



L'Éco en court – Épisode 14

Le *quantitative easing* : quand les taux directeurs ne suffisent plus

(enregistré le 24/02/2026)

Introduction

VOIX OFF : Dans l'épisode précédent, nous avons vu comment les banques centrales utilisent les taux directeurs pour maintenir la stabilité des prix.

Elles les montent pour freiner l'inflation et elles les baissent pour soutenir le crédit, l'activité économique et revenir vers leur cible d'inflation.

Mais que se passe-t-il quand cet outil atteint ses limites ? Quand les taux directeurs sont déjà à zéro - ou même en dessous - et que l'économie reste en panne ?

C'est précisément pour répondre à cette situation que les banques centrales ont développé un outil inédit : le *quantitative easing* - ou assouplissement quantitatif. Cap sur cet instrument non conventionnel de la politique monétaire.

Je m'appelle Lucile, je travaille à la Banque de France. Bienvenue dans « L'Éco en court ».

PARTIE 1. Pourquoi les taux ne suffisent plus, et comment le QE prend le relais

VOIX OFF : Retour en 2008, le 15 septembre.

David Pujadas, journal de 20h de France 2, extrait du journal télévisé.

Dans l'actualité ce soir, la tempête sur les marchés financiers. La célèbre banque d'affaires Lehman Brothers se déclare en faillite, victime de la crise des subprimes. Les bourses plongent. Paris perd près de 4%.

La crise financière est mondiale : les banques se méfient les unes des autres et ne se prêtent plus d'argent entre elles. Le marché interbancaire est bloqué, le crédit aux ménages et aux entreprises s'assèche, l'activité économique plonge, la déflation menace. Les banques centrales réagissent comme d'habitude : elles baissent leurs taux directeurs pour abaisser le coût du refinancement des banques, soutenir l'activité économique et le niveau général des prix.

Elles les baissent encore, puis encore, jusqu'à 0.

François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France :

EXTRAIT - François Villeroy de Galhau : *Il y a eu des périodes où les taux d'intérêt avaient été ramenés très bas, à 0 %, voire temporairement à des taux négatifs, et donc l'arme des taux d'intérêt ne pouvait plus servir.*

VOIX OFF : Des taux directeurs négatifs, ça veut dire quoi ? Par exemple, en mars 2016, la Banque Centrale Européenne fixe son taux de facilité de dépôt à moins 0,4 %. Concrètement, les banques doivent payer quand elles laissent des liquidités sur leur compte à la banque centrale. L'objectif : les inciter à utiliser ces liquidités pour faire des crédits et ainsi relancer l'économie. Mais dans un contexte de croissance atone et où le risque de déflation plane, même cela ne suffit pas. La politique monétaire conventionnelle, qui s'appuie sur les taux directeurs, ne fonctionne plus. Il faut un nouvel outil.

EXTRAIT - François Villeroy de Galhau : *On a alors utilisé ce qu'on appelle des instruments non conventionnels, notamment en jouant sur la taille du bilan de la banque centrale avec la capacité à acheter des actifs publics, le QE. C'étaient des périodes qui correspondaient à une inflation trop faible.*

VOIX OFF : En dépit de son nom un peu technique, le *quantitative easing* repose sur une idée simple : si des taux directeurs très bas ne suffisent plus à inciter les banques à accorder des crédits, les banques centrales vont injecter directement de la liquidité dans l'économie. Comment ? En achetant massivement des obligations, c'est-à-dire des titres de dette - le plus souvent des titres de dettes d'État - déjà détenues par des banques.

Pour payer ces achats, les banques centrales créent de la monnaie centrale en créditant les comptes de réserves que ces banques détiennent auprès d'elles. Ces banques récupèrent donc de la liquidité qu'elles peuvent utiliser pour se prêter davantage, se refinancer, investir, ou acheter d'autres actifs.

Et surtout : Ces achats massifs augmentent la demande d'obligations déjà en circulation, ce qui fait monter leur prix et baisser leur rendement. En effet, les détenteurs d'obligations sont rémunérés à taux fixes : si acheter ces titres coûte plus cher, mécaniquement, leur rendement est plus faible. Cette baisse des taux d'intérêt ne se limite pas aux obligations déjà en circulation : elle se diffuse à l'ensemble du marché obligataire et en particulier aux nouvelles obligations émises.

Or, les obligations d'État, notamment occidentaux, sont considérées comme un emprunt très sûr. Le taux des obligations d'État sert donc de référence pour fixer le coût auquel les entreprises et les ménages peuvent également emprunter. Résultat : si les États empruntent à moindre coût, les entreprises et les ménages aussi.

EXTRAIT - François Villeroy de Galhau : *Acheter des titres publics, c'est une façon de peser sur les taux d'intérêt, notamment les taux d'intérêt à long terme. La banque centrale fixe directement les taux directeurs, les taux à court terme, et si nous achetons des titres obligataires, c'est une façon de diminuer aussi les taux d'intérêt à long terme, de mettre*

de la liquidité dans l'économie, et donc de stimuler l'activité et de faire remonter l'inflation vers les 2%.

PARTIE 2. QE ou planche à billets : une distinction fondamentale

VOIX OFF : À ce stade, une question revient souvent : une banque centrale qui achète de la dette publique, n'est-ce pas une façon de financer les États en créant de la monnaie ? La fameuse planche à billets. La réponse est clairement non.

EXTRAIT - François Villeroy de Galhau : *Si nous avons acheté des actifs publics, ce n'est pas pour financer les États. Je crois que c'est très important de le rappeler, parce qu'il y a souvent cette ambiguïté. Notre seule boussole, c'est le mandat dont on parlait tout à l'heure, c'est l'objectif de 2 % d'inflation. Le quantitative easing, ce n'est pas fait pour financer les États. J'entends parfois dans le débat politique français l'idée que la BCE aurait la clé du problème budgétaire français. C'est totalement faux.*

Comment nous assurons-nous qu'il n'y ait pas de financement monétaire ? Il y a deux règles majeures. La première, c'est que ces achats ne peuvent pas se faire sur le marché primaire, c'est-à-dire lors des adjudications, mais sur le marché secondaire, auprès d'investisseurs privés.

VOIX OFF : Premier garde-fou : la BCE n'achète pas les obligations directement aux États lors de leur émission, mais uniquement sur le marché secondaire, auprès d'investisseurs qui les détiennent déjà. Cette séparation garantit que le financement des États se fait d'abord à des conditions de marché, via des acteurs privés qui en évaluent le prix et le risque.

François Villeroy de Galhau : *Et puis il y a une seconde règle : pour chacun des titres concernés, il y a des limites d'emprise. À chaque fois, c'est une minorité de titres qui peut se retrouver dans les mains de la banque centrale.*

VOIX OFF : Ces deux règles garantissent l'indépendance de la banque centrale vis-à-vis des gouvernements - un principe cardinal de la politique monétaire moderne. Les interventions de la banque centrale visent ensuite à influencer les conditions financières globales (notamment les taux d'intérêt à moyen et long terme), et non à fournir un financement direct aux États. L'objectif est clair : relancer l'activité et faire remonter l'inflation vers la cible de 2 %.

PARTIE 3. L'histoire du QE : du Japon à la pandémie

VOIX OFF : Le QE à grande échelle a été utilisé pour la première fois en 2001 par la Banque du Japon.

Dans la zone Euro, la BCE y a eu recours deux fois. D'abord, entre mars 2015 et septembre 2016. La BCE lance l'APP - *Asset Purchase Programme*.

Traduction de la Conférence de presse de Mario Draghi, président de la Banque centrale européenne, le 5 mars 2015.

Nous commencerons, le 9 mars 2015, à acheter des titres du secteur public libellés en euros sur le marché secondaire.

Nous avons déjà constaté de nombreux effets positifs de ces décisions de politique monétaire. En particulier, les conditions d'emprunt pour les entreprises et les ménages se sont considérablement améliorées. De ce fait, nos mesures contribueront à un retour significatif de l'inflation vers un niveau inférieur à 2 % à moyen terme, mais proche de ce niveau, et consolideront l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen et long terme.

VOIX OFF : Puis, en mars 2020, la pandémie de Covid-19 frappe. Le PEPP - *Pandemic Emergency Purchase Programme*, est décidé en quelques heures, depuis des appartements confinés.

EXTRAIT - François Villeroy de Galhau : *Je garde un souvenir très vivant du début du Covid : en mars 2020, l'activité plonge brutalement, on craint vraiment la déflation de l'économie, et nous avons une réunion extraordinaire, à la mi-mars, du Conseil des Gouverneurs. Chacun était confiné chez lui, j'étais au téléphone, et nous décidons, en deux heures, le plus gros programme d'achat d'actifs à l'unanimité, y compris les plus durs autour de la table du Conseil des Gouverneurs, parce qu'il le fallait pour soutenir l'activité et ramener l'inflation à 2 %.*

PARTIE 4. Où en sommes-nous aujourd'hui ?

VOIX OFF : Si le *quantitative easing* a incontestablement joué un rôle stabilisateur lors des grandes crises, il n'est pas sans limites : son efficacité sur l'économie réelle dépend des comportements des banques et des investisseurs, et il laisse derrière lui des bilans de banques centrales considérablement alourdis.

Mais en 2022, le contexte change radicalement. Au sortir de la crise sanitaire, la consommation a redémarré rapidement quand la guerre en Ukraine a fait bondir les prix de l'énergie. Conséquence : l'inflation a atteint des niveaux que l'on n'avait pas vus depuis des décennies. La priorité des banques centrales s'inverse : il ne s'agit plus de stimuler la demande, mais de la refroidir. Les banques centrales ont alors remonté leurs taux directeurs, et commencé à réduire leur bilan. C'est ce qu'on appelle le *quantitative tightening* — le resserrement quantitatif. La Fed a entamé ce chemin en mars 2022, la BCE en juillet de la même année. Retours aux conventionnels taux directeurs.

Conclusion

VOIX OFF : Merci à toutes et tous de nous avoir écoutés. Un grand merci également à Paul Sabalot pour sa participation à l'écriture de cet épisode. Dans le prochain épisode, nous continuerons d'explorer les instruments de politique monétaire des banques centrales. Nous verrons qu'il existe un outil subtil, qui n'achète rien, ne crée pas de monnaie, et qui pourtant peut suffire, à lui seul, à calmer des marchés financiers en panique. Cet outil, c'est la parole. A bientôt !