CROISSANTS DES BANQUES CENTRALES SUR LEURS SITUATIONS PATRIMONIALES, LEURS CADRES OPERATIONNELS ET LEUR INDEPENDANCE

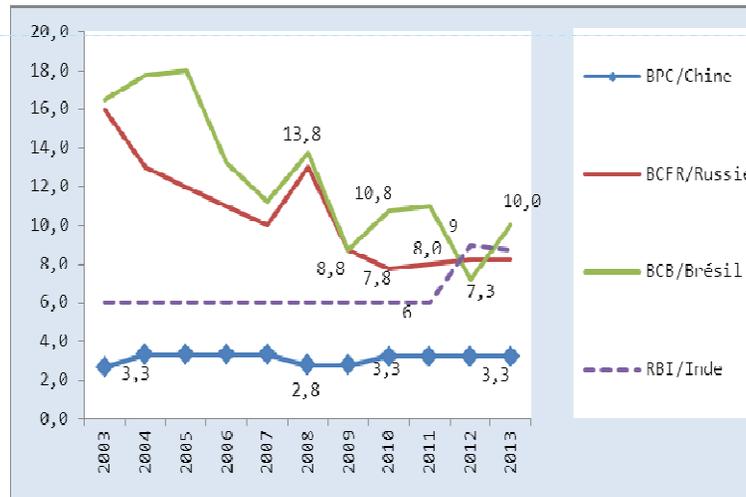
#### 3.6.3 Risques que font peser les politiques monétaires non conventionnelles

- Risque de réduction de l'indépendance financière et de dominance budgétaire durable (sous forme de passager clandestin)
  - les achats massifs des bons du Trésor ont érodé la frontière entre politiques budgétaire et monétaire
  
- Risque de réduction de la souplesse de la politique monétaire et de sa soumission essentiellement aux orientations futures des politiques budgétaires: risque de perte de l'indépendance opérationnelle des BC :
  - La lenteur des ajustement budgétaires et les difficultés de restructuration des dettes publiques obligerait les BC à conserver assez longtemps les titres du Trésor.
  
- Risque d'apparition des bulles et de prise excessive de risque tenant à des bas taux d'intérêt
  - Risque actuellement écarté : le secteur privé se désendette

### III. INCIDENCE DES ENGAGEMENTS CROISSANTS DES BANQUES CENTRALES SUR LEURS SITUATIONS PATRIMONIALES, LEURS CADRES OPERATIONNELS ET LEUR INDEPENDANCE

#### ▪ Risques économiques et financiers:

- Risque de relance des anticipations (d'inflation, de taux de change, de taux d'intérêt à long terme)
  - ✓ Risque écarté pour le moment en raison du niveau élevé de chômage (sous-emploi des facteurs)
- Risque de volatilité haussière des taux d'intérêt, en cas de désengagement brutal des BC des titres du Trésor, et d'apparition des turbulences sur les marchés émergents



La perspective de l'arrêt des politiques non conventionnelles a provoqué des remous financiers sur les marchés des pays émergents, dont les BC ont été obligés de relever les taux directeurs (graph. ci-contre).

- Une hausse des taux pourrait induire des pertes pour les BC (risque de baisse de la valeur des obligations du Trésor achetées), à combiner avec pertes probables découlant des actifs de faible qualité

### III. INCIDENCE DES ENGAGEMENTS CROISSANTS DES BANQUES CENTRALES SUR LEURS SITUATIONS PATRIMONIALES, LEURS CADRES OPERATIONNELS ET LEUR INDEPENDANCE

#### 3.6.3 Nécessité de préserver la crédibilité des BC par rapport à leurs engagements

- ❑ Pour préserver la crédibilité des BC, il est nécessaire
  - de réexaminer avec soin les conditions de maintien ou de retrait des politiques non conventionnelles tenant compte de la pondération de chaque risque
    - ✓ Préparer les conditions d'un atterrissage en douceur
  - De mener des réformes crédibles des finances publiques pour améliorer leur viabilité à long terme et restaurer la confiance
    - ✓ Importance des programmes de réduction des déficits publics
  - Que les Etats garantissent explicitement les pertes des BC et leur apportent le soutien nécessaire pour faire face à leurs engagements.

#### IV. QUELQUES ENSEIGNEMENTS A TIRER POUR LES BANQUES CENTRALES ET LES ETATS AFRICAINS

1. Les BC africaines peuvent-elles mettre en place des instruments non conventionnels?

Oui, ...

... parce que l'Afrique fait face à de nombreux problèmes structurels (faible développement des infrastructures physiques et financières, chômage élevé, etc.) qui requièrent des instruments nouveaux de financement...

cependant...

- La nature des politiques non conventionnelles en Afrique devraient être différente de celles des pays avancées pour éviter la montée de l'inflation (dans un contexte de faiblesse de l'offre due à des facteurs structurels)
- Les BC africaines devraient tenir compte de tous les risques présentés précédemment
- Le renforcement des finances publiques est un préalable fondamental pour la mise en place des instruments non conventionnels en Afrique

#### IV. QUELQUES ENSEIGNEMENTS A TIRER POUR LES BANQUES CENTRALES ET LES ETATS AFRICAINS

- Le cadre institutionnel devrait être défini pour les politiques non conventionnelles en Afrique
  - ✓ Orienter les financements des BC prudemment et exclusivement vers des projets d'investissements structurants
  - ✓ Dispositif d'encadrement du secteur privé qui reçoit les fonds pour prévenir une mauvaise affectation des ressources
  - ✓ Garantie des risques de pertes des BC par les Gouvernements
- Nécessité d'approfondir la réflexion sur la manière de développer la capacité d'adaptation des cadres opérationnels au contexte particulier de l'Afrique (voir memo des gouverneurs des banques centrales africaines, Abuja, 2014)

2. Les BC peuvent explorer les conditions d'une utilisation efficace d'une fraction de leurs réserves de change pour appuyer le financement du développement en Afrique au lieu de leur assigner uniquement la fonction d'amortisseur des chocs sur la balance des paiements

- Définir un cadre institutionnel et financier solide permettant une affectation judicieuse des ressources et garantissant leur reconstitution

#### IV. QUELQUES ENSEIGNEMENTS A TIRER POUR LES BANQUES CENTRALES ET LES ETATS AFRICAINS

##### 3. Les BC africaines devraient améliorer leur coopération

- pour contribuer plus efficacement à l'intégration économique, financière et monétaire de l'Afrique et à son développement

##### 4. Un cadre solide de coopération entre autorités monétaires et budgétaires est essentiel

- pour coordonner efficacement le policy mix
- pour maximiser les résultats en matière de stabilité monétaire et financière

##### 5. Les BC africaines devraient renforcer leurs cadres d'analyse et d'évaluation des risques sur l'économie et sur les systèmes financiers

- pour améliorer la qualité de leurs décisions et de leurs interventions

##### 6. Les BC africaines devraient mettre en œuvre des outils d'amortissement des impacts, sur l'Afrique, du retrait attendu des politiques non conventionnelles

- pour contrer efficacement les effets d'une volatilité des cours des matières premières

#### IV. QUELQUES ENSEIGNEMENTS A TIRER POUR LES BANQUES CENTRALES ET LES ETATS AFRICAINS

7. Le développement des marchés des titres publics et privés par les Etats africains constitue un élément important pour la mise en œuvre des instruments d'assouplissements quantitatifs
  - Il est difficile d'organiser des programmes d'achat des titres dans un contexte de faible développement des marchés des actifs financiers
8. La structuration des cadres institutionnel et de gestion des collatéraux et des suretés est un facteur important pour la sécurisation des bilans des banques centrales
9. Le développement de secteurs des assurances, des fonds de pension, des organismes de garantie (et des rachats) des prêts, des banques d'investissement est important pour la politique monétaire
  - Avec la crise financière, les institutions financières non bancaires ont permis aux BC d'aller au-delà des limites des canaux traditionnels de transmission de la politique monétaire
10. Des systèmes de paiements performants et modernes sont essentiels pour la mise en œuvre des politiques monétaires non conventionnelles



**MERCI DE VOTRE ATTENTION**