

UNIVERSITE MOULOUD MAMMERI DE TIZI-OUZOU

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



**Mémoire de fin de cycle en vue de l'obtention du
Diplôme de Master en Sciences Economiques
Option : ECONOMIE MONETAIRE ET BANCAIRE**

THEME :

***L'EFFET DE LA POLITIQUE
MONÉTAIRE SUR LA STABILITÉ DES
MARCHÉS FINANCIERS :
CAS DE LA CRISE DES SUBPRIMES***

Réalisé par :

ADDO John Teye

BEKDA Kahina

Dirigé par :

Mlle SI MANSOUR Farida

Devant le jury composé de :

Présidente : Mme BENZEGGANE Souhila, MAA, UMMTO

Rapporteur : Mlle SI MANSOUR Farida, MAA, UMMTO

Examinatrice : Mme LOUGGAR Rosa, MMA, UMMTO

Date de soutenance : 11/10/2018

2017/2018

Remerciements

Nous tenons à exprimer notre profonde gratitude à tous ceux qui ont contribué d'une manière ou d'une autre à l'élaboration de ce modeste travail

Nous aimerions d'abord exprimer nos vifs remerciements à M^{elle} SI MANSOUR Farida pour nous avoir guidés, de nous avoir accordé de son temps maximum, et orientés pour la réalisation de cette étude. Et aux membres du jury d'avoir accepté de lire et évaluer ce travail

Nous désirons également remercier le corps enseignant du département des sciences économiques, ainsi que toute personne ayant concouru au succès de ce projet, nous citons nos camarades de promotion, nos amis et nos familles pour leurs conseils et leur soutien.

Dédicaces

Je dédie ce travail à :

Mes chers parents, mes frères et sœurs qui ont sacrifié tout pour moi.

Tous mes amis qui m'ont donné la force et le courage tout au long de la réalisation de ce travail, surtout ma camarade « BEKDA Kahina ».

ADDO John Teye

Je dédie ce modeste travail à

Mon très cher père qui m'a inculqué le sens de la responsabilité, de l'optimisme et la confiance en soi face aux difficultés de la vie. Mes expressions, aussi éloquente soient-elles, ne sauraient lui exprimer ma gratitude et ma reconnaissance

Ma très chère mère, la source de mes efforts et de mon enthousiasme, celle qui a beaucoup sacrifié pour moi et qui m'a toujours soutenue et motivée puisse le tout puissant lui donner la santé, le bonheur et la longue vie

Celui que j'aime beaucoup et qui m'a soutenue tout au long de ce projet, mon fiancé, ainsi que ma belle-famille, en particulier, mon beau-frère « AHCEN » et sa femme « DALYA »

A mes frères et sœurs, qui m'ont toujours aidée et qui m'ont servi d'exemple de persévérance et de courage

A toute ma famille, mes aimables amis et mon camarade « ADDO John Teye »

Que ce travail soit l'accomplissement de vos vœux tant allégués, et le fruit de votre soutien infaillible.

BEKDA Kahina

Résumé

Le dysfonctionnement des marchés financiers dans une économie de marchés peut déboucher sur une crise qui se caractérise par l'éclatement de bulles spéculatives sur les prix des actifs, ce qui oblige la banque centrale à mener une politique du taux d'intérêt zéro associée à des politiques d'assouplissement quantitatif et/ou à des politiques de crédit destinées à sortir de la trappe à liquidité ou à l'éviter. Ce travail a pour objet de montrer l'effet des mesures menées par les autorités monétaires face à la crise des subprimes qui a révélé les limites de la politique conventionnelle, et ce à travers l'analyse des mécanismes de cette crise de sa genèse à son éclatement puis sa propagation à l'ensemble de l'économie américaine, voire mondiale. Toutefois, avant d'entamer cette analyse, une présentation générale de la politique monétaire et ses outils non conventionnels s'avère nécessaire. Les résultats de cette recherche montrent que, malgré les craintes que peuvent être présentée les mesures non conventionnelles de la politique monétaire, leur application a été un succès endiguant les effets de la crise, fait qui justifie l'indispensabilité de l'intervention de la politique monétaire pour rétablir la stabilité financière.

Mots clés : Bulles spéculatives, marchés financiers, politiques non conventionnelles, politiques conventionnelles, stabilité financière, subprimes.

Abstract:

The dysfunction of financial markets in a market economy can lead to a crisis characterized by the bursting of speculative bubbles on asset prices, forcing the central bank to pursue a zero interest rate policy coupled with quantitative easing policies and / or credit policies to exit or avoid the liquidity trap. This work aims to show the effect of the measures taken by the monetary authorities in the face of the subprime crisis that revealed the limits of conventional monetary policy, and this, through the analysis of the mechanisms of this crisis from its genesis to its bursting, then its spread to the entire US economy, even to the global economy. However, before commencing this analysis, a general presentation of monetary policy and its unconventional tools is necessary. The results of this research show that, despite the fears that unconventional measures of monetary policy may present, their application has been a success in curbing the effects of the crisis, a fact that justifies the indispensability of the intervention of monetary policy to restore financial stability.

Key words: Conventional monetary policy, financial markets, financial stability, speculative bubbles, subprimes, unconventional monetary policy.

Liste des tableaux

Tableau 01 : Evolution de cours et des indices boursiers du 01/01/08 au 24/10/08.....	77
Tableau 02 : PIB en volume (taux de croissance annuels)	78
Tableau 03 : Evolution du taux directeur de la FED.....	83
Tableau 04 : Evolution du taux de chômage aux États-Unis.....	93

Liste des figures

Figure 01 : La courbe IS-LM.....	16
Figure 02 : Les phases de formation d'une bulle spéculative.....	54
Figure 03 : Les douze districts de la FED.....	66
Figure 04 : Emission des crédits immobiliers subprimes aux USA.....	72
Figure 05 : Taux de chômage entre 1990 et 2012 aux USA.....	79
Figure 06 : L'évolution du taux directeur de FED.....	83
Figure 07 : Réserves excédentaires détenues auprès de la FED.....	90
Figure 08 : La variation des taux long terme des bon du trésor américain lors des mesures d'assouplissement quantitatif aux USA.....	91
Figure 09 : Graphique de l'indice Case Shiller 2004-2015.....	92
Figure 10 : L'évolution du taux de chômage aux USA.....	94

Liste des abréviations

- ABS : Asset Backed Securities
- ARM : Adjustable Rate Mortgage
- BC : Banque Centrale
- BRI: Banque des Règlements Internationaux
- CDO : Collateralized Debt Obligations
- CDS : Credit Default Swaps
- FG : Forward Guidance
- FHLMC: Federal Home Loan Mortgage Corporation
- FMI: Fonds Monétaire International
- FNMA: Federal National Mortgage Association
- FOMC: Federal Open Market Committee
- GSE: Government-sponsored entities
- LSAP: Large Scale Asset Purchases
- MBS : Mortgage Backed Securities
- MPS : Monetary policy and consumer spending
- NBER : National Bureau of Economic Research
- NTIC: Nouvelle technologie de l'information de la communication
- OMO: Open Market Operations
- OTC: Over the counter
- PDCF: Primary Dealers Credit Facility
- PDR : Prêteur en dernier ressort
- PMNC: Politique monétaire non conventionnelle
- PNC : Politique non conventionnelle
- PTINC : Parité des taux d'intérêt non couverte
- QE : Quantitative Easing
- RTGS: Real Time Gross Settlement system
- SIV : Structured Investment Vehicle
- SPV : Special Purpose Vehicle
- TAF: Term Auction Facility
- TARP: Troubled Assets Relief Program
- TRT: Term Repurchase Transaction

- TSLF: Term Securities Lending Facility
- ZLB : Zero Lower Bound

Sommaire

Introduction.....	2
Chapitre I : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers.....	6
Introduction.....	6
Section 1 : Approche théorique et conceptuelle de la politique monétaire.....	6
Section 2 : La notion de stabilité des marchés financiers.....	20
Section 3 : La politique monétaire dans un marché globalisé.....	27
Conclusion.....	35
Chapitre II : Les politiques monétaires non conventionnelles, quelques points de repère.....	37
Introduction.....	37
Section 1 : Les mesures de la politique monétaire non conventionnelle.....	38
Section 2 : Les canaux de transmission et les effets de la PMNC.....	45
Section 3 : La PMNC et la création des bulles spéculatives.....	52
Conclusion.....	59
Chapitre III : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes.....	61
Introduction.....	61
Section 1 : La FED ; présentation, organisation et actions de politique monétaire.....	61
Section 2 : La crise des subprimes : origines et mécanismes de propagation.....	70
Section 3 : L'effet de l'intervention de la Fed sur la stabilité des marchés financiers.....	80
Conclusion.....	94
Conclusion Générale.....	97
Bibliographie.....	100
Table des matières.....	107

Introduction générale

Introduction générale

La crise financière qui sévit depuis août 2007 a nécessité une intervention sans précédent de la part des banques centrales partout dans le monde. La sous-évaluation du risque a généré un endettement excessif. Cette crise qui aurait dû rester circonscrite aux Etats-Unis, et plus particulièrement au secteur de l'immobilier s'est finalement propagée. Tout d'abord à l'ensemble de l'économie américaine, puis à l'ensemble de l'économie mondiale. Cette propagation est renforcée par l'interdépendance des agents financiers et par une technique qui est utilisée dans le milieu de la finance, la titrisation, faisant de celle-ci une des plus importantes crises financières mondiales.

La crise des subprimes a servi de détonateur de conjonctures économiques : crise de confiance interbancaire, assèchement de la liquidité, déroute de certaines classes d'actifs, contrainte de solvabilité des banques et risque systémique. Ces dernières font que, l'action d'une banque centrale est doublement délicate : par l'ampleur des risques et par l'incertitude sur le déroulement de la situation et l'impact des décisions prises.

En effet, dans un environnement international, marqué par une forte mondialisation, un seul espace économique, une sacralisation du principe de la libre circulation des capitaux, la bonne santé des établissements bancaires et financiers conditionne la stabilité financière aussi bien interne qu'à l'échelle mondiale d'où l'intérêt de veiller notamment à la consolidation du système financier international. C'est dans ce sens que s'inscrivent les travaux du comité de Bâle qui se sont traduits par un ensemble de recommandations, visant la mise en place des règles par les autorités monétaires de chaque pays qui ont encore des défis majeurs à relever pour assurer la stabilité financière.

L'histoire financière montre que les économistes se sont souvent divisés quant au rôle des autorités publiques. Pour les uns, la concurrence sur le marché se charge de sélectionner les banques bien gérées et les meilleurs placements financiers. Pour les autres au contraire, les pouvoirs publics se doivent d'émettre des règles afin d'éviter les conséquences néfastes des comportements opportunistes des agents les mieux informés ou les moins coopératifs. Les analyses en termes d'asymétrie d'information, d'aléa moral ou encore d'économie industrielle montrent la nécessité de règles s'imposant aux agents.

Afin de contrer les conséquences d'une crise financière, voire même, sa survenance qui risque d'engendrer un dysfonctionnement de l'économie d'un pays quelconque, une autorité financière, la banque centrale, est chargée d'assurer la stabilité financière par le biais de ses

politiques monétaires. Le rôle des autorités monétaires d'assurer la stabilité semble fragilisé ou perturbé par un système financier très largement sous-réglementé.

La politique monétaire des banques centrales vise à préserver la stabilité des prix tout en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. A cet effet, elles s'appliquent à stabiliser le taux d'intérêt à court terme à un niveau créant des conditions favorables. La FED étant l'autorité monétaire des États-Unis, a comme objectif principal, le plein-emploi, la stabilité des prix, et des taux d'intérêt à long terme modérés. Elle a aussi comme préoccupation d'assurer la stabilité du système financier et cherche à minimiser et maîtriser les risques systémiques via son rôle de prêteur en dernier ressort et la surveillance active du système financier américain.

A travers les opérations d'open market organisées par la FOMC, la FED, comme toute autre banque centrale intervient sur le marché monétaire américain afin de contrôler la quantité de monnaie centrale en circulation. Elle a intervenu pour endiguer la crise en trois catégories : venir en aide aux ménages pour limiter l'augmentation des défauts de paiement, assouplir la politique monétaire en injectant des liquidités et, éventuellement, en jouant sur les taux d'intérêt, et enfin intervenir en tant que prêteur en dernier ressort, voire en tant qu'acheteuse en dernier ressort.

Dans le contexte de la crise, la réserve fédérale a profondément modifié la conduite de sa politique monétaire afin d'éviter l'effondrement du système financier et de relancer l'économie. Pour ce fait, notre étude cherche à montrer l'effet qu'elle peut avoir sur la stabilité des marchés financiers.

Lorsque la transmission de la politique monétaire est entravée et/ou que les taux directeurs atteignent leur niveau plancher, la banque centrale est forcée de procéder à l'assouplissement de sa politique et donc se tourner vers les instruments de la politique monétaire dite « non conventionnelle » pour garantir l'efficacité de son action et, si nécessaire, stimuler davantage l'activité économique.

La raison du choix du sujet est justifiée par le fait que la préoccupation des banquiers centraux actuellement, n'est pas seulement la stabilité des prix mais aussi la prévention des conséquences des comportements des agents économiques via la mise en œuvre des politiques pour éviter l'effondrement de l'ensemble du système financier.

La question principale autour de laquelle s'articulera la recherche est la suivante ; **quel a été le rôle de la politique monétaire de la FED dans la stabilité des marchés financiers face**

à la crise des subprimes ? Ce qui nous amène à poser les questions suivantes dans le but de répondre à la problématique posée ;

- En quoi consiste la politique monétaire, quels sont ses objectifs et ses limites ?
- Quelles sont les effets ainsi que l'ampleur de la crise des subprimes sur l'économie américaine, voire l'économie mondiale ?
- Quels sont les outils des politiques monétaires non conventionnelles mises en œuvre et quel est leur rôle dans l'atténuation de la crise ?
- En intervenant sur les marchés, quelles politiques la FED a-t-elle adopté pour assurer la stabilité financière ?

L'intention fondamentale, tout au long de cette étude, après avoir cerné certains éléments théoriques relatifs à la question, est de déterminer, d'évaluer et de mettre en évidence les « catalyseurs » de la crise des subprimes, ainsi que de faire ressortir les effets des actions de la politique monétaire menée par la FED sur la stabilité des marchés financiers face à la crise.

Afin de répondre aux questions évoquées précédemment, nous avons procédé à la recherche bibliographique c'est-à-dire consultation des ouvrages, documents, rapports, articles et thèses, cela dans l'objet de cerner les concepts théoriques relatifs au sujet. Nous avons aussi consulté les rapports des études qui ont été réalisées par les institutions internationales comme le Fonds Monétaire International (FMI), et la Banque des Règlements Internationaux (BRI).

Concernant le cadre d'analyse, nous avons utilisé des documents traitant le sujet de l'intervention des banques centrales sur les marchés lors du déclenchement de la crise à travers l'utilisation de différentes mesures non conventionnelles afin de contrer la retombée de la crise.

Dans l'objet de bien cerner le concept de politique monétaire et de stabilité des marchés financiers, le présent mémoire se décomposera en trois chapitres : le premier chapitre fournira une synthèse de la littérature relative à la politique monétaire et la stabilité des marchés financiers, le deuxième sera consacré aux politiques monétaires non conventionnelles comme outils d'assouplissement, et enfin le troisième chapitre portera sur la politique monétaire américaine et la stabilité des marchés face à la crise des subprimes. Il comporte aussi un regard sur l'origine et les mécanismes de propagation de la crise.

*Chapitre I : Le mécanisme de
la politique monétaire et la notion
de stabilité des marchés financiers*

*Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité
des marchés financiers*

**Chapitre I : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de
stabilité des marchés financiers.**

Introduction

Le pouvoir d'émettre la monnaie fait partie des fonctions régaliennes de l'Etat. Celui-ci est investi d'une politique monétaire, qui vise à gérer les besoins de l'économie en monnaie, pour les échanges nationaux comme les échanges internationaux.

La politique monétaire comprend l'ensemble des choix institutionnels et opérationnels par lesquels une communauté politique cherche à réguler la production de monnaie sur son territoire. Elle intègre la connaissance des mécanismes monétaires et l'art de les utiliser dans la poursuite des objectifs macroéconomiques.

Section 1 : Approche théorique et conceptuelle de 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. Ces dernières ramènent les autorités monétaires à employer des politiques qui ne sont pas classiques (non conventionnelles) dans le but de combler le manque de la politique monétaire dite conventionnelle.

1.1 Evolution et fondements théorique de la politique monétaire

La notion de la politique monétaire a connu des changements important avec l'adoption de changes flottants dans les années 1970. Cette évolution a considérablement influé les différentes théories sur la monnaie.

1.1.1 Evolution de la politique monétaire

La politique monétaire est probablement la politique économique qui a le plus changé au cours des trois dernières décennies. L'essor et l'internationalisation des marchés de capitaux ont modifié les canaux de transmission et les instruments de la politique monétaire. Dans le

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

même temps, les banques centrales s'imposent de nouvelles contraintes, limitant leurs marges d'action, afin de gagner en crédibilité vis-à-vis des marchés. La lutte contre l'inflation prend une place centrale dans la stratégie monétaire. Aujourd'hui, les autorités monétaires font face à de nouveaux défis. D'une part, le changement du processus inflationniste nécessite de nouveaux outils et de nouveaux indicateurs pour la politique monétaire. D'autre part, ce contexte inflationniste plus stable s'est accompagné d'une instabilité financière croissante, ce qui pose la question d'une possible réorientation de l'action monétaire.

La politique monétaire subit de profondes mutations à partir du milieu des années 1970, suite à l'évolution du contexte économique et financier international, dont le point de départ est le passage à un système de changes flottants. N'étant plus contrainte par le respect de l'objectif externe (la stabilité du taux de change), la politique monétaire retrouve toute latitude et peut désormais être utilisée pour atteindre des objectifs internes, tels que la croissance ou la maîtrise de l'inflation. Dans le même temps, l'adoption de changes flottants marque le début d'une instabilité financière croissante, caractérisée par une forte volatilité des taux de change et des taux d'intérêt, ce qui sera un facteur d'innovations financières.

1979 constitue une autre date importante. Paul Volker, nouveau gouverneur de la banque centrale américaine, la FED, décide d'utiliser l'instrument de la politique monétaire pour lutter contre l'inflation qui n'a cessé d'augmenter depuis les années 1960. C'est le début d'un engagement croissant des banques centrales en faveur de la stabilité des prix.

La décennie 90 ne différera pas fondamentalement des deux précédentes au plan de la gestion de la politique monétaire. Certes, il y aura des changements. À titre d'exemple, le rôle des objectifs (cibles) intermédiaires pourra changer, et l'importance relative des taux d'intérêt et des taux de change comme canaux de transmission de la politique monétaire pourra être modifiée. Mais, au cours de la décennie 90, les banques centrales ne dévieront pas fondamentalement du cadre de la politique monétaire qu'elles utilisaient au cours de la décennie 80.

Au cours des dernières années, la globalisation impose, dans une large mesure, la convergence des objectifs et des instruments de la politique monétaire. L'apparition de bulles financières sur les marchés mondiaux ont stimulé les banques centrales à introduire un lien entre prix d'actifs et politique monétaire pour améliorer les prévisions d'inflation. Ainsi elles adoptent de nouvelles mesures afin de garantir la stabilité financière.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

1.1.2 Les fondements théoriques des politiques monétaires

A travers l'histoire de la pensée économique, la politique monétaire est passée par diverses conceptions. Pour l'approche classique et néoclassique, la politique monétaire est inutile car elle n'a pas d'influence sur le secteur réel de l'économie. Elle n'a d'influence que sur le secteur monétaire. Selon les classiques l'offre de monnaie est exogène, c'est-à-dire qu'elle est contrôlée par les autorités monétaires, et la demande de monnaie émane des agents économiques à des fins de transaction ou de précaution.

Une augmentation de la monnaie en circulation fait augmenter le pouvoir d'achat des agents économiques qui se trouvent avec des encaisses excédentaires qu'ils vont dépenser sur le marché des biens et services et ces dépenses vont augmenter la demande, et vice versa.

Selon la théorie quantitative de la monnaie, la quantité de monnaie est exogène, la vitesse de circulation de la monnaie est constante, le volume de production est déterminé sur le marché du travail et son niveau correspond au plein emploi des facteurs de production.

Enfin, la politique monétaire dans l'approche classique et néoclassique n'a fait que créer de l'inflation et n'a aucun effet sur les grandeurs réelles de l'économie (le salaire réel, le niveau de l'emploi, le volume de production, le niveau d'investissement et d'épargne et le taux d'intérêt). En d'autres termes, les variables nominales (le prix et le taux d'intérêt) n'interviennent pas dans la détermination des variables réelles. De ce fait, le modèle d'équilibre se caractérise par une dichotomie entre les variables réelles et monétaires. En conséquence, la politique monétaire de relance en vue de stimuler l'activité économique, relancera l'inflation sans avoir d'impact sur la sphère réelle de l'économie¹.

Par contre chez les keynésiens, la politique monétaire s'inscrit dans le cadre de la remise en question des deux principales caractéristiques de l'économie classique : la parfaite flexibilité des prix et des salaires et la dichotomie entre les sphères réelle et monétaire.

Les classiques considèrent que l'économie est capable de se maintenir à proximité du plein emploi grâce à la parfaite flexibilité des salaires et des prix. En cas de choc, ces grandeurs s'ajustent rapidement et garantissent la stabilité du taux de chômage et de la production. Keynes conteste ce rebond rapide et systématique de l'économie. Il met en avant la rigidité à la baisse des salaires nominaux et la viscosité des prix, et conclut que l'économie ne peut compter sur

¹ KADIR Nassim, « La politique monétaire de la BCE face à la crise des subprimes », Mémoire de Magister, sciences économiques, Université Mouloud MAMMERI de Tizi-Ouzou, FSEGC, 2013, p 64.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

les ajustements nominaux pour un retour rapide à l'équilibre. En présence des rigidités nominales, l'équilibre est atteint grâce à des ajustements par les quantités. L'économie s'écarte donc du plein emploi.

La hausse de l'emploi constitue l'objectif final de la politique monétaire. Le moyen d'action est le suivant : en augmentant l'offre de monnaie (politique monétaire expansionniste) les autorités monétaires obtiennent une diminution du taux d'intérêt qui agit sur le comportement des ménages et des entreprises² :

- Des taux d'intérêt plus bas poussent les ménages à utiliser la monnaie pour des motifs de transaction (consommation, investissement) plutôt que pour des motifs de spéculation ce qui a un effet positif sur la demande globale et la demande effective ;
- La baisse des taux d'intérêt rend ainsi rentables des investissements qui, sinon, ne l'auraient pas été. De plus, cette baisse des taux d'intérêt décourage les entreprises disposant d'une trésorerie excédentaire de placer leurs fonds dans l'achat de titres, les incitant au contraire à investir. On dirait aujourd'hui que cela les incite plutôt à l'investissement productif qu'au placement spéculatif. Une telle situation stimule la demande de biens de production et par là même la demande globale et la demande effective.

Quant aux monétaristes, la politique monétaire de relance keynésienne est efficace à court terme en stimulant la création de l'emploi mais elle est inefficace sur le long terme de rétablir le plein emploi. Les monétaristes ont mis en cause la courbe de Phillips qui met l'accent sur l'existence d'une relation inverse entre le taux de variation des salaires nominaux et le taux de chômage. Quand le taux de chômage est faible, la croissance du salaire nominal est importante, inversement quand le taux de chômage est important, la croissance du salaire nominal est faible.

Les monétaristes se sont penchés sur l'étude de l'utilisation optimale des instruments de la politique monétaire. Ils défendent l'adoption d'objectifs intermédiaires en termes de masse monétaire. Ils affichent néanmoins leur hostilité à l'interventionnisme excessif des banques centrales et rejettent le caractère discrétionnaire de leurs politiques. De leur point de vue, les politiques dites de stabilisation sont elles-mêmes génératrices d'instabilité. Elles doivent être activées seulement face à des chocs de fortes ampleurs. Dans de telles circonstances, il serait

² SAMI Ben Mim, « L'efficacité de la politique économique : le rôle du marché du travail et des marchés financiers », Thèse de doctorat, Université Paris XII VAL-DE-MARNE, Paris, Janvier 2004, p 20.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

préférable de miser sur l'appareil monétaire, car la politique budgétaire est handicapée par l'éviction des investissements qu'elle génère. En dehors des périodes de récession, les banques centrales doivent veiller à la stabilité du taux de croissance de la masse monétaire afin de contrôler les anticipations et de garantir un taux d'inflation raisonnable³.

Sur le plan opérationnel, les monétaristes mettent l'accent sur la lenteur de la politique budgétaire, soulignant qu'en cas de choc les réactions doivent être rapides afin de redresser l'économie avant qu'elle ne plonge dans la crise. Les interventions tardives peuvent aggraver la situation. De ce point de vue, la politique monétaire présente un net avantage car elle est capable d'intervenir avec un « *timing* » beaucoup plus précis.

1.2 Définitions et objectifs de la politique monétaire

La politique monétaire est l'outil majeur de la BC qui doit favoriser la croissance économique et veiller à la stabilité financière via son action sur la monnaie, cette action se concrétise par la fixation de certains objectifs pouvant varier d'un pays à l'autre.

1.2.1 Définitions de la politique monétaire

La politique monétaire est une composante de la politique économique, au côté de la politique budgétaire et de la politique de change. Elle prend la forme d'une régulation monétaire où les instruments utilisés par les banques centrales exercent une contrainte de liquidité sur le principal levier de la création monétaire : le crédit bancaire. Elle consiste à agir sur l'activité économique par l'intermédiaire de la masse monétaire et/ou du taux d'intérêt. Plusieurs approches ont été adoptées par un certain nombre d'auteurs économiques quant aux composantes du carré magique de KALDOR, à savoir ; la croissance, le plein emploi, la stabilité des prix et l'équilibre extérieur.

Pour Jean-Luc BAILLY, la politique monétaire est « l'ensemble des actions développées par une banque centrale 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 monnaie⁴ ».

Selon Marie DELAPLACE, la politique monétaire peut être définie comme « des actions mises en œuvre par les autorités monétaires afin de procurer à l'économie la quantité

³ SAMI Ben Mim, Op. Cit., p 31.

⁴ BAILLY Jean-Luc, « Economie monétaire et financière », Ed Bréal, 2^{ème} Ed, Paris, 2006, p 217.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

de monnaie nécessaire à la poursuite de la croissance économique et la réalisation du plein-emploi tout en préservant la stabilité de la valeur de la monnaie au niveau interne (le niveau général des prix) et au niveau externe (taux de change) »⁵.

D'après M. Montoussé et D. Chamblay, la politique monétaire désigne « l'action sur les variables économiques au moyen de la quantité de monnaie en circulation et des taux d'intérêt »⁶.

1.2.2 Les objectifs de la politique monétaire

La politique monétaire étant une composante de la politique économique et comme toute autre politique, a des objectifs qui sont « les forces motrices » amenant la réalisation des objectifs finaux qui ne peut se faire simultanément. Les principaux objectifs aussi appelés « objectifs intermédiaires » sont les suivants :

1.2.2.1 Les objectifs quantitatifs

Ils portent sur l'évolution des agrégats monétaires c'est-à-dire sur les différents indicateurs de la masse monétaire en circulation dans l'économie. L'objectif consiste pour les autorités monétaires à fixer un taux de croissance pour l'augmentation annuelle de la masse monétaire. 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 niveau fixé.

1.2.2.2 Les objectifs de taux d'intérêt

L'une des préoccupations des autorités monétaires est d'assurer la stabilité des taux d'intérêts en fixant le niveau du taux dans le but soit de stimuler la croissance de l'investissement ou bien d'encourager l'épargne. Pour ce faire, le taux est baissé pour l'encouragement de l'investissement, dans le cas contraire le taux est élevé pour encourager l'épargne des ménages.

1.2.2.3 Les objectifs de change

Consistent à assurer la stabilité du taux de change. Les autorités monétaires peuvent utiliser les instruments monétaires pour atteindre un certain niveau de taux de change de la

⁵ DELAPLACE Marie, « Monnaie et financement de l'économie », Ed Dunod, Paris, 2003, p 103.

⁶ Marc MONTOUSSE et Dominique CHAMBLAY, « 100 fiches pour comprendre les sciences économiques », Ed Bréal, 3^{ème} Ed, Paris, 2005, p 196.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

monnaie nationale sur le marché des changes. Un pays peut rechercher la dépréciation de sa monnaie pour relancer ses exportations, ou au contraire, une appréciation de sa monnaie.

Cette politique de maîtrise du taux de change et l'utilisation de celui-ci comme cible intermédiaire s'est toujours faite en complément d'un autre objectif intermédiaire, un des agrégats monétaires.

1.3 Les instruments de la politique monétaire

La politique monétaire cherche à réguler la quantité de monnaie en circulation de façon à satisfaire les objectifs finaux de celle-ci ; la croissance, le plein-emploi, ainsi que la stabilité des prix et des changes. Pour atteindre ces objectifs, les autorités monétaires disposent de certains instruments. Ces derniers ne sont pas tous équivalents et leur efficacité dépend des caractéristiques propres à chaque système financier, et peuvent être décomposés en deux catégories : les instruments conventionnels et les instruments non conventionnels.

1.3.1 Les instruments conventionnels

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

1.3.1.1 L'opération de réescompte

C'est une opération permettant à une banque commerciale de bénéficier ou d'obtenir avant l'échéance un crédit bancaire auprès de la banque centrale, contre remise d'un effet de commerce tel qu'une lettre de change. Cette opération donne lieu au paiement d'un taux d'intérêt appelé « taux de réescompte »⁷.

La banque centrale manipule ce taux dans le but de réguler la masse monétaire en circulation, qui se fait en baissant le taux de réescompte pour augmenter le crédit et donc la création monétaire, et le contraire est juste. La banque centrale peut aussi agir en fixant un plafond de réescompte limitant le volume de réescompte possible.

1.3.1.2 L'opération d'open market

Désigne toutes les opérations d'achat et de vente ferme et temporaire de titres publics ou privés contre la monnaie centrale par la banque centrale sur les marchés monétaires. Elle

⁷ GHAZOUANI Kamel, « Politique Economique », IHEC Carthage, Tunisie, 2010, p 164.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

augmentera la quantité de monnaie centrale que les banques commerciales pourront se procurer en fonction d'une politique monétaire plus accommodante.

La banque centrale intervient en tant qu'acheteur de titres et injecte de ce fait une partie de liquidité sur le marché ce qui augmentera les possibilités des banques commerciales à accorder des crédits et donc le taux d'intérêt, déterminé par l'offre et la demande de liquidité, diminue, mais avec un risque d'inflation, car la hausse de la demande peut être supérieure aux capacités de production⁸.

1.3.1.3 L'encadrement du crédit

C'est une procédure qui consiste à fixer des normes de progression des crédits bancaires par la banque centrale. Cette dernière fait appel à des sanctions ou des pénalités sur les banques commerciales en cas de dépassement. La progression de la masse monétaire est freinée grâce à l'encadrement du crédit sans augmenter les taux d'intérêt.

1.3.1.4 Les réserves obligatoires

Elles sont en effet des avoirs en monnaie centrale que les banques détiennent en compte bloqué à la banque centrale. C'est donc une « réserve de liquidité » représentant une fraction des dépôts destinés à garantir les déposants en cas de panique financière. Ce système oblige tous les établissements de crédits installés dans le pays à constituer auprès de la banque centrale des réserves qui sont détenues sous forme de compte auprès de la banque centrale.

Une hausse du taux de réserve obligatoire à court terme provoque un besoin de liquidité dont les institutions de crédit doivent en effet se procurer de la banque centrale. A ce titre, les réserves obligatoires représentent un coût pour la banque. Les réserves obligatoires permettent à la banque centrale d'agir sur la distribution de crédit par les banques commerciales, et donc sur la création monétaire. La hausse du taux des réserves obligatoires entraîne souvent le rationnement de crédit qu'accordent les banques commerciales aux demandeurs de crédit⁹.

1.3.2 Les instruments non conventionnels

Les instruments non conventionnels sont ceux adoptés par les banques centrales à partir de 2008 pour lutter contre les conséquences de la crise financière, agissant principalement par le choix des taux directeurs pour pallier la paralysie du marché interbancaire, elles ont été

⁸ GHAZOUANI Kamel, Op. Cit., p 164.

⁹ Idem, p 165.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

élargies à partir d'octobre 2008¹⁰. Ceux-ci ont comme objectifs la restauration de l'efficacité de la politique de taux, la satisfaction des besoins en liquidités, la baisse des primes souveraines, etc. pour atténuer les contraintes de financement des banques.

Les politiques exceptionnelles conduites par les autorités monétaires au cours de la crise sont qualifiées de non conventionnelles parce qu'elles ne portent pas uniquement sur la gestion de taux d'intérêt de court terme, les montants de liquidité injectés sont importants, elles modifient substantiellement la structure et la taille des bilans des banques centrales, et leurs canaux de transmission diffèrent *a priori* de ceux empruntés par la politique de taux.

Il est d'usage de classer théoriquement les politiques monétaires non conventionnelles en deux catégories¹¹ :

- Les politiques quantitatives : Une politique quantitative se traduit par une augmentation de la taille du bilan de la banque centrale liée à l'apport de liquidité à l'économie ;
- Et les politiques qualitatives qui consistent, quant à elles, à modifier la composition du bilan de la banque centrale, sans en modifier la taille.

En pratique, les banques centrales peuvent conduire à la fois des politiques quantitatives et qualitatives, qui peuvent s'accompagner d'une augmentation de la taille des bilans. Ces politiques sont entrées en vigueur à partir du dernier trimestre 2008, pour lutter contre les conséquences de la crise ayant déjà porté les taux directeurs à des niveaux très bas. Certaines banques centrales ont mis en place des taux d'intérêt négatifs, faisant payer aux banques leurs dépôts à vue afin de les inciter à prêter à l'économie.

Elles ont également renforcé l'impact de leurs décisions par l'adoption d'une stratégie de communication, la forward guidance qui consiste à annoncer à l'avance les orientations de leurs futures décisions.

1.4 Les canaux de transmission de la politique monétaire

La politique monétaire, autrefois axée sur le contrôle de la masse monétaire, passe aujourd'hui par le ciblage de l'inflation. Les banques centrales guident les taux d'intérêt à très

¹⁰ Banque de France, « Les politiques monétaires non conventionnelles », L'économie en bref, Février 2017, p 1.

¹¹ Idem.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

court terme sur le marché interbancaire par des opérations de refinancement ou des achats/ventes de titres afin de les maintenir au plus près de la politique monétaire retenue.

Par l'intermédiation du système bancaire et des marchés financiers, la politique monétaire agit en principe sur la conjoncture et l'évolution des prix. La mise en œuvre de celle-ci se fait par la banque centrale qui influe en effet de manière ciblée sur le prix de certains actifs financiers à l'aide de ses instruments de politique monétaire. Il s'agit des mécanismes par lesquels une décision de politique monétaire affecte les comportements réels des agents économiques, et de ce fait est susceptible d'influencer la croissance, l'emploi et l'inflation dans un pays. Les impulsions de la politique monétaire sont ainsi transmises à l'économie via les marchés financiers.

La théorie économique recense trois canaux essentiels de transmission des décisions de politique monétaire à la sphère réelle : le canal des taux d'intérêt, le canal du crédit, le canal des prix d'autres actifs.

1.4.1 Le canal des taux d'intérêt

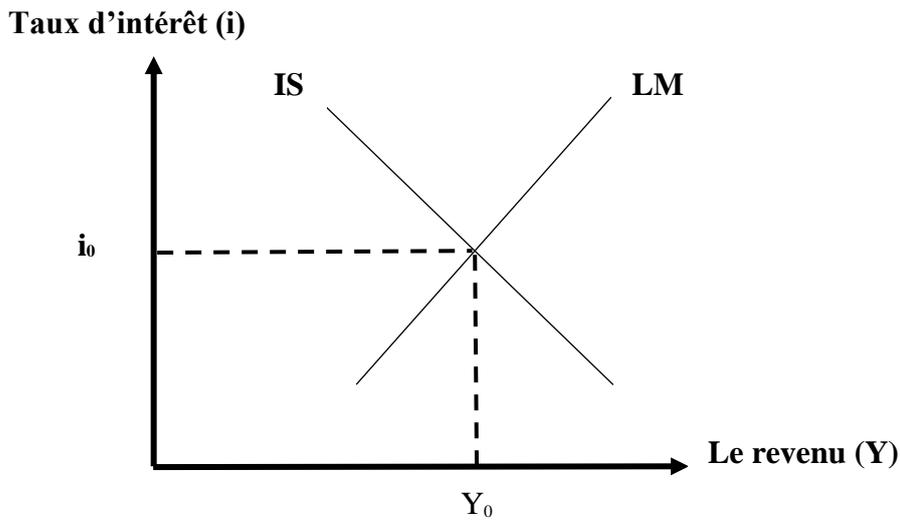
Le canal des taux consiste pour la banque centrale soit à augmenter, ou bien à baisser le taux d'intérêt dans l'économie ; ce dernier étant le prix auquel les agents économiques s'endettent afin de financer leurs activités économiques. Le niveau du taux d'intérêt, visé par la banque centrale, typiquement le maintien du taux au jour le jour sur le marché interbancaire au plus près du principal taux directeur ou taux de politique monétaire n'a pas d'effet direct sur le comportement des agents économiques et partant de là sur la demande globale.

Il s'agit d'un mécanisme de transmission de la politique monétaire dans le modèle keynésien de base IS-LM. La conception de ce dernier peut se résumer par le schéma suivant, qui illustre les effets d'une expansion monétaire : $M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$, où $M \uparrow$ 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 ($Y \uparrow$)¹².

¹² Bulletin de la Banque de France – N° 27, Mars 1996, p 92.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

Figure 01 : la courbe IS-LM ; Source-D'ARVISENET Philippe, Les PM dans la Tempête



Ce canal a une caractéristique importante étant l'accentuation du taux d'intérêt réel plutôt que nominal, comme étant celui qui affecte les décisions des consommateurs et des entreprises. En outre, c'est le taux d'intérêt réel à long terme, et non le taux à court terme, qui est souvent considéré comme ayant une incidence majeure sur les dépenses.

Une modification du taux d'intérêt nominal à court terme induite par une banque centrale entraîne une variation correspondante du taux d'intérêt à court et long terme. Cela s'explique par la rigidité des prix, de sorte qu'une politique monétaire expansionniste qui abaisse le taux d'intérêt nominal à court terme réduit également le taux d'intérêt réel à court terme ; cet enchaînement resterait encore valable dans un monde régi par les anticipations rationnelles¹³.

Le fait que ce soit le taux d'intérêt réel, et non nominal, qui exerce une influence sur les dépenses constitue un mécanisme important de la façon dont la politique monétaire est susceptible de stimuler l'économie, même si les taux d'intérêt nominaux atteignent un seuil zéro lors d'une phase de déflation.

Par conséquent, ce mécanisme indique que la politique monétaire peut continuer d'être efficace même lorsque les autorités monétaires ont déjà ramené les taux d'intérêt nominaux à zéro. De fait, ce mécanisme est un des thèmes principaux des débats monétaristes visant à expliquer pourquoi l'économie américaine ne s'est pas retrouvée prise dans une trappe à

¹³ Philippe d'ARVISENET, « Les Politiques Monétaires dans la Tempête », ECONOMICA, Paris, 2014, p 66.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

liquidité durant la grande dépression et pourquoi une politique monétaire expansionniste aurait pu prévenir la chute de la production durant cette période¹⁴.

1.4.2 Le canal du crédit

Les variations du taux entraînent des situations au sein des portefeuilles d'actifs (monnaie et titres) détenus par les agents économiques non financiers. Il n'existe d'ailleurs pas de différences entre les titres et les crédits pour le financement de l'activité économique. Dans le cadre du canal strict du crédit, les banques jouent un rôle déterminant dans le processus de financement par l'intermédiaire de l'octroi des crédits.

En cas de durcissement de la politique monétaire, les banques vont ajuster leurs conditions débitrices : augmentation du taux des nouveaux crédits et/ou une diminution des crédits offerts. En effet, les emprunteurs disposent d'une meilleure information que les prêteurs sur les caractéristiques de leurs projets d'investissement et sur leurs situations financières (asymétrie d'information).

La politique monétaire affecte le comportement des agents non financiers par son effet sur la quantité de crédit disponible plutôt que par son influence sur les taux d'intérêt. Ainsi, parce que la substituabilité des modes de financement est fortement limitée pour les ménages et les petites et moyennes entreprises ; une politique monétaire plus expansionniste favorise le crédit bancaire et augmente à la fois la consommation et l'investissement. Le secteur bancaire sert comme un véritable canal de transmission via son activité de prêts.

Les crédits consentis à l'activité économique diminuent par l'intermédiaire de deux effets, lors d'un resserrement de la politique monétaire : de prix et de volume. Dans le cadre du premier, les banques répercutent la hausse de leurs coûts de financement sur les taux débiteurs, cela décourage une partie des emprunteurs potentiels pour qui le coût du capital apparaît trop élevé. Quant au second effet, les banques préfèrent plafonner les taux débiteurs à un niveau donné.

Les différentes littératures écrites sur ce sujet ont également développé le canal du bilan qui montre que la dégradation du patrimoine des emprunteurs suite à l'évolution défavorable des prix d'actifs, accentue le rationnement de crédit. C'est pourquoi, les autorités monétaires doivent se garder d'agir par une hausse soudaine et significative des taux d'intérêt directeurs.

¹⁴ Bulletin de la Banque de France – N° 27 – Mars 1996, P 93.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

Il est clair que par leur activité de prêt, les banques contribuent à l'efficacité de la politique monétaire. Cette dernière se trouve largement liée aux mesures réglementaires affectant directement ou indirectement les conditions d'exercice des banques¹⁵.

1.4.3 Le canal des prix d'autres actifs

Une des principales objections des monétaristes au paradigme IS-LM concernant l'analyse des effets de la politique monétaire sur l'économie est que ce modèle se concentre sur le prix d'un seul actif, le taux d'intérêt, et non sur les prix de plusieurs actifs. Les monétaristes imaginent un mécanisme de transmission dans lequel les prix relatifs d'autres actifs et la richesse réelle transmettent des effets monétaires dans l'économie.

L'identification de ces autres canaux est une caractéristique des modèles macro-économiques conçus par des keynésiens, tels Franco Modigliani, qui considèrent les effets des prix de ces autres actifs comme essentiels pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Il existe deux actifs-clés, en plus des obligations, qui font l'objet de beaucoup d'attention dans la littérature consacrée aux mécanismes de transmission : les devises et les actions¹⁶.

1.4.3.1 Le canal du taux de change

On s'est intéressé à la transmission de la politique monétaire à travers l'influence des taux de change sur les exportations nettes, compte tenu de l'internationalisation croissante de l'économie américaine et du passage aux taux de change flexibles (flottant). Ce canal fait intervenir les effets des taux d'intérêt car la baisse des taux d'intérêts nationaux réduit l'attrait des dépôts nationaux en monnaie nationale par rapport aux dépôts en monnaies étrangères (devises), ce qui entraîne une chute de la valeur des dépôts en monnaie nationale par rapport à ceux en monnaies étrangères, c'est-à-dire une dépréciation de la monnaie nationale. 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 et donc de la production globale¹⁷.

D'une manière symétrique, une politique monétaire restrictive va engendrer une hausse des taux d'intérêt internes, par conséquent les dépôts en monnaie nationale deviennent plus

¹⁵ BERNOU Nacer, « Éléments d'économie bancaire : activité, théorie et réglementation », Thèse de doctorat, sciences économiques, Université Lumière-Lyon 2, Mars 2005, p 240.

¹⁶ Bulletin de la Banque de France – N° 27, Mars 1996, p 93.

¹⁷ Idem.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

attractifs par rapport aux dépôts en monnaie étrangère. La demande de monnaie nationale augmente par rapport à la demande de monnaie étrangère, ce qui induit l'augmentation de son prix. Cette appréciation renchérit le prix des biens et services nationaux en devises par rapport aux biens et services étrangers, ce qui réduit les exportations nettes du pays. La baisse de la demande extérieure tend à réduire la production.

1.4.3.2 Le canal du cours des actions

Celui-ci se réfère à la théorie de l'investissement de Tobin (coefficient q) et aux effets de richesse sur la consommation. Selon l'approche de Tobin (ratio q), la politique monétaire affecte l'économie par le biais de ses effets sur la valorisation des actions. Une politique monétaire expansionniste (baisse des taux directeurs) entraîne une hausse du cours des actions (valeur actualisée), ce qui conduit à une augmentation du coefficient « q » et donc des dépenses d'investissement induisant la croissance de la production.

Un coefficient « q » élevé signifie une valeur boursière élevée par rapport au coût de renouvellement et les nouveaux investissements productifs sont donc peu onéreux par rapport à la valeur boursière. Les entreprises peuvent ainsi émettre des actions et en obtenir un prix élevé. Dans le cas inverse, un coefficient « q » faible signifie une valeur boursière faible, et les entreprises réalisent peu de dépenses d'investissement.¹⁸

De plus, une autre modalité de transmission du cours des actions se fait par le biais des effets de richesse sur la consommation. Ce canal a été mis en évidence par Franco Modigliani dans son modèle MPS (monetary policy and consumer spending). La théorie de Tobin s'applique directement au marché de l'immobilier, où le logement représente le capital. Une hausse du prix des logements, qui accroît leur valeur par rapport au coût de renouvellement, aboutit à l'augmentation du coefficient « q » de Tobin dans le secteur de l'immobilier résidentiel, ce qui stimule la production. De même, les prix des logements et des terrains sont un élément extrêmement important de la richesse qui s'accroît sous l'effet d'une hausse de ces prix, d'où une augmentation de la consommation. L'expansion monétaire, qui élève les prix des terrains et des logements par l'intermédiaire des mécanismes décrits précédemment, aboutit donc à une hausse de la demande globale. Par conséquent, le mécanisme de transmission de la politique monétaire agit également par le biais des canaux des prix des terrains et des logements¹⁹.

¹⁸ Bulletin de la Banque de France – N° 27 – Mars 1996, p 94.

¹⁹ Idem.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

Section 2 : La notion de stabilité des marchés financiers

L'analyse de la stabilité financière a connu de nouvelles dimensions dans le contexte de la croissance des interdépendances entre les marchés et les institutions, de l'apparition de nouvelles techniques et instruments financiers, et de l'intensification des flux internationaux de capitaux. Après les crises financières successives d'Asie et d'Amérique Latine des années 90 ainsi que celle de 2007, la stabilité financière est devenue une des préoccupations principales des autorités. La stabilité du système financier traduit une situation où le système est suffisamment robuste face aux perturbations de l'économie²⁰. C'est un concept relativement nouveau, lié à la mondialisation. Il recouvre une notion multidimensionnelle, qu'on pourrait exprimer comme une situation dans laquelle le fonctionnement des différentes composantes du système financier et surtout leurs relations réciproques s'effectuent de manière saine et sans à-coups brutaux.

Dans la mesure où une part croissante de l'actif et du passif des établissements de crédit est maintenant constituée de titres négociables qui ne sont pas, et souvent dans une large proportion, libellés dans la devise du pays dans lequel ces acteurs agissent à titre principal, leur activité, comme leur saine gestion, est cruciale pour la stabilité financière. Mais d'autres institutions financières, dont le fonctionnement interfère avec celui des établissements de crédit avec lesquels elles ont des liens étroits, jouent également un rôle important : les sociétés d'investissement à capital variable, les fonds de pension, les compagnies d'assurance, notamment ceux dits « à effet de levier » dont les plus représentatifs sont les *hedge funds*.

Enfin, intervient également, dans la problématique de la stabilité financière, le comportement même des marchés, en particulier des marchés d'actions et de change : l'expérience a montré qu'ils pouvaient avoir leur propre dynamique, tout en étant propices à des mouvements de réaction irrationnelle. Désormais, la question de la stabilité financière est devenue très largement internationale ; elle concerne aussi bien les systèmes financiers des pays développés que ceux des économies émergentes, avec des effets de contagion souvent massifs.

²⁰ ALBULESCU Claudiu Tiberiu, « La stabilité du secteur financier en Roumanie dans la perspective de son adhésion à l'UEM », Thèse de doctorat, sciences économiques, Université de l'Ouest de Timisoara, 11/07/2009, p 82.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

2.1 Les déterminants de la stabilité financière

La préoccupation des autorités monétaires est d'assurer la stabilité financière et de la préserver. On parle de stabilité financière lorsqu'une économie est caractérisée par les trois principaux axes suivants :

- L'existence d'un cadre macroéconomique sain ;
- La stabilité des institutions financières et celle des marchés ;
- les modalités de la régulation et de la supervision des systèmes de paiement, ainsi que des systèmes de règlement et livraison de titres

2.1.1 Un cadre macroéconomique sain

Les investisseurs internationaux scrutent en permanence les politiques macroéconomiques des pays où ils investissent. Ce sont souvent des inquiétudes sur la croissance et la soutenabilité de déficits budgétaires alourdissant d'autant la dette publique, sur les risques d'inflation, sur un taux de change qui semble devenu inapproprié, qui motivent les premiers mouvements de capitaux défavorables pouvant ensuite dégénérer en crise²¹.

Il existe donc une certaine complémentarité entre stabilité des prix et stabilité financière ; la stabilité des prix est *a priori* plus favorable à la stabilité des institutions financières, et à la prise de décisions rationnelles des épargnants comme des emprunteurs. Mais la stabilité des prix ne peut garantir à elle seule la stabilité financière car elle ne prévient pas forcément les comportements de prises de risques excessives surtout s'il règne un climat d'euphorie²².

Par ailleurs, un environnement de stabilité des prix est, par définition, plus favorable pour la solidité des institutions financières qu'un contexte où le niveau et la volatilité de l'inflation sont élevées. Toutefois, on a pu constater que l'instabilité financière, caractérisée par une excessive volatilité des marchés et une détérioration de la situation des intermédiaires financiers, pouvait se développer dans un environnement de stabilité des prix²³.

2.1.2 La stabilité des institutions financières et des marchés

La stabilité des institutions financières fait l'objet d'une attention permanente des autorités compétentes au niveau national et au niveau international. Au niveau international,

²¹ PATAT Jean-Pierre, « Monnaie, système financier et politique monétaire », 6^e Ed, Economica, Paris, 2002, p 495.

²² Idem, p 495.

²³ Bulletin de la Banque de France – N° 84, Décembre 2000, pp 52-53.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

il existe notamment un comité dit « de Bâle » chargé, d'abord dans le cadre d'un groupe de dix pays industrialisés, puis dans un cadre de plus en plus large²⁴, des questions relatives à la surveillance bancaire.

Un de ses apports les plus remarquables a été l'établissement des vingt-cinq principes fondamentaux, les « *core principles* » prudentiels, devant servir de référence à la gestion des établissements de crédit et à leur surveillance, à usage domestique aussi bien qu'international. Ces principes concernent les conditions préalables à un contrôle bancaire efficace, l'agrément et les structures des établissements de crédit, la réglementation et les contraintes prudentielles, les exigences d'information ainsi que les activités transfrontières. En ce qui concerne la supervision, on assiste depuis plusieurs années à un renforcement continu du contrôle prudentiel national et, sur une base consolidée, international. Le Comité de Bâle a donné une responsabilité élargie aux superviseurs pour les groupes internationaux et défini un partage clair des responsabilités entre les superviseurs du pays d'accueil et ceux du pays d'origine de l'institution financière.

En ce qui concerne la stabilité des marchés, la situation est assez contrastée et le degré de régulation reste inégal. Sur le marché interbancaire, et par proximité le marché monétaire (marchés des titres de créances négociables à court terme) qui sont les vecteurs de transmission de la politique monétaire, la réglementation est très précise au niveau des conditions d'accès, du déroulement et du cadre juridique des opérations. C'est également le cas sur les marchés de taux et, de plus en plus, sur les marchés d'actions.

En revanche la régulation est faible, voire inexistante, sur les marchés de produits dérivés et sur les marchés de changes. Ces derniers sont des marchés dit « *over the counter* », OTC à l'échelle mondiale ; il n'y a pratiquement pas de régulation et l'information disponible sur les opérations, même agrégée, est très limitée²⁵.

2.1.3 Les systèmes de règlements et de livraisons de titres

La stabilité financière n'implique pas seulement l'allocation des ressources par les finances, la gestion des risques, la mobilisation de l'épargne et l'allègement de l'accumulation

²⁴ Le Comité de Bâle est chargé dans la définition de règles prudentielles dans le but de surveillance du système bancaire.

²⁵ PATAT Jean-Pierre, Op. Cit., p 498.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

du bien-être, le développement et la croissance, mais aussi un fonctionnement approprié du système de paiements.

Il y a un monde entre la compensation traditionnelle, telle qu'elle se pratiquait autrefois entre un nombre limité de participants, parfaitement connus de tous, véhiculant un nombre limité d'opérations et les échanges actuels désormais en continu, avec une énorme augmentation de la vitesse et du volume de transactions. Cet environnement est un facteur de multiplication des risques de défaillances qui peuvent avoir des conséquences en chaîne²⁶.

Les systèmes de règlement brut en temps réel, en anglais : *Real Time Gross Settlement System* (RTGS), qui combinent sécurité et efficacité ont été généralisés pour les opérations de paiement de gros montants. Leur fonctionnement satisfaisant est une condition-clé pour la stabilité financière, tout en conditionnant également une mise en œuvre efficace de la politique monétaire.

Un autre pilier, très important, est constitué par les systèmes de règlement-livraison de titres, qui sont désormais la contrepartie obligatoire des systèmes de règlement en temps réel. En effet, les établissements de crédit, qui doivent assurer immédiatement le règlement en monnaie centrale des opérations initiées, sont, dans la majorité des cas, amenés à emprunter les liquidités nécessaires contre remises de garanties. Un système efficace et transfrontière, en particulier au niveau européen, de mobilisation des titres mis en garantie, de règlement et de livraison simultanée de ces collatéraux fonctionne aujourd'hui²⁷.

2.2 Les causes de l'instabilité financière

La dérégulation, les innovations financières, l'ouverture des marchés financiers, la mondialisation ont d'abord des conséquences bénéfiques, car ils permettent une allocation plus efficace des ressources et donc une stimulation de la croissance. Ces effets positifs ont été incontestables pour le développement de plusieurs pays dits « émergents ». Mais, en même temps que la libération des mouvements de capitaux permettait aux emprunteurs de faire appel à des sources de financement plus larges et aux investisseurs de diversifier leurs risques, ce qui en soi est très sain, elle favorisait également des investissements excessifs et des prises de risques plus importantes.

²⁶ PATAT Jean-Pierre, Op. Cit, p 499.

²⁷ Bulletin de la Banque de France – N° 84 – Décembre 2000, p 54.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

La globalisation entraîne deux conséquences majeures :

- Par son effet sur la concurrence, elle exerce une forte pression sur le prix des biens. Ce phénomène est important pour juger des seuils d'inflation économiquement tolérables aujourd'hui, en termes de compétitivité, lesquels n'ont plus rien à voir avec les niveaux à deux chiffres du passé et qui ne pourraient vraisemblablement réapparaître, sauf remise en cause de l'ouverture des marchés. Cette observation n'implique nullement qu'il faille relâcher la vigilance en matière d'inflation ; au contraire des taux d'inflation considérés comme faibles il y a une vingtaine d'années, peuvent désormais, par comparaison avec les niveaux réalisés par les pays les plus stables, être dommageables pour l'économie ;
- Par ailleurs, et compte tenu des comportements des investisseurs internationaux, la globalisation a été à l'origine d'amples mouvements sur les prix des actifs financiers.

Avec la mondialisation, les cours de change ont une très grande importance puisqu'ils sont non seulement le reflet, mais aussi souvent la cause de tensions financières qu'ils contribuent généralement à amplifier. Des inquiétudes sur un système bancaire ou financier, provoquant des sorties de capitaux, peuvent dégénérer en crise de change, d'abord sur une monnaie puis, par contagion, sur celles des pays partenaires du pays d'origine ou aux caractéristiques économiques similaires. Ainsi peuvent être affectées des « victimes innocentes », c'est-à-dire des pays qui ont des structures économiques assez similaires à celles d'un pays en crise de change et que les investisseurs, par effet de mimétisme, peuvent désertir en craignant que les mêmes causes produisent les mêmes effets²⁸.

Des variations excessives du taux de change peuvent aussi être la cause de déstabilisations financières avec des incidences macroéconomiques et des conséquences préjudiciables sur la situation des intermédiaires financiers dont l'actif et le passif recèlent des risques de change. Dans nombre de pays émergents, le système bancaire peut, en effet, être dans une situation difficile si la valeur réelle de l'actif, majoritairement en monnaie nationale, et celle du passif, souvent en grande partie libellée en devise, évoluent dans un sens divergent. De plus, le comportement propre

²⁸ Bulletin de la Banque de France – N° 84, Décembre 2000, p 51.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

des opérateurs sur les marchés de change, entraîné par la tendance prévalant, peut lui même créer un contexte favorable à des déséquilibres²⁹.

2.3 Le rôle des banques centrales dans la stabilité financière

La stabilité financière est une notion étroitement liée à la politique monétaire, et ses dispositifs doivent être renforcés par les autorités monétaires. La stabilité financière met l'accent sur le bon exercice des fonctions économiques fondamentales grâce à la marche régulière du système financier (bonne allocation de l'épargne à l'investissement, maîtrise des risques, efficacité des infrastructures financières, capacité de résistance aux chocs).

Clairement, l'objectif de la stabilité financière ainsi défini dépasse le cadre des responsabilités d'une institution unique et implique l'action coordonnée de plusieurs entités publiques, l'Etat et diverses autorités monétaires, financières et réglementaires, avec le concours d'agents du secteur privé, comme les auditeurs externes par exemple. La banque centrale est par nature impliquée, même si elle n'est pas seule à l'être. Cette responsabilité spécifique trouve son expression la plus claire dans le fait que, dans de nombreux pays, la stabilité financière, ou certains de ses aspects, se trouve formellement mentionnée dans les statuts de la banque centrale ou dans d'autres textes d'ordre législatif ou contractuel³⁰.

Le rôle des banques centrales dans la stabilité financière est légitime : exercer une responsabilité en matière de stabilité monétaire est, en soi, favorable à la stabilité financière. Mais, ces institutions ont aussi une responsabilité essentielle, qui s'exprime par des moyens variés dans deux domaines primordiaux pour la stabilité financière : la régulation et le contrôle bancaire d'une part, la sécurité des systèmes de paiement d'autre part. Dans la mesure où la banque centrale, seule pourvoyeuse de monnaie centrale, est par nature le prêteur en dernier ressort potentiel, il n'est pas envisageable qu'elle soit éloignée du suivi de la gestion d'établissements dont elle peut être amenée à renflouer la liquidité³¹.

Elles ont également une responsabilité majeure dans la conception, la régulation et la surveillance des systèmes de paiement puisque le noyau central de ces derniers est le vecteur des interventions sur le marché monétaire. La responsabilité en matière de contrôle bancaire implique donc une connaissance actualisée des situations individuelles des institutions

²⁹ Bulletin de la Banque de France – N° 84, Décembre 2000, p 51.

³⁰ ICARD André, « Stabilité financière et banques centrales », ECONOMICA, Paris, 2007, p 176.

³¹ Bulletin de la Banque de France – N° 84 – Décembre 2000, p 55.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

financières, celles-ci contribuant à renforcer l'efficacité de la surveillance des systèmes de paiement. Les deux missions sont intimement liées et se renforcent l'une l'autre.

Les responsabilités des banques centrales vis-à-vis des marchés sont plus diversifiées. Celles-ci ont des responsabilités directes sur le marché monétaire et les marchés de taux, et indirectes sur les marchés d'actions. D'une façon générale, elles disposent d'une connaissance du fonctionnement global de l'ensemble des marchés que peu d'organismes possèdent, puisque celle-ci est inhérente à leur mission. Les différents segments des marchés sont, à des titres divers, des terrains sur lesquels se transmettent les signaux et les effets de la politique monétaire. Les banques centrales sont donc obligées, de par leur mission en matière de stabilité des prix, d'avoir une connaissance très large et intime du fonctionnement des marchés, même si leur responsabilité de régulateur est très inégale selon les compartiments de ces marchés³².

Enfin, un dernier facteur incontestable de légitimité du rôle des banques centrales dans la stabilité financière tient en ce qu'elles sont le seul fournisseur ultime de monnaie centrale, ce qui leur donne une responsabilité de premier plan dans la gestion des crises financières et *in fine* pour jouer éventuellement le rôle de prêteur en dernier ressort. Les banques centrales ont donc une responsabilité en matière de stabilité financière ; elle peut l'exercer à travers la collecte et l'analyse des informations, la surveillance, la régulation, la supervision des intervenants, des systèmes de paiement et des risques macro-financiers ou encore par une contribution éventuelle à la résolution des crises.

Néanmoins, cette responsabilité s'est étendue sur la scène globale avec l'ouverture des frontières à l'extérieur via la globalisation, ainsi les BC sont amenées à conduire leurs politiques d'une manière adaptée à ce phénomène.

³² Bulletin de la Banque de France – N° 84 – Décembre 2000, p 56.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

Section 3 : La politique monétaire dans un marché globalisé

L'environnement de la politique monétaire a connu plusieurs changements majeurs ce qui a donné lieu à la croissance des marchés et à la diminution relative du rôle de l'intermédiation dans le financement de l'économie.

L'internationalisation a tendu à unifier les marchés et à amplifier la résonance et les effets de la politique monétaire des grandes banques centrales. Symétriquement, le grand marché mondial des capitaux juge la politique monétaire des grandes banques centrales et leur fait parfois sentir durement son désaccord.

Tous ne reconnaissent pas les bienfaits de la mondialisation pour les économies nationales ou pour l'ensemble de la communauté internationale. L'une des craintes de ceux qui doutent de ces bienfaits est que l'influence accrue des marchés financiers internationaux ne mine la capacité des États à mener leurs propres politiques macroéconomiques. Ils considèrent également que les marchés financiers pourraient être les principaux responsables des crises qui ont secoué le Mexique en 1994 et 1995 ainsi que l'Asie du Sud-Est en 1997³³.

A l'origine de la mondialisation, il existe quatre facteurs principaux : les progrès des technologies de l'information et de l'informatique, la mondialisation des économies nationales, la libéralisation des marchés financiers et de capitaux nationaux, ainsi que la concurrence entre les fournisseurs de services d'intermédiation.

3.1 La libéralisation des marchés financiers

Pendant les vingt dernières années, les marchés de capitaux internationaux sont devenus de plus en plus interconnectés. La mondialisation financière a apporté des avantages considérables aux économies nationales et aux investisseurs et épargnants, mais elle a aussi modifié les structures des marchés, créant de nouveaux risques et défis pour les opérateurs et les décideurs. Cette modification se manifeste à travers des réformes désignées par le sigle « 3D » : déréglementation, désintermédiation, et décloisonnement :

- La déréglementation financière consiste à abolir les réglementations entravant la liberté dans les opérations financières internationales. Elle s'est progressivement généralisée à l'ensemble des pays industrialisés. S'appuyant notamment sur l'ouverture du système financier japonais en 1983-1984, sur le démantèlement des systèmes nationaux de contrôle des changes (1985 en France), sur la création du marché unique des capitaux

³³THIESSEN Gordon, « La mondialisation des marchés financiers et la politique monétaire », La conférence de Montréal, Montréal, Québec, Mai 1998, p 01.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

(1990) et une certaine harmonisation des fiscalités en Europe, des mouvements de capitaux qui s'est répandue dans l'ensemble des pays.

- La désintermédiation traduit le développement de la finance directe par rapport à la finance indirecte, c'est-à-dire le recours de plus en plus important, pour toute opération de placement ou d'emprunt, aux marchés financiers internationaux, sans passer par les intermédiaires financiers et bancaires.
- Le décloisonnement correspond non seulement à la suppression des frontières nationales entre les marchés mais aussi, à l'intérieur de ces marchés, à l'éclatement des compartiments existants : le marché monétaire (capitaux à court terme). Désormais, les investisseurs peuvent passer d'un marché à un autre, à la recherche du placement le plus rémunérateur possible.

La libéralisation des marchés financiers et de capitaux nationaux, combinée aux progrès rapides des technologies de l'information et à la mondialisation des économies nationales, a stimulé l'innovation financière et la croissance des flux de capitaux internationaux. La mondialisation de l'intermédiation financière est une réaction en partie à la demande de mécanismes d'intermédiation des flux internationaux et en partie à la baisse des obstacles aux échanges de services financiers et à l'assouplissement des règles régissant l'accès des institutions financières étrangères aux marchés financiers nationaux³⁴.

La concurrence entre les fournisseurs de services d'intermédiation s'est intensifiée en raison des progrès technologiques et de la libéralisation financière. Dans nombre de pays, les autorités de réglementation ont modifié les règles régissant l'intermédiation financière pour permettre à un plus large éventail d'institutions de fournir des services financiers, et de nouveaux types d'institutions financières non bancaires, y compris les investisseurs institutionnels, sont apparus.

Des changements spectaculaires sont apparus sur la structure des marchés financiers nationaux et internationaux.

Premièrement, les systèmes bancaires des principaux pays sont passés par un processus de désintermédiation, c'est-à-dire qu'une plus grande partie de l'intermédiation financière s'effectue aujourd'hui par le biais de valeurs mobilières négociables (et non par des prêts et dépôts bancaires).

³⁴ HÄUSLER Gerd, « La mondialisation de la finance », *Finances et Développement*, Volume 39, Mars 2002, p 11.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

Les entités financières et non financières, ainsi que les épargnants et les investisseurs, ont joué des rôles essentiels dans cette transformation et ont tiré parti de celle-ci. Les banques font de plus en plus passer les risques financiers (en particulier les risques de crédit) de leur bilan vers les marchés de valeurs mobilières par exemple, en regroupant des actifs et en les convertissant en valeurs mobilières négociables ou en effectuant des swaps de taux d'intérêt et autres opérations sur dérivés en réaction à des incitations réglementaires, telles que les normes de fonds propres, et à des incitations internes pour améliorer le rendement corrigé du risque de l'investissement des actionnaires et être plus compétitives.

Deuxièmement, l'activité financière internationale a augmenté car les investisseurs, y compris les investisseurs institutionnels gérant une part croissante du patrimoine financier mondial, cherchent à accroître leur rendement corrigé du risque par une diversification de leur portefeuille et dénichent les meilleures opportunités d'investissement. Les principales places financières offrent aujourd'hui leurs services aux emprunteurs et aux investisseurs du monde entier, et des emprunteurs souverains se trouvant à divers stades de développement économique et financier peuvent lever des capitaux sur les marchés internationaux. Les entreprises multinationales peuvent s'adresser à divers marchés financiers nationaux et internationaux pour financer leurs activités et leurs fusions et acquisitions internationales, tandis que les intermédiaires financiers peuvent lever des fonds et gérer leurs risques plus souples sur les principales places financières internationales.

Troisièmement, sur les marchés nationaux et internationaux, les institutions financières non bancaires entrent en concurrence, parfois agressivement, avec les banques pour collecter l'épargne des ménages et financer les entreprises, poussant à la baisse les prix des instruments financiers. Elles recueillent une part croissante de l'épargne, les ménages délaissant les dépôts bancaires pour se tourner vers des instruments à rendement supérieur tels que les fonds communs de placement émis par des institutions qui sont plus en mesure de diversifier leurs risques, de réduire la charge fiscale et de tirer parti d'économies d'échelle; ces institutions se sont développées de manière spectaculaire en taille et en complexité.

Quatrièmement, les banques ont étendu leur champ d'action au-delà de leurs activités traditionnelles de collecte des dépôts et d'octroi de prêts. Les pays ont assoupli leur réglementation pour permettre aux banques commerciales de s'engager dans le placement, la gestion d'actifs et même l'assurance, et ainsi de diversifier leurs sources de revenus et leurs risques. L'approfondissement et la diversification des marchés financiers ont créé une autre source d'activité pour les banques, le placement d'obligations et d'actions d'entreprises ainsi qu'une nouvelle source de financement : de plus en plus, les banques se tournent vers les

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

marchés financiers afin de lever des fonds pour leurs propres activités d'investissement et vers les marchés de dérivés, de gré à gré, des marchés décentralisés (par opposition aux bourses organisées) où des produits dérivés tels que des swaps de devises ou de taux d'intérêt sont négociés à titre privé, généralement entre deux parties pour gérer leurs risques et faciliter l'intermédiation³⁵.

3.2 L'adaptation de la politique monétaire au changement

Les changements de fonds qui sont l'effet de la mondialisation financière n'auraient sans doute pas eu l'ampleur observée s'ils n'avaient pas été contemporains d'une vague continue d'innovations technologiques qui ont abouti, d'une part à la très large disposition d'une masse colossale d'informations, d'autre part à l'instantanéité partout dans le monde de l'accès à cette information. Ces innovations technologiques semblent affecter le fondement même de la politique monétaire, la monnaie, avec le développement des instruments de paiement électronique. En dépit de ces changements, les banques centrales sont parvenues à préserver ; et même sans doute à renforcer, l'efficacité de leur action de politique monétaire.

3.2.1 La mesure de la quantité de monnaie a fait l'objet d'adaptations incessantes

Les autorités monétaires ont d'abord accepté de faire évoluer certains principes méthodologiques et, en particulier, celui selon lequel la monnaie est obligatoirement au passif d'un établissement de crédit, ce qui garantissait sa liquidité immédiate et la préservation totale de sa valeur en capital. En incorporant des titres de marché dans les agrégats monétaires larges, tels les parts d'OPVCM, les titres de créance négociables, les banques centrales ont fait preuve de pragmatisme et ont aussi préservé la crédibilité de ce qui reste la base de l'analyse monétaire : la mesure de la quantité de monnaie en circulation.³⁶

Ces conceptions permettent de replacer l'évolution des agrégats de monnaie dans l'environnement financier global et donc de mieux analyser ces évolutions, en décelant par exemple si elles résultent d'une variation dans la distribution du crédit et des financements ou d'arbitrages de placement.

3.2.2 L'abandon des méthodes quantitatives de politique monétaire pour des politiques de marché

Il y a une trentaine d'années, l'économie d'endettement semblait être l'état naturel et l'encadrement du crédit la seule méthode concevable pour adapter l'évolution de la masse

³⁵ HÄUSLER Gerd, Op. Cit., p 11.

³⁶ PATAT Jean-Pierre, Op. Cit., p 477.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

monétaire à un objectif de maîtrise de l'inflation. Ces méthodes ont partout été abandonnées, surtout dans de nombreux pays d'Europe, dès la fin des années 1980, alors que déjà la croissance des marchés et de l'intermédiation était notable. Il faut noter que la croissance des financements de marché a réduit la création monétaire, qui résulte de l'intermédiation, contribuant ainsi à atténuer un facteur d'inflation³⁷.

La politique monétaire a pu ainsi agir sur un terrain de manœuvre sans cesse élargi et mener une action sur les marchés en utilisant de manière efficace le seul instrument dont elle dispose désormais, le maniement des taux d'intérêt.

3.2.3 La politique monétaire comme référence majeure des marchés

Les banques centrales ont, par ailleurs, su en quelque sorte jouer le jeu des marchés en diffusant largement l'information disponible et, surtout en s'appliquant à elles-mêmes ce qui est devenue une condition indispensable du bon fonctionnement des marchés à savoir la transparence.

En dépit des incertitudes sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire, incertitudes accrues par les mutations de la sphère financière, l'action des autorités monétaires est restée efficace ; la clé de cette réussite a résidé dans le nouvel art du métier de banque centrale : faire en sorte que les anticipations du public et des marchés aillent dans un sens favorable à l'objectif de la politique monétaire³⁸.

3.2.4 Le développement des nouvelles technologies et la conduite de la politique monétaire

Les nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC) sont aujourd'hui au cœur des préoccupations des banques centrales, parce qu'elles agissent à la fois sur les prix et le potentiel de production, a indiqué le gouverneur Jean-Claude Trichet. La plupart des banques centrales ont adopté une attitude prudente dans la reconnaissance de l'existence d'une « nouvelle économie ».³⁹

Confrontée à l'émergence de cette « nouvelle économie », la banque centrale peut réagir de deux manières. Elle peut tout d'abord conserver son objectif antérieur d'inflation, ce qui revient à arbitrer en faveur d'une augmentation transitoire de la production supérieure au

³⁷ PATAT Jean-Pierre, Op. Cit., p 478.

³⁸ Idem, pp 478-479.

³⁹ Bulletin de la Banque de France- N° 100, Avril 2002, p 37.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

potentiel. En sens inverse, elle peut réagir par le choix d'un objectif plus ambitieux. Si les effets positifs sur la productivité liée à la diffusion des NTIC sont confirmés et durables, l'augmentation du rendement du capital associé à l'élévation de la croissance potentielle entraîne une augmentation du taux d'intérêt réel d'équilibre dans l'économie⁴⁰.

L'incidence des nouvelles technologies sur la demande de monnaie et les agrégats portent tant sur leur niveau que sur la stabilité de leurs liens avec les facteurs économiques fondamentaux. Certaines technologies, comme le porte-monnaie électronique, sont à l'origine d'un moindre recours à la circulation fiduciaire et d'une substitution à l'intérieur de la masse monétaire. D'autres, telles que les systèmes de compensation, permettent d'économiser de la monnaie⁴¹.

Au total, d'un point de vue opérationnel, les transformations liées aux NTIC n'ont pas été considérées comme susceptibles d'obérer la capacité de la politique monétaire à contrôler les taux d'intérêt à court terme.

3.3. Les limites de la politique monétaire dans le contexte de la mondialisation

La politique monétaire est confrontée à la globalisation depuis des décennies. La globalisation a pu faciliter l'atteinte des objectifs de la politique monétaire via plusieurs canaux. La globalisation, avec l'intégration de centaines de millions de travailleurs de pays émergents dans l'économie de marché, a été équivalente à une succession de chocs d'offre positifs et a probablement contribué à l'accélération observée de la productivité en renforçant la crédibilité de la politique monétaire et que la mobilité accrue des capitaux a pu inciter les autorités à mener des politiques économiques saines⁴². Au total, les banques centrales ont pu bénéficier implicitement de la globalisation. Comme l'a suggéré Kenneth Rogoff⁴³, certaines faiblesses du cadre de la politique monétaire ont même pu être masquées par la forte croissance observée de la productivité. Toutefois, le soutien apporté par la mondialisation aux banques centrales ne devrait pas être surestimé⁴⁴.

Par ailleurs, la politique monétaire est contrainte par la mondialisation, plusieurs éléments montrent l'incidence de celle-ci sur la conduite de la politique monétaire et les défis qu'elle implique aux mesures à prendre.

⁴⁰ Bulletin de la Banque de France- N° 100, Avril 2002, p 41.

⁴¹ Idem.

⁴² Bulletin de la banque de France, N°170, février 2008, p 49.

⁴³ Economiste en chef du fond monétaire international de 2001 à 2003.

⁴⁴ Bulletin de la banque de France, N°170, février 2008, p 50.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

3.3.1 La globalisation rend l'élaboration de la politique monétaire complexe

La globalisation a rendu plus difficile l'interprétation de certains faits stylisés clés (plus faible *pass-through* du taux de change dans certains pays). En effet, chacun d'entre eux peut s'expliquer soit par la globalisation, soit par la plus grande crédibilité des politiques monétaires. La difficulté à interpréter ces faits stylisés est problématique parce que leurs implications pour la conduite de la politique monétaire dépendent crucialement de l'interprétation considérée.

La globalisation a rendu les économies nationales plus sensibles aux chocs externes, de sorte que les banques centrales ont besoin de mobiliser des ressources pour analyser et surveiller de près les évolutions externes. Il est, par exemple, très important pour la conduite de la politique monétaire, d'évaluer la nature permanente ou transitoire de la hausse récente des prix pétroliers⁴⁵. Elle a affecté structurellement les économies et par conséquent a modifié les mécanismes de propagation des chocs.

La globalisation a affecté les mécanismes de transmission de la politique monétaire et les a rendus plus incertains, du fait notamment de l'influence accrue des marchés financiers mondiaux sur les prix d'actifs nationaux et du rôle du taux de change dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Cependant, les banques centrales gardent leur capacité à contrôler les taux d'intérêt de court terme et l'inflation⁴⁶.

3.3.2 La contrainte du comportement des agents économiques

Le comportement des agents économiques ne va pas forcément dans le sens des mesures monétaires adoptées... ce qui fait parfois échouer les politiques mises en œuvre.

- Selon la théorie des anticipations adaptatives (M. Friedman), les agents peuvent être induits en erreur par une politique monétaire (c'est le phénomène de l'illusion monétaire). En revanche, ils finissent par comprendre leurs erreurs... ce qui rend inefficaces à long terme ces politiques.
- Si les agents économiques ne font pas suffisamment confiance à la banque centrale, un accroissement de la masse monétaire ne se traduira pas forcément par un accroissement de l'activité. Les ménages ne placeront pas leurs liquidités et préféreront les conserver en attendant une hausse des taux (phénomène de la trappe à liquidité).

⁴⁵ ROGOFF S. Kenneth, professeur à Harvard, « Globalisation, inflation et politique monétaire », synthèse du colloque international de la banque de France, Mars 2008, p 53.

⁴⁶ Idem.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

- La manipulation des taux d'intérêt ne produit pas forcément d'effets sur la consommation et l'investissement (tout dépend de l'élasticité de la demande par rapport au taux d'intérêt).
- L'ouverture des économies engendre des impacts de la variation des taux d'intérêt sur la compétitivité commerciale d'un pays. En économie ouverte, la variation des taux d'intérêt impacte le taux de change d'une monnaie, ce qui pèse sur la compétitivité d'un pays. La hausse des taux d'intérêt implique la hausse de la valeur de la monnaie et la détérioration de la balance commerciale (le prix des exportations est renchéri, le prix des importations est diminué).

3.3.3. Les incertitudes liées au mécanisme de transmission

En réalité, les relations économiques sont beaucoup plus complexes. Il n'existe aucun lien mécanique entre une modification des taux d'intérêt, les différents canaux de transmission et un effet sur l'économie réelle et les prix. Ainsi, aucune banque centrale ne sait précisément dans quelle mesure et à quel rythme l'économie réelle et le renchérissement réagiraient si les taux pratiqués sur le marché monétaire variaient d'un point de pourcentage. De même, l'importance des canaux de transmission diffère d'un pays à l'autre. Par exemple, les fluctuations du taux de change ont davantage d'importance pour une petite économie ouverte que pour d'autres pays⁴⁷.

Plus une économie est petite et ouverte, plus les chocs externes jouent un rôle important. Les événements des dernières années l'ont clairement montré : la crise des « subprimes », la faillite de Lehman Brothers, la grave crise économique et financière et la crise de l'euro sont autant de chocs importants. Ils se sont principalement propagés sous la forme de dysfonctionnements du marché financier.

3.3.4 Contrainte externe

L'arbitrage entre objectifs internes et externes d'une politique monétaire de relance a évolué en fonction de l'ouverture. Autrefois, l'interdépendance limitée conduisait la politique monétaire à son objectif interne de croissance alors que par la suite, l'ouverture économique réduisait l'impact de la politique expansionniste dans un régime de change fixe. A partir des années 1970, le régime de change flottant est généralement adopté. Par conséquent, la politique monétaire est asservie au soutien du taux de change. Une des modifications les plus significatives de l'économie mondiale ces dernières années sont la forte réduction du degré de

⁴⁷ ZANETTI Attilio, « Possibilités et limites de la politique monétaire face à la conjoncture », La Vie économique, Revue de politique économique, Mars-2014, N° 03, p 10.

Chapitre 1 : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers

répercussion du taux de change. Cette évolution a été décrite empiriquement dans de nombreux pays. Certains ont attribué ce déclin à la globalisation accrue et en particulier à l'intensification de la concurrence étrangère. Selon eux, la pression qui en résulte sur les prix empêche les entreprises de répercuter intégralement la hausse du coût induite par les augmentations de prix des biens importés⁴⁸.

Conclusion

Toute politique monétaire doit viser la stabilité des prix, la croissance économique, le plein emploi ainsi que l'équilibre extérieur. La gestion de cette politique est confiée à la banque centrale qui doit définir les objectifs de sa politique au niveau interne ou externe ainsi que la stratégie adéquate pour les réaliser. En général, l'objectif principal d'une politique monétaire est la stabilité des prix en toutes circonstances. L'assignation de cet objectif à la politique monétaire s'explique par le fait qu'il existe un lien direct entre la monnaie et l'inflation, que la théorie quantitative de la monnaie met en avant (l'inflation est d'origine monétaire). C'est pour cette raison que l'action de la banque centrale vise souvent à maîtriser l'offre de monnaie en circulation. Par ailleurs, les partisans de l'école keynésienne confirment que la masse monétaire n'a pas uniquement une influence sur les prix, mais aussi sur d'autres grandeurs réelles telles que l'emploi et la production.

De plus, la banque centrale est la seule institution à pouvoir émettre de la monnaie et elle a la faculté de décider du taux qu'elle exerce sur ses opérations. Ainsi, les banques qui souhaitent financer leurs différentes activités (octroyer des crédits aux agents économiques, corriger les soldes interbancaires et constituer des réserves obligatoires auprès de la BC) se voient dépendantes du taux de la banque centrale, qui se répercute sur ses taux qu'elle exerce, à son tour, sur ses clients et donc sur le marché monétaire. Néanmoins, les modifications du taux directeur de la BC n'ont pas un impact direct sur les taux d'intérêt à long terme qui sont fonction des anticipations de croissance du marché à long terme et des tendances inflationnistes de l'économie.

⁴⁸ TAYLOR B. John, « Les conséquences de la globalisation pour la politique monétaire », Gérone, Espagne, 2007, p 126.

*Chapitre I.I. Les politiques monétaires
non conventionnelles ; quelques points de
repère*

Chapitre II : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

Introduction

Avec le développement du rôle des marchés de capitaux dans le financement des économies, la réglementation dans le domaine de la monnaie et du crédit tend à prendre des formes nouvelles et à investir le propre champ d'action des autorités. Depuis l'éclatement de la crise financière à la suite de la faillite de la banque Lehman Brothers en septembre 2008, les banques centrales des économies développées se sont engagées dans des politiques monétaires dites non conventionnelles (PMNC). L'adoption de ces politiques a répondu à deux sortes de préoccupations : d'abord parer à un dysfonctionnement dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire, particulièrement dans un contexte de dégradation avérée ou potentielle d'une partie significative du système bancaire ; ensuite surmonter la limite à zéro des taux d'intérêt⁴⁹.

En temps normal, la politique monétaire est mise en œuvre via la fixation d'un taux d'intérêt auquel les banques se refinancent mais face à une crise de perte de confiance dans certains intermédiaires ou marchés de capitaux, comme celui des subprimes américains en 2008, la banque centrale endosse le rôle de prêteur en dernier ressort (PDR), substituant ses financements à ceux que les agents privés ne se consentent plus du fait d'un dysfonctionnement majeur des marchés monétaires et financiers. Dans ce but, les banques centrales, en particulier la Fed, ont adapté leurs instruments de politique monétaire de plusieurs manières à savoir les politiques d'assouplissement et le guidage des taux d'intérêt⁵⁰.

En règle générale, les politiques monétaires non conventionnelles consistent en un usage non conventionnel des outils conventionnels de la politique monétaire ou en l'utilisation de nouveaux instruments non conventionnels. Ces politiques sont caractérisées par un apport de liquidité, soit par l'achat d'actifs, soit par un soutien direct aux sociétés financières ou non financières. Pourquoi ces mesures sont-elles qualifiées de non conventionnelles ? Comment se transmettent-elles à l'économie ? Quels ont été leurs effets financiers et économiques ? Répondre à ces interrogations est l'objectif de ce chapitre.

⁴⁹ PFISTER Christian et VALLA Natacha, « L'économie mondiale 2016 » Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 2015, p 40.

⁵⁰ Idem, p 41.

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

Section 1 : Les mesures de la PMNC

L'objectif principal de la politique monétaire est le maintien de la stabilité des prix. Pour atteindre cet objectif, la banque centrale fixe la valeur de son taux d'intérêt directeur qui est le taux auquel elle prête la monnaie qu'elle émet aux banques commerciales à horizon de quelques jours. En temps normal, sa décision de taux directeur se transmet à l'économie par l'intermédiaire de plusieurs canaux qui amplifient les effets des impulsions de la politique monétaire ainsi elle influence les conditions de financement de l'économie. Mais en cas de perturbation du fonctionnement de ces canaux, la banque centrale est obligée d'adapter la conduite de sa politique et instaurer des mesures non conventionnelles pour conjurer la menace de conséquences fatales d'une crise financière⁵¹.

Lorsque la contrainte des taux zéro a été atteinte, les mesures non conventionnelles sont apparues incontournables, sans qu'il y ait pour autant une homogénéité entre les banques centrales, tant dans les objectifs que dans les instruments.

Lorsque, suite à une crise financière par exemple, l'inflation est faible et que la banque centrale ne dispose que de faibles marges de manœuvre pour réduire son taux directeur, instrument usuel de la politique monétaire, le risque de heurter le plancher à zéro des taux d'intérêt se présente. En effet, il est possible à la banque centrale de rémunérer les réserves des banques à un taux négatif, mais en raison de la possibilité d'échanger ces réserves contre de la monnaie fiduciaire, ce taux ne peut pas être sensiblement inférieur à zéro⁵².

1.1 Définitions et caractéristiques des PMNC

Les politiques conventionnelles ayant été insuffisantes au cours de la crise récente, les banques centrales ont ajusté la taille et la composition de leurs bilans afin d'influer sur les conditions financières au-delà de ce que permet la fixation du taux directeur.

Les PMNC sont des mesures que les BC peuvent permettre d'assouplir la politique monétaire dite « conventionnelle » à l'égard de ses insuffisances ou limites à relancer l'activité économique en période de choc. Dans un contexte de graves dysfonctionnements des marchés, les autorités monétaires des grands pays n'ont eu d'autres choix que de mettre en place des mesures « non-conventionnelles » de politique monétaire pour contrer les ruptures de liquidité

⁵¹ LOISEL Olivier, MESONNIER Jean-Stéphane, Direction des Études monétaires et financières, service de politique monétaire de la Banque de France, Avril 2009, p 2.

⁵² DRUMETZ Françoise, PFISTER Christian, SAHUC Jean-Guillaume, « Politique Monétaire », 2^e édition, de Boeck supérieur, 2015, p 294.

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

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.

Comme elle a été définie dans le premier chapitre, la PMNC est l'ensemble des mesures autres que les mesures traditionnelles habituellement employées par les autorités monétaires dans le but d'assouplir la politique monétaire afin de lutter contre les conséquences de la crise déclenchée pendant l'été 2007.

Ces politiques sont qualifiées de non conventionnelles parce que⁵³ :

- Elles ne portent pas uniquement sur la gestion des taux d'intérêt de court terme mais sur les qualités de refinancements ou financements ;
- Les montants des apports de liquidités sont importants ;
- Elles modifient substantiellement la structure et la taille des bilans des banques centrales ;
- Leurs canaux de transmission sont distincts des canaux empruntés par la politique de taux.

Il existe essentiellement deux formes de PMNC (quantitative et qualitative) ainsi qu'une politique supplémentaire par une baisse de taux. Elles se caractérisent par la qualité des actifs (risqués ou non risqués), la nature des contreparties et le marché sur lequel intervient la banque centrale. Elles se transmettent à l'économie principalement par les anticipations et le prix des actifs.

1.1.1 Particularité des politiques non conventionnelles

Ce point prend en considération si les PMNC sont des substituts ou des compléments à politique de taux, et présente quelques différences entre ces politiques et la création monétaire.

⁵³ KANGA Kouamé Désiré, « Essais sur l'impact des mesures de la politique monétaire non conventionnelle dans la zone euro », Thèse de doctorat, sciences économiques, Université d'Orléans : Ecole Doctorale sciences de l'Homme et de la Société, Laboratoire d'économie d'Orléans, 2017, p 8.

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

1.1.1.1 Complémentarité ou substituabilité à la politique de taux

Certaines banques centrales (Etats-Unis, Angleterre, Canada) ont conduit les politiques non conventionnelles lorsque le taux directeur était à (ou proche de) 0%. Ces politiques apparaissent alors comme de possibles recours et constituent ainsi des substituts à la politique de taux. De même, elles peuvent, dans certains cas, être mises en œuvre afin d'améliorer l'efficacité de la politique de taux. Dans ce cas, elles sont complémentaires à la politique de taux.

Les politiques non conventionnelles introduites par la BCE en Octobre 2008, par exemple, sont plutôt complémentaires à la politique de taux, alors qu'elle disposait encore d'une marge pour la réduction du taux d'intérêt. L'objectif principal de ces mesures était d'assurer l'efficacité de la politique de taux dans la mesure où les mécanismes de transmission traditionnels semblaient défectueux⁵⁴.

1.1.1.2 Les politiques non conventionnelles ou une forme de création monétaire

Les politiques d'assouplissement quantitatif et qualitatif ne sont pas nouvelles. Avant la crise financière de l'été 2007, elles avaient été mises en œuvre aux Etats-Unis en 1961 (opération Twist) et au Japon entre 2000 et 2006 où elles visaient respectivement à aplatir la courbe des taux et à faire face à la déflation.

Elles sont, avant tout, des politiques discrétionnaires dont le financement se fait par création monétaire en lieu et place de taxes ou d'un emprunt public même si dans certains pays, elles ont été des substituts à la politique de taux. Par exemple, la BCE a clairement souligné, jusqu'à la fin 2011 au moins, que les mesures non conventionnelles ne pouvaient, en aucun cas, être considérées comme une autre forme de création monétaire. Elles sont plutôt des moyens exceptionnels qui ont été temporairement nécessaires d'autant plus que la BCE stérilisait une partie de ses achats, et en vertu de l'article 123 du traité de Lisbonne interdisant le financement des pays membres par création monétaire⁵⁵.

1.2 Guidage des taux d'intérêt (Forward Guidance)

Les anticipations des agents privés jouant un rôle important dans la détermination de l'équilibre macroéconomique, la politique monétaire agit sur la demande principalement par sa capacité d'ancrer les anticipations de taux d'intérêt futurs des agents sur une trajectoire

⁵⁴ KANGA Kouamé Désiré, Op. Cit., p 29.

⁵⁵ Idem, p 30.

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

compatible avec l'objectif de stabilité des prix. Un pilotage efficace par une banque centrale des anticipations relatives à l'orientation de la politique monétaire présente deux caractéristiques : la transparence sur l'objectif de la banque centrale et la clarté de sa communication, en particulier sur la stratégie de politique monétaire adoptée afin d'atteindre cet objectif. La communication de la banque centrale sur l'orientation des taux directeurs futurs est appelé « *guidage des taux d'intérêt* » (FG)⁵⁶.

Le guidage des taux d'intérêt est un élément de communication de la banque centrale visant à remédier au problème d'incohérence temporelle de la politique monétaire en signalant de manière transparente l'orientation relative à la trajectoire future des taux directeurs de la banque centrale. Son objectif principal est d'orienter non seulement les taux d'intérêt à court terme mais aussi les anticipations que les marchés formulent quant à l'évolution des taux directeurs à moyen terme. Un préalable à sa mise en œuvre est que le public soit convaincu que le plancher à zéro a effectivement été atteint, donc que la banque centrale ne baissera plus son taux directeur; il risquerait, sinon, d'attendre ce dernier geste pour modifier ses anticipations de taux.

Dans un cadre théorique moderne où les anticipations des agents privés jouent un rôle important dans la détermination de l'équilibre macroéconomique, la politique monétaire agit sur la demande principalement par sa capacité à ancrer les anticipations de taux d'intérêt futur des agents sur une trajectoire compatible avec l'objectif de stabilité des prix. Par conséquent, le fait de venir buter contre le plancher de 0 % pour le taux directeur ou de s'en rapprocher n'empêche pas la banque centrale d'agir sur les anticipations de taux directeurs futurs, afin de les aligner elles aussi sur un niveau très proche de 0%. La façon la plus directe de procéder pour la banque centrale consiste à s'engager, explicitement ou implicitement, à maintenir les taux directeurs à un bas niveau pendant un certain temps⁵⁷. Cela s'est fait par deux effets complémentaires ; la diminution des taux d'intérêt nominaux à moyen et long terme et l'augmentation de l'inflation anticipée sur les moyens et long termes. En effet, les taux d'intérêt réels baissent et stimulent la demande agrégée.

La banque centrale s'engage explicitement à maintenir les taux directeurs à un bas niveau pendant un certain temps. Un tel engagement est en principe très efficace mais, pour être crédible, il doit être réaliste et cohérent dans le temps. Ces engagements explicites sont tous

⁵⁶ KANGA Kouamé Désiré, Op. Cit., p 30.

⁵⁷ LOISEL Olivier, MESONNIER Jean-Stéphane, Op. Cit., p 2.

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

formulés de manière conditionnelle, c'est-à-dire qu'ils portent sur un maintien des taux à un bas niveau jusqu'à ce que l'inflation ou l'activité économique satisfasse certaines conditions prédéterminées, plutôt que sur un maintien des taux pour une certaine durée donnée de manière inconditionnelle. Cette conditionnalité, commentée et justifiée par Bernanke (2004), permet en effet à la banque centrale de réagir en temps voulu et de manière adéquate à des développements non anticipés concernant l'inflation ou l'activité économique.

En annonçant à l'avance l'orientation future de la politique monétaire, les banques centrales permettent aux agents économiques d'avoir une meilleure visibilité et de faire reposer leurs projets sur des perspectives plus stables. C'est un facteur d'amélioration de l'efficacité de la politique monétaire.

La question qui se pose alors pour la banque centrale est de parvenir à crédibiliser son engagement de manière à montrer aux agents que celui-ci sera respecté. Dans le cas d'une politique monétaire visant à faire sortir l'économie d'une trappe à liquidité, la banque centrale doit créer des anticipations d'inflation afin de baisser le niveau des taux réels. Pour cela, elle doit garantir aux investisseurs que les taux seront maintenus à zéro pendant suffisamment longtemps.

Enfin, Kohn et Sack (2003) montrent que les communications de la banque centrale ont un effet sur les anticipations des investisseurs. Cependant, ces effets doivent être nuancés car la banque centrale semble incapable d'influencer le sens de cette évolution. Par ailleurs, l'effet à long terme de ces communications semble discutable⁵⁸.

1.3 Les politiques d'assouplissement

Les BC ont adopté un ensemble des mesures non conventionnelles lorsque le taux directeur a atteint un niveau très bas proche de 0%. Ces mesures comprennent l'assouplissement qualitatif (Crédit Easing) et l'assouplissement quantitatif (Quantitative Easing).

1.3.1 L'assouplissement qualitatif (Credit easing)

La politique d'assouplissement qualitatif ou le credit easing (CE) est une autre forme de politique d'assouplissement parfois considérée comme un cas particulier de QE. Dans cette démarche, la banque centrale focalise son action sur les titres détenus à son actif plutôt que sur

⁵⁸ MULETIER Clément, « Politique monétaire non conventionnelle de la réserve fédérale américaine », Mémoire de Master académique de 4^{ème} année, Strasbourg : Institut d'études politiques de Strasbourg, 2011, p 45.

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

l'accroissement de sa base monétaire. Elle achète ainsi des titres obligataires ou des actions non stérilisés, privés ou publics, auprès des banques mais aussi auprès d'autres intermédiaires financiers ou non financiers⁵⁹.

Ces achats conduisent habituellement à un gonflement du bilan de la banque centrale et de la base monétaire, tout comme l'assouplissement quantitatif. Cependant, la croissance du passif de la banque centrale, et notamment celle des réserves excédentaires des banques commerciales, n'est pas l'objectif directement visé : la banque centrale cherche avant tout à exercer une pression à la hausse sur le prix des titres qu'elle achète afin de diminuer les taux longs et relancer l'activité en augmentant la demande agrégée⁶⁰. De plus, ces mesures exercent souvent une pression à la baisse sur les primes de risque dans l'économie favorable à la reprise des investissements.

Dans le cadre d'un assouplissement qualitatif, la banque centrale accorde aux banques commerciales les liquidités qui leur manquent, accepte de prendre en garantie, des créances de moins bonne qualité que celles qu'elle exige généralement. Ainsi, en temps normal, la BC n'accepte que des créances sûres et ne présentant quasiment aucun risque. Mais en cas de crise la situation change. En effet, lorsque certaines banques ne disposent plus de garanties d'assez bonne qualité pour bénéficier des liquidités de la BC. Afin d'éviter une crise de liquidité généralisée, celle-ci assouplit ses exigences en acceptant des garanties de moindre qualité.

Les opérations de credit easing ont un double effet : d'une part elles réaniment le marché des titres de dette et d'autre part elles procurent directement des financements à l'économie. En contrepartie, et toutefois, la banque centrale doit assumer un risque de crédit et de taux qui n'entre pas dans sa fonction ordinaire.

1.3.2 L'assouplissement quantitatif (Quantitative Easing)

Le QE, est un instrument monétaire non-conventionnel utilisé et modulé de différentes façons par les banques centrales, qui va consister à acheter des actifs, le plus souvent des obligations d'États par le processus de création de monnaie. L'ensemble des différentes opérations de QE visent à relancer l'activité économique tout en inhibant les risques de déflation en agissant sur les anticipations des agents économiques, sur la liquidité qu'ils détiennent et sur les conditions d'accès au crédit. Pour une banque centrale, une période d'assouplissement

⁵⁹ GAILLARD Alexandre « Les Politiques Monétaires Non Conventionnelles, Approches Monétariste Et Neo-Wickselienne », Institut d'Economie et de Management de Nantes, 2013/2014, p 7.

⁶⁰ Banque de France, Questions actuelles ; Économie, Monnaie, Finance, « les politiques monétaires non conventionnelles face à la crise », n° 01 Avril 2009

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

quantitatif implique une augmentation importante de son bilan notamment à travers l'augmentation de la base monétaire au passif⁶¹.

En achetant aux institutions financières la dette à long terme émise par les États et souvent exemptée de tout risque financier, aussi appelé dette souveraine, la BC fait un jeu d'écriture comptable qui permet de créer de l'argent sans imprimer de nouveaux billets. Pour ce faire, le mécanisme consiste à augmenter le passif du bilan de la BC, via les réserves obligatoires et la monnaie en circulation. Les liquidités injectées finissent en partie dans les comptes des banques, individus et institutions financières qui ont vendu ces titres à la BC⁶².

Tout comme les réductions de taux directeurs, les achats d'actifs poursuivent l'objectif d'une baisse des rendements réels et, partant, d'un assouplissement supplémentaire des conditions de financement de l'économie. Ils doivent ainsi soutenir la demande agrégée et assurer une évolution de l'inflation qui soit compatible avec la stabilité des prix telle que définie par la banque centrale. Ils visent délibérément à encourager la consommation et les investissements aux dépens de l'épargne, dans la perspective de stimuler l'activité économique. Au travers de leurs effets d'entraînement, ils constituent un rempart contre le risque de stagnation séculaire, à savoir une situation dans laquelle la croissance économique demeure nulle ou anémique⁶³.

En somme, le Quantitative Easing est le rachat de titres publics par la BC. Cette dernière achète aux banques des obligations d'État. En échange de ces actifs, la BC fournit aux banques des liquidités dont on espère qu'elles irrigueront l'économie réelle. Si les taux d'intérêt (nominaux) liés au taux directeur de la BC sont maintenus à un faible niveau et que l'inflation est favorisée par l'injection de ces nouvelles liquidités, alors les taux d'intérêt réels baisseront. Le taux d'intérêt réel est approximativement l'écart entre le taux nominal et l'inflation. Il correspond à ce que coûte réellement le crédit à l'emprunteur. Des taux d'intérêt réels faibles, voire négatifs, permettent aux entreprises de s'endetter plus facilement pour financer leurs investissements, clé de la reprise de la croissance. Mais ces mécanismes ne sont pas automatiques, ils supposent que les liquidités injectées massivement par la BC iront bien dans

⁶¹ GEORGE Gregory « L'examen des politiques monétaires d'assouplissement quantitatif », Mémoire de master, sciences de gestion, Carouge-Genève, Haute école de gestion de Genève, 19 Août 2016, p 06.

⁶² Idem.

⁶³ KASHAMA M. Kasongo, A. STEVENS, M. DERROOSE, « l'ABC de l'assouplissement quantitatif », BNB revue économique, juin 2016, p 40.

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

l'économie réelle c'est-à-dire dans le financement des entreprises plutôt que d'alimenter nouvelles bulles spéculatives⁶⁴.

Dans le cadre d'une politique d'assouplissement quantitatif, la banque centrale cible typiquement les titres de qualité – à savoir peu risqués –, à long terme et dont les marchés sont à la fois larges et liquides. La banque centrale ne cherche pas en effet à peser en priorité sur les primes de risque de crédit mais, plus globalement, à influencer les différentes composantes du taux réel à long terme. En outre, les titres à long terme sont visés dans la mesure où c'est l'horizon pertinent pour les décisions de consommation et d'investissement. Enfin, le fait de cibler les marchés larges et liquides permet d'acheter des actifs en quantité suffisante pour pouvoir influencer les conditions de financement de l'économie dans son ensemble sans perturber le fonctionnement des marchés.

L'écrasante majorité des titres acquis par la banque centrale dans le cadre de ses programmes d'achats d'actifs sont des titres publics, émis par le gouvernement⁶⁵.

Section 2 : Les canaux de transmission et les effets de la PMNC

La crise financière et la récession économique ont posé des nouveaux défis à la politique monétaire et ont démontré la nécessité de mettre en place une politique pour garantir la stabilité financière. De plus, l'environnement économique, marqué par une faible inflation et des taux d'intérêt à zéro, met en avant les limites des instruments conventionnels de la politique monétaire. Cette situation implique que de nouveaux outils doivent être mis en œuvre pour atteindre les objectifs des politiques tant monétaires que macro prudentielle.

2.1 Les canaux de transmission de PMNC

Les politiques non conventionnelles agissent au travers de différents canaux sur l'économie réelle et l'inflation et ont pour objectif d'assurer un bon fonctionnement des canaux traditionnels.

2.1.1 Le canal des anticipations

Le canal des anticipations repose sur la capacité des agents à intégrer les effets positifs (attendus) des engagements de la banque centrale. Il examine comment les politiques non conventionnelles parviennent à restaurer la confiance sur les différents marchés au cours de la

⁶⁴ DUPUY Michel, « Les effets des politiques de *Quantitative Easing* sur le taux de change : les enseignements de l'expérience américaine », Revue d'économie financière, LAREFI working paper N°2013-02, janvier 2013.

⁶⁵ KASHAMA M. Kasongo, A. STEVENS, M. DEROOSE, Op. Cit., p 40.

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

crise et prend en compte les canaux de signal. Ce dernier suggère que les mesures non conventionnelles permettent d'indiquer (signaler) aux marchés que la banque centrale a révisé ses perspectives économiques ou a changé la conduite de sa politique monétaire. Dès lors, elles devraient rassurer les marchés et améliorer les perspectives économiques ; c'est-à-dire accroître la confiance des investisseurs et des consommateurs⁶⁶.

Un ensemble d'engagements a été pris par les banques centrales afin de rassurer les marchés. Ces engagements portent sur le maintien à un niveau bas les taux directeurs sur une certaine période (FG).

Selon la théorie des anticipations le taux anticipé doit rester à un niveau bas même si la BC n'augmente pas ses taux directeurs, car il ne doit pas excéder le taux actuel. Autrement dit, le taux anticipé doit rester à un niveau bas dans une situation de non augmentation des taux directeurs, car la baisse ou le niveau bas des taux anticipés joue un rôle important dans l'économie.

La préoccupation des banques centrale est d'assurer un bon déroulement d'une politique monétaire et, le canal des anticipations est l'un des moyens pour assurer l'efficacité des PMNC. La question qui se pose est la capacité de la BC à respecter ses engagements. Mais pour Clouse et al. (2003), la fiabilité de BC est assurée par l'achat d'obligations de long-terme.

2.1.2 Le canal du prix des actifs

Selon ce canal, une politique monétaire expansionniste se traduit par une hausse du cours des actifs. Les achats d'actifs de la BC réduisent le stock d'actifs détenu par les investisseurs : c'est la réallocation de portefeuille. Dans le but de rétablir la structure initiale des portefeuilles dont ils détiennent, les investisseurs sont susceptibles d'utiliser une partie de leur liquidité pour acheter d'autres actifs de même maturité. Cette volonté de rééquilibrer leurs portefeuilles fait que le prix des actifs ciblés augmente.

La combinaison des deux effets (liquidité et portefeuille) entraîne une baisse plus forte de la prime de risque surtout lorsque l'économie fait face à une contrainte à zéro du taux d'intérêt. En effet, la réduction du stock d'actifs de long-terme par la banque centrale conduit les investisseurs très averses au risque à acheter des actifs de maturités proches afin de se couvrir, très souvent, par la vente des actifs de courtes échéances⁶⁷.

⁶⁶ KANGA Kouamé Désiré, Op. Cit., p 36.

⁶⁷ Idem, p 41.

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

La baisse des taux d'intérêt encourage les placements boursiers, soit parce que le public détient plus d'argent qu'il ne le souhaite, soit parce que les obligations deviennent moins attrayantes par rapport aux actions, ce qui entraîne une augmentation de la valeur des actions. Trois conséquences en découlent :

- Une hausse du Q de Tobin (défini comme la valeur de marché d'une entreprise, divisée par la valeur de remplacement de son stock de capital), ce qui signifie que le prix des nouvelles immobilisations corporelles baisse par rapport à la valeur de marché de l'entreprise. Il s'ensuit que les entreprises sont encouragées à émettre plus d'actions (capitaux propres) pour financer leurs dépenses d'investissement, ce qui contribue à relancer les investissements et, donc, la demande globale.
- Une hausse du patrimoine privé (dont font partie les actions), qui favorise la consommation des ménages.
- Une amélioration du moral des consommateurs, dans la mesure où ceux-ci ont tendance à avoir davantage confiance en l'avenir quand les marchés d'actions sont en hausse. Cela tend à les inciter à dépenser plus.

2.1.3 Le canal du taux de change

Au-delà de leur impact à l'intérieur des pays, toutes ces politiques ont des retombées extérieures. Dans les circonstances normales, si un pays réduit ses taux d'intérêt domestiques pour stimuler la consommation et l'investissement, son taux de change se déprécie également, stimulant les exportations.

Le programme d'assouplissement, surtout le QE₃, a encouragé la dépréciation du dollar au risque de déclencher une guerre des monnaies. La baisse des taux d'intérêt à long terme dans le pays domestique va s'accompagner d'une réduction du différentiel d'intérêt à long terme entre le pays domestique et l'étranger (on suppose ici que les taux d'intérêt à long terme demeurent inchangés à l'étranger). Conformément à la parité des taux d'intérêt non couverte (PTINC), les marchés doivent alors anticiper une appréciation de la monnaie domestique sur un horizon lointain de manière à ce que les actifs domestiques et étrangers offrent la même rentabilité anticipée.

Les taux d'intérêt étant très bas dans les pays dans lesquels ces politiques sont appliquées, les banques peuvent décider d'acquérir des titres rémunérateurs à l'étranger. Il est à noter que l'expérience récente des États-Unis montre que les politiques de *quantitative easing* ont bien permis de réduire les taux d'intérêt à long terme et ont provoqué une dépréciation du

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

taux de change. Une analyse récente montre que *sur les 800 milliards de dollars américain de baisse des réserves de change de la Chine en 2015, la vente d'obligations européennes représente 250 milliards de dollars américain*. D'un côté, la dépréciation de la monnaie rend les produits compétitifs et est censé augmenter les exportations, et de l'autre, elle devrait augmenter le prix des produits importés et nourrir des anticipations d'inflation⁶⁸.

Toutefois, l'efficacité de ce canal reste fortement dépendante de la croissance mondiale qui est, par ailleurs, restée faible pendant la crise. Par ailleurs, la baisse du prix du pétrole a contribué à freiner la hausse des prix ; ce qui a limité la création des anticipations d'inflation.

2.2 Les effets et les risques de la PMNC

Les PMNC sont censées assouplir les conditions de financement et relancer les prêts directs via quatre canaux de transmission à savoir la liquidité, la réallocation de portefeuille, la duration et la confiance. En achetant des actifs voire même de moyenne qualité, les BC rassurent les investisseurs et les incitent à l'imiter.

Outre le rôle qu'elles jouent dans les conditions de financement, les PMNC sont également des mesures d'accompagnement pour que les taux d'intérêt aient une influence sur les conditions de crédit comme lorsque la BC conduisait ses politiques de taux⁶⁹.

L'effet visible des PNC est la modification de la taille et de la structure du bilan de la BC. Il a été constaté par Campbell et al. (2012) que les révisions à la hausse de FG (c'est-à-dire, celles qui ne sont pas liées à des changements dans la valeur actuelle des taux d'intérêt directs) diminuent les anticipations par les participants de marchés des futurs taux de chômage et augmentent les anticipations d'inflation. Ceci indique que les augmentations anticipées des taux directs fournissent des informations sur l'état de l'économie. Si les révisions à la hausse avaient signalé un resserrement de la politique monétaire, ces anticipations auraient évolué dans des directions opposées. Cette constatation est importante, car elle implique que l'information sur l'évolution future des taux d'intérêt n'affecte pas seulement les prix des actifs, mais également les prévisions macroéconomiques dans leur ensemble⁷⁰.

⁶⁸ KANGA Kouamé Désiré, Op. Cit, p 44.

⁶⁹ Idem, p 67.

⁷⁰ DRUMETZ Françoise, PFISTER Christian, SAHUC Jean-Guillaume, Op. Cit., p 299.

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

2.2.1 Les effets de la PMNC

L'évaluation des effets de la PMNC se fait par plusieurs méthodes, à savoir, la détermination par une étude d'événement et les modèles de structure par terme.

2.2.1.1 Détermination de l'effet par une étude d'événement

L'évaluation des effets de mesures non conventionnelles était relativement difficile au début de la mise en œuvre de ces politiques, faute de séries longues, ainsi les premiers travaux ont été des études d'événements. Par définition, cette technique permet d'évaluer que les effets des annonces et non les effets à proprement parler des politiques via les canaux de transmission déjà présentés.

Une étude d'événements est une technique statistique servant à mesurer l'impact d'une information ou d'une politique sur la réaction des marchés. Elles ont été utilisées au cours de la crise pour analyser les effets d'annonce des PNC. Cette technique a permis d'analyser les effets de ces politiques sur les anticipations et les primes de risque et de liquidité des marchés. Son avantage est sa simplicité et sa parcimonie. Toutefois, cette méthode ne permet pas d'effectuer une analyse causale. Par ailleurs, la taille de la fenêtre d'analyse joue un rôle important. En fait, lorsqu'elle augmente, il devient difficile d'attribuer les effets mesurés uniquement aux politiques ciblées.

Toutes les analyses basées sur cette méthode concluent, d'une part, à une baisse substantielle des taux d'intérêt de long terme suite aux politiques non conventionnelles, d'autre part, l'annonce des opérations d'apport de liquidité a abaissé la prime de liquidité et de risque sur le marché interbancaire⁷¹.

2.2.1.2 Les modèles de structure par terme

La structure par terme des taux d'intérêt est une relation entre les durées des placements et des emprunts et les taux d'intérêt qui leur sont associés. Ces modèles sont utilisés, entre autres, pour analyser les anticipations de taux d'intérêt. Cette classe de modèle a été, le plus souvent, employée pour évaluer les effets des politiques non conventionnelles, d'une part, sur les primes de risque et de liquidité et, d'autre part, sur les prix des actifs et la structure du portefeuille des agents. D'une façon générale, les politiques non conventionnelles ont réduit la prime de liquidité et de risque.

⁷¹ KANGA Kouamé Désiré, Op. Cit., p 45.

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

L'hypothèse des anticipations de la structure par terme des taux, selon laquelle le taux d'intérêt à long terme représente une moyenne des prévisions relatives aux taux d'intérêt futurs à court terme, donne à penser que la baisse du taux d'intérêt réel à court terme entraîne une chute du taux d'intérêt réel à long terme. Ce fléchissement des taux d'intérêt réels aboutit ensuite à une hausse de l'investissement en capital fixe des entreprises, de l'investissement en logements, des dépenses de biens de consommation durables et de formation des stocks, le tout provoquant une augmentation de la production globale.

2.2.2 Les risques de la PMNC

Les mécanismes décrits jusqu'à présent, qui indiquent comment la politique monétaire peut atteindre les buts fixés par les autorités monétaires, ne fonctionnent cependant pas avec autant de précision qui pourrait la laisser parfaite et sans aucun inconvénient. La réalité économique est complexe et la politique monétaire est soumise, en pratique, à bon nombre de critiques de la part de certains auteurs et d'appréciation de la part des autres.

Premièrement, des conditions monétaires inhabituellement accommodantes sur une période prolongée masquent des problèmes sous-jacents au niveau des bilans et incitent moins à s'y attaquer de front. De même, les achats massifs d'actifs et les soutiens inconditionnels de liquidité peuvent faire paraître moins nécessaire le traitement des actifs dépréciés des banques. En présence de taux d'intérêt bas, le coût d'opportunité associé à la détention de prêts improductifs est réduit et les banques risquent de surestimer les capacités de remboursement de leurs débiteurs⁷².

Deuxièmement, les politiques monétaires d'assouplissement quantitatif, peuvent aussi potentiellement engendrer des effets hors des frontières des zones économiques ciblées. In fine, si la politique perdure, elle peut avoir pour conséquence d'augmenter la volatilité du prix des actifs des pays émergents. Notamment par le biais des taux de change maintenus bas par les BC et exerçant potentiellement des pertes de compétitivité pour les pays qui exportent vers les économies ayant adopté le QE. En effet, le renforcement de la monnaie des pays exportateurs face à la devise du pays importateur peut avoir pour conséquence de faire reculer les exportations de ces économies émergentes en question⁷³.

Troisièmement, une détente monétaire marquée et prolongée peut être source de distorsions sur les marchés financiers. Le faible niveau des taux d'intérêt et la politique de bilan

⁷² 82^{ème} Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, 1^{er} avril 2011–31 mars 2012, p 49.

⁷³ GEORGE Gregory Op. Cit., p 09.

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

des banques centrales ont infléchi la dynamique des marchés au jour le jour. Les politiques monétaires non conventionnelles ont l'inconvénient de mettre des actifs risqués sur le bilan de la banque centrale, d'où un risque grave de perte de confiance dans la monnaie. A côté de ce risque, l'achat d'actifs risqués par les banques centrales peut provoquer les risques suivants :

- Risque d'aléa moral : si une politique souple en matière de garanties peut aider la banque centrale à atteindre ses objectifs stratégiques, cette souplesse entraîne un risque d'aléa moral ; en effet, si les acteurs attendent de cette institution qu'elle intervienne de façon similaire à l'avenir, ils pourraient être enclins à prendre plus de risques. Plus généralement, l'idée pourrait s'imposer que les banques centrales offrent une source de liquidités facilement accessible qui sert de substitut au financement de marché. Les banques centrales doivent donc insister sur le fait que les mesures exceptionnelles sont temporaires ;
- Risque d'asymétrie : Il ne faudrait pas que la banque centrale soit uniquement acheteuse d'actifs quand leurs prix sont trop bas, et non vendeuse d'actifs quand leurs prix sont trop hauts. La lutte contre les bulles accompagne celle contre la déflation ;
- Risque de perturbation des cours : Si la banque centrale ne sait pas mesurer le prix normal d'un actif financier, elle va intervenir et faire bouger ce prix alors qu'il est voisin du prix fondamental ; elle va ainsi perturber inutilement les marchés.
- Un risque de perte, pour la banque centrale, si elle achète des actifs, par erreur, à un prix encore supérieur au prix fondamental.

De plus, les mesures non conventionnelles présentent d'autres risques plus soucieux tels que la crainte de la création des bulles spéculatives (la hausse des prix d'actifs). Cela fera l'objet de la section 3.

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

Section 3 : Les PMNC et la création des bulles spéculatives

Les BC sont conduites à recourir à des mesures non conventionnelles lorsque la baisse des taux directeurs a atteint le seuil plancher de 0%. Ces politiques se sont traduites par une expansion de leurs bilans, reflétant les liquidités fournies par les banques centrales aux systèmes financiers. Ces différentes mesures suscitent de nombreuses interrogations quant à leur impact sur l'activité réelle mais aussi la crainte qu'elles pourraient alimenter de nouvelles bulles spéculatives sur différents types d'actifs.

Il est constaté que les politiques non conventionnelles surtout l'achat massif des actifs du programme d'assouplissement mené par les BC a poussé à la hausse les prix d'actifs. Ces achats par la banque centrale provoquent une baisse de l'offre de titres de long terme à la disposition des investisseurs, et l'excès de la demande sur l'offre dû au *quantitative easing* entraîne une hausse de prix des actifs à maturité élevée et une baisse des taux d'intérêt à long terme. Ce processus peut stimuler la naissance d'une bulle spéculative.

Cette section traite la formation de ces bulles et montre comment les mesures non conventionnelles ont encouragé leur formation ainsi que la décision des BC à les laisser gonfler.

3.1 La formation de bulles

Une bulle spéculative, en bourse, est tout simplement l'envolée excessive du prix de certains actifs, de manière totalement non corrélée à la valeur réelle des fondamentaux. Aussi appelée bulle boursière, ce type d'évènement est dû au fait que la plupart des investisseurs estiment que le prix de vente sera encore plus élevé dans le futur, créant de ce fait un effet de masse, gonflant ainsi artificiellement les prix du marché.

Autrement dit, c'est un gonflement des prix déconnecté de l'économie réelle. Une bulle peut se former durant plusieurs semaines mais plus généralement mois ou années. Dans tous les cas, une bulle a pour conséquence finale un éclatement, c'est-à-dire un effondrement brutal des prix pouvant être à l'origine d'une crise ou sa conséquence directe.

3.1.1 Les étapes de la formation d'une bulle spéculative

Le phénomène de bulles spéculatives se déroule en quatre étapes : la phase cachée ou furtive, la phase d'alerte ou de prise de conscience, la phase maniaque et la phase d'éclatement⁷⁴.

⁷⁴ Morning Meeting-Your personal financier, « les bulles spéculatives ».

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

- **La phase cachée**

Des spéculateurs à court terme qui recherchent un taux de rendement important, ou des investisseurs exigeant une prime de risque élevée, poussent la valeur d'un nouveau paradigme ou d'une nouvelle forme d'actif pouvant s'agir d'une action ou des taux d'intérêt historiquement bas ou une nouvelle technologie innovatrice à un niveau insoutenable (Un exemple classique de ce phénomène est la baisse du taux des fonds fédéraux de 6,5% en mai 2000 à 1% en juin 2003. Au cours de cette période de trois ans, le taux d'intérêt des prêts hypothécaires à taux fixe de 30 ans a chuté de 2,5 points de pourcentage à un creux historique de 5,21%, semant les graines de la bulle immobilière). Durant cette phase, les prix sont en hausse modérée.

- **La phase de prise de conscience**

Les gens qui suivent les tendances sur les marchés achètent, parce que les rendements ont été très élevés récemment ; et par suite ils poussent la surévaluation à un niveau encore plus élevé, sur une si longue période. Durant cette étape le cours du marché boursier brise un seuil technique, conduisant à une nouvelle psychologie en validant un retournement de tendance à la hausse. L'attention des médias est alors attirée, c'est à ce moment que les investisseurs particuliers attentifs entrent sur le marché. L'appétit du risque grandit, ce qui se traduit par la matérialisation d'une deuxième pente sur les graphiques de cotations. La deuxième phase peut durer très longtemps. Pour autant durant cette phase, bien que la hausse soit marquée par une croissance moyenne, elle est souvent accompagnée de phase de correction marquant un recul temporaire des cours boursiers.

- **La phase maniaque (euphorie)**

Elle se caractérise par le fait que les médias et le grand public s'emparent du phénomène, la cupidité est à son comble. Les investisseurs sont séduits par le nouveau paradigme. A ce stade, Les média parlent quotidiennement de ce phénomène, attirant un cercle de personnes ordinaires non actives en bourse (public). A partir de là, la déraison l'emporte, tout le monde veut profiter de l'eldorado faisant fi de toute logique économique, c'est une course à l'achat. En raison de ce sur-achat, c'est-à-dire un courant acheteur bien plus fort que les vendeurs l'équilibre des cours est perturbé, les cotes des titres concernés par la bulle augmentent très rapidement et de manière soutenue, se déconnectant bientôt de la valeur réelle.

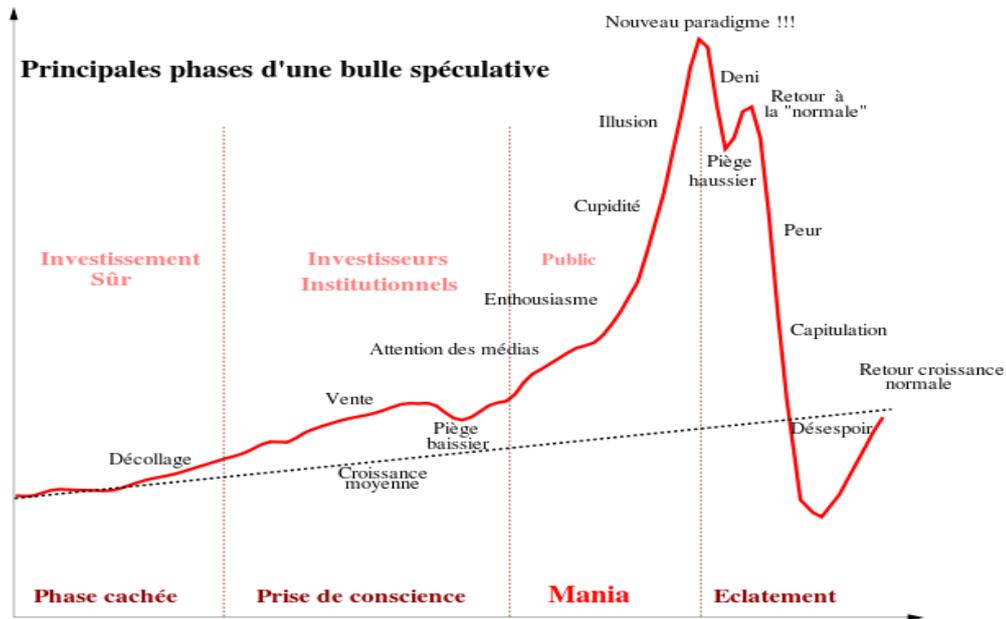
- **La phase d'éclatement**

L'euphorie est bientôt remplacée par la peur face aux prises de bénéfices de plus en plus grandes, jusqu'au moment charnière où la bulle marque l'arrêt lorsque les forces acheteuses et vendeuses s'équilibrent, avant de s'effondrer brutalement à la faveur d'un mouvement de

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

panique de masse. Ce moment, certes prévisible, reste extrêmement difficile à dater même pour ceux qui se rendent compte de l'existence de la bulle.

Figure 02 : Les phases de formation d'une bulle spéculative



Source : Investir en Actions.

3.1.2 Les types de bulles spéculatives

Les économistes distinguent deux bulles spéculatives :

- Bulle rationnelle : elle peut se former en raison de l'indétermination des prix, résultant en des anticipations rationnelles. La bulle s'incorpore dans le prix de l'actif sans contredire la notion de rationalité, si le prix satisfait les conditions d'arbitrage. Les investisseurs n'ont aucune conscience de l'existence de la bulle par un manque d'informations.
- Bulle irrationnelle : celle-ci se reproduit dans le cas contraire où pour profiter temporellement de la hausse de prix des agents en possession même d'informations concernant les causes de la hausse, décident d'investir en dépit des conséquences. Les comportements spéculatifs d'investissement poussent le prix d'actifs à diverger de leur valeur sans souci de rationalité. Comme l'a dit Bourne (1871) parlant de la bulle de Compagnie des mers du Sud (South Sea Company) en Angleterre, « *Je peux calculer les mouvements d'étoiles erratiques, mais pas la folie de la multitude* ».

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

3.2 Les incitations des BC et le gonflement les bulles

L'objectif d'une banque centrale est de maintenir la stabilité des prix et donc la valeur réelle de la monnaie dans le temps, en maintenant une inflation faible et stable des prix des biens à la consommation. Le ciblage de l'inflation flexible est pour la BC la meilleure stratégie monétaire, ce qui accorde à la BC la possibilité d'arbitrage efficace à court terme entre les objectifs de stabiliser l'inflation et la production du fait que les décisions des agents privés sont soumises aux sévérités des prix nominaux.

Quant aux agents, l'objectif d'inflation annoncé par la BC, étant donné le caractère transitoire des fluctuations de l'inflation et de la production, se réalise en moyenne sur le moyen et long terme à condition qu'elle soit crédible, indépendante et transparente dans sa communication avec le public.

Paradoxalement, une politique monétaire menée dans le cadre du ciblage de l'inflation est supposée pouvoir négliger les marchés de la monnaie et du crédit. Admettant la capacité des marchés financiers à transmettre efficacement les effets de la politique du taux d'intérêt à l'économie, la banque centrale ne cherche plus à stabiliser l'offre du crédit, les prix des actifs, et les déséquilibres externes. Elle prend en compte les informations fournies par ces variables dans la décision du taux d'intérêt qu'en fonction de leur impact sur l'inflation future⁷⁵.

Or, l'avènement de l'économie de marchés financiers, suite aux libéralisations financières depuis les années 1980, implique que les prix des actifs jouent un rôle essentiel dans la transmission de la politique monétaire. Une hausse des prix des actifs affecte favorablement la croissance en stimulant la demande globale via les canaux suivants :

- L'effet de richesse ;
- Les détenteurs (ménages ou entreprises) des actifs servant comme garanties peuvent emprunter davantage pour consommer ou investir ;
- Les sociétés cotées ou non lèvent plus facilement des fonds via l'émission des titres pour investir ;
- Les banques ayant beaucoup d'actifs dans leur bilan engrangent des plus-values et renforcent leurs fonds propres ;
- L'État perçoit des impôts sur les plus-values et des taxes sur les transactions supplémentaires, et peut se financer à bas coûts en cas de forte hausse des prix des obligations publiques à moyen et long terme.

⁷⁵ L'Observatoire des politiques économiques en Europe, Op. Cit p 5.

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

Il convient de souligner que la hausse des prix des actifs provoque une redistribution de richesse entre les agents économiques. Ceci est largement amplifié par les mesures de politique ultra accommodantes. Les épargnants ayant des dépôts bancaires et des actifs à taux de rendement réel anormalement faibles subissent une « répression financière » orchestrée par les banques centrales via des manipulations des marchés comme les achats massifs d'actifs et la fixation du taux d'intérêt directeur à un niveau nominal égal à ou proche de 0%.

Globalement, dans une économie de marchés financiers, les mesures favorisant la hausse des prix des actifs peuvent avoir un effet positif temporaire sur la croissance. Si les banquiers centraux ne visent pas un objectif de croissance durablement au-dessus du taux de croissance potentiel, ils pourraient se passer des effets de richesse et de bilan liés à la hausse des prix des actifs. Ainsi, le ciblage de l'inflation pourrait mieux fonctionner et le risque d'avoir des bulles spéculatives serait moindre. Il existe des circonstances où les banquiers centraux sont fortement tentés de tolérer, s'il ne s'agit pas de favoriser ouvertement, la formation des bulles des prix des actifs afin de réaliser une croissance au-dessus du potentiel.

Face au manque actuel de dynamisme de la croissance, les banques centrales des pays industrialisés ont une très bonne raison de « pousser » les prix des actifs vers le haut sans craindre la formation de bulles géantes pouvant venir troubler l'économie mondiale. Force est de constater que l'impact sur la croissance des effets de richesse et de bilan liés à la hausse des prix des actifs est faible. Toutefois, les banquiers centraux semblent penser qu'il vaudrait mieux tenter cela que risquer une absence de croissance, même au prix de graves conséquences en cas de retournement des marchés.

Après avoir gonflé fortement la dette publique par le jeu des stabilisateurs budgétaires automatiques, par le sauvetage du système bancaire et par les politiques de relance suite à la crise de 2008, les gouvernements de la plupart des pays industrialisés n'ont plus de moyens financiers pour poursuivre les politiques du type keynésien. Depuis la sortie de la récession 2008-2009, la FED vise clairement une croissance au-dessus de 2 %, ce qui dépasse largement le potentiel de croissance à long terme de l'économie des Etats-Unis qui pourrait être inférieur à 1 %. La Fed semble encourager les prix des actifs à aller au plus haut possible pour doper la croissance via les effets de richesse et de bilan⁷⁶.

⁷⁶ L'Observatoire des politiques économiques en Europe, Op. Cit., p 7.

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

3.3 Les bulles des prix d'actifs et la politique monétaire

L'importance croissante des actifs ainsi que les fortes variations de leurs prix ont poussé récemment un certain nombre d'économistes à recommander aux autorités monétaires de réagir aux prix d'actifs, ou en d'autres termes, à inclure les prix d'actifs dans leurs fonctions de réaction. Selon Bernanke et Gertler (1999) Smets (1997), les mouvements non anticipés des prix d'actifs peuvent affecter la prévision du taux d'inflation de la banque centrale par l'intermédiaire de leur impact sur la demande globale.

Avant même de mettre en place des politiques de lutte contre les conséquences d'un éclatement de bulles spéculatives, il est inévitable de poser quelques questions de base ; est-ce que la BC est capable de détecter la formation des bulles ?, la BC peut-elle faire éclater la bulle ?, et quelle stratégie adopter après un éclatement ?

3.3.1 La détection de la formation des bulles

Il est inévitable de conclure que l'explosion d'une bulle peut avoir des effets négatifs très importants sur l'économie réelle. La meilleure solution serait d'empêcher les bulles de se former. Mais pour ce faire, il faut être capable de l'identifier. Selon Alan Greenspan, l'ancien président de la FED, cela implique qu'une BC soit en mesure d'estimer la valeur fondamentale d'un actif, et d'être capable de séparer la composante rationnelle (hausse de la valeur fondamentale) de la composante irrationnelle (bulle). Elle se trouve confrontée à la difficulté de l'identification des bulles et l'incertitude quant à la valeur d'équilibre des prix des actifs.

L'hypothèse de l'efficacité des marchés suppose que les marchés efficients sont capables d'intégrer instantanément toute information pertinente et de refléter les meilleures évaluations des actifs. Cette hypothèse n'exclut pas que les prix des actifs puissent dévier de leur valeur d'équilibre. Elle exclut simplement la possibilité d'anticiper le sens de déviation et le moment du retour des prix des actifs à l'équilibre.

3.3.2 L'éclatement des bulles

Une bulle est souvent identifiée après son éclatement. Puisque les épisodes de hausses des prix d'actifs se soldent souvent par une crise financière et par une forte contraction de l'activité économique, les BC sont appelées à réagir préventivement en relevant les taux directeurs lors de booms sur les marchés d'actifs pour limiter l'ampleur de la spéculation. La question du ciblage des prix d'actifs se pose à nouveau, puisque les faibles taux directeurs et

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

les mesures non conventionnelles de la politique monétaire stimulent la prise des risques inconsidérés et alimentent les bulles.

En effet, si les autorités monétaires doivent réagir à une crise financière en baissant leurs taux directeurs, le relâchement des conditions de financement qui s'ensuit est susceptible d'alimenter une nouvelle bulle, en particulier si l'assouplissement monétaire est durable. Certains accusent ainsi la Fed d'avoir été responsable de la bulle immobilière aux Etats-Unis en laissant ses taux directeurs trop longtemps trop bas suite à l'éclatement de la bulle internet en 2000⁷⁷.

3.3.3 La réaction de la politique monétaire aux bulles spéculatives

Si la définition et surtout l'identification des bulles de prix d'actifs reste soumise à une forte incertitude, il n'en demeure pas moins qu'il est essentiel pour les banquiers centraux de comprendre précisément l'impact de leur décision. En effet, si l'effet recherché d'une politique monétaire expansionniste ou restrictive est bien de stimuler ou freiner la demande finale via la hausse ou la baisse des prix d'actifs, il n'est pas de créer des bulles dont l'éclatement met en péril le fonctionnement du système financier, génère une mauvaise allocation du capital, et provoque des récessions.

Aujourd'hui encore, les autorités monétaires sont confrontées à un douloureux dilemme : les taux directeurs sont peut-être trop élevés pour suffisamment stimuler l'activité, mais aussi bien trop faibles pour ne pas inciter les agents financiers à des prises de risque excessives dans leur quête de rentabilité, or ni l'une, ni l'autre de ces éventualités n'est certaine. Un relèvement précoce des taux directeurs pourrait assurer la stabilité financière, mais en compromettant la reprise de l'activité ; tarder dans le resserrement monétaire ferait courir le risque qu'une nouvelle crise financière survienne et déprimerait la croissance, alors même que les banques centrales disposent aujourd'hui d'une marge de manœuvre beaucoup plus limitée qu'en 2007. Si les banques centrales réagissaient précocement, la probabilité et la sévérité des crises financières seraient atténuées et les banques centrales auraient besoin de moins assouplir leur politique monétaire dans l'éventualité d'une crise.

Selon Ben Bernanke et Mark Gertler, si la banque centrale répondait systématiquement aux hausses de cours boursiers en resserrant leur politique monétaire, ce resserrement n'aurait pas le même impact sur l'économie selon les causes de la hausse. En l'occurrence, si la hausse des cours est effectivement due à une spéculation, le relèvement des taux directeurs pourrait à

⁷⁷ Overblog, « Les banques centrales doivent-elles réagir aux prix d'actifs ? ».

Chapitre 2 : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère

priori limiter les comportements spéculatifs. En revanche, si la hausse des cours est due à des gains de productivité, et qu'elle est cohérente avec les fondamentaux, la banque centrale ne peut qu'endommager l'activité en resserrant sa politique monétaire. Les banques centrales ne peuvent donc réagir indistinctement aux hausses de cours. Elles doivent nécessairement déterminer si la hausse des cours est justifiée ou non au regard des fondamentaux avant d'ajuster leurs taux. Or, il est très difficile de déterminer si la hausse d'un prix résulte de la spéculation, en particulier en temps réel⁷⁸.

Bernanke et Gertler en conclut que les autorités monétaires devraient abandonner l'idée de cibler les prix d'actifs. Les banques centrales vont par contre naturellement contenir les emballements spéculatifs en se contentant de réagir sévèrement à l'inflation. Si la hausse des cours boursiers est due à la spéculation, la hausse résultante de la demande globale via les effets de richesse se traduira par une accélération de l'inflation, de ce fait, une banque centrale recherchant la seule stabilité des prix relèvera mécaniquement ses taux directeurs et la spéculation s'en trouvera atténuée. En revanche, si la hausse des cours boursiers est due à des gains de productivité, la banque centrale n'a alors aucune raison d'intervenir à l'égard du boom boursier : les gains de productivité, en accroissant l'offre, poussent les prix des biens et services à la baisse, ainsi la banque centrale pourrait même avoir à diminuer ses taux directeurs pour stimuler la demande et éviter la déflation.

Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons montré que face à la crise et pour faire sortir les économies de celle-ci, les banques centrales ont fait recours aux mesures dites non conventionnelles pour un simple but de faire relancer l'activité économique. En effet, il est évident que les PMNC ont contribué à stabiliser les tensions sur les marchés financiers, entraîné une baisse des taux sans risque et soutenu la valorisation de catégories d'actions risqués.

Face aux perturbations de l'économie, les banques centrales ont pris des décisions (politiques) d'intervention pour venir en secours des marchés en dépit des risques que celles-ci peuvent avoir sur l'ensemble de l'économie. Ces décisions ont permis aux BC de restaurer la confiance entre les agents économiques et d'assainir les marchés en assurant leur bon fonctionnement.

⁷⁸ Overblog, « Les banques centrales doivent-elles réagir aux prix d'actifs ? ».

*Chapitre I.I.I: La politique
monétaire américaine et la stabilité des
marchés financiers face à la crise des
subprimes*

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

Chapitre III : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

Introduction

La crise du marché américain des prêts hypothécaires à risques est l'une des crises qui se sont déclenchées dans le monde en succession depuis quelques décennies. En effet, depuis vingt ans on ne compte pas moins de neuf crises ayant diverses causes (krach boursier, choc pétrolier...). A partir de l'an 2006, le monde est touché par une crise financière très grave apparue aux Etats-Unis et s'est répandue à l'ensemble de l'économie mondiale. Suite à cette crise, le paysage bancaire a profondément changé. En effet, elle a permis de mettre en avant les dérives des acteurs de ce milieu mais également de pousser les autorités à intervenir afin que plus jamais une telle situation ne se reproduise.

Les banques centrales jouent donc un rôle primordial dans la lutte contre de telles crises et vont devoir subir une période d'ajustement. Dans ce contexte, la FED se met à l'œuvre et modifie profondément sa politique. Ceci dit, le besoin de comprendre cette crise et ses conséquences est l'objet de ce chapitre. Pour ce faire, nous allons décrire dans un premier temps la banque centrale américaine et son organisation ensuite nous allons identifier les facteurs à l'origine de la crise, son processus de déclenchement et de propagation, puis nous présenterons ses répercussions sur les banques et les marchés financiers internationaux ainsi que l'impact de la politique menée par la réserve fédérale.

Section 1 : La FED ; présentation, organisation et actions de politique monétaire

La Réserve Fédérale des États-Unis ou Federal Reserve System, plus connue sous le nom de FED, n'est autre que la Banque Centrale Américaine, et son président actuel est Jerome H. Powell. Comme bien souvent, la création d'un organisme de contrôle financier fait suite à des problèmes majeurs rencontrés dans la vie économique. Ce sont des paniques bancaires à répétition et particulièrement celle de 1907 qui pousse le Congrès américain de l'époque à créer cette structure centrale ayant pour but de venir en aide aux banques défailtantes. Ainsi, le « *Federal Reserve Act* » jette les bases de ce que deviendra la Banque Centrale Américaine.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

Dans cette section, nous allons présenter la Fed, sa structure, ses objectifs et ses fonctions ainsi que ses actions en matière de politique monétaire.

1.1 Présentation et organisation de la FED

La réserve fédérale, l'institution responsable de la politique monétaire de la première puissance économique mondiale possède une structure spécifique bien distincte des autres BC pour assurer la réalisation des objectifs fixés par le federal reserve act.

1.1.1 Historique

Au cours du XIXe siècle et au début du XXe siècle, des paniques financières ont frappé les États-Unis, entraînant des faillites bancaires et des faillites d'entreprises qui ont gravement perturbé l'économie. L'incapacité du système bancaire national à fournir efficacement des fonds aux institutions de dépôt en difficulté a contribué de manière significative à la vulnérabilité de l'économie aux crises financières.

Le crédit à court terme est une source importante de liquidité lorsqu'une banque subit des retraits inattendus et généralisés pendant une crise financière. Une crise particulièrement grave en 1907⁷⁹ a incité le Congrès américain à créer la Commission monétaire nationale, qui a présenté des propositions visant à créer une institution qui aiderait à prévenir et à contenir les perturbations financières de ce type. Après de longs débats, le Congrès adopta le Federal Reserve Act pour pourvoir à l'établissement de banques de réserve fédérales, fournir une monnaie élastique, offrir des moyens de réescompte d'effet de commerce, établir une surveillance plus efficace des opérations bancaires et financières aux États-Unis. Le président Woodrow Wilson a signé la loi le 23 décembre 1913. Peu de temps après la création de la Réserve fédérale, il est devenu clair que la loi avait des implications plus larges pour la politique économique et financière nationale.

Le Congrès a également adopté une législation définissant les principaux objectifs de la politique économique nationale, y compris la loi sur l'emploi de 1946 ; la Federal Reserve Reform Act de 1977 ; et la loi de 1978 sur le plein emploi et la croissance équilibrée, parfois appelée la loi Humphrey-Hawkins, après ses parrains initiaux. Ces objectifs comprennent la croissance économique en fonction du potentiel de croissance de l'économie ; un niveau d'emploi élevé ; des prix stables (c'est-à-dire la stabilité du pouvoir d'achat du dollar) et des taux d'intérêt modérés à long terme.

⁷⁹ En 1907, le marché boursier s'effondrait brusquement, perdant près de 50 % de la valeur maximale atteinte l'année précédente en pleine période de récession. Les innombrables retraits de fonds des banques et des sociétés fiduciaires qui s'ensuivirent provoquèrent une panique bancaire qui se propagea à l'ensemble du pays.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

Le Système fédéral de réserve est une banque centrale indépendante parce que ses décisions ne doivent pas être ratifiées par le président ou toute autre personne du pouvoir exécutif. Le système est toutefois soumis à la surveillance du Congrès des États-Unis. La Réserve fédérale doit travailler dans le cadre des objectifs généraux de la politique économique et financière établie par le gouvernement ; par conséquent, la description du système comme « indépendant au sein du gouvernement » est plus précise.

La FED assure aussi les fonctions suivantes⁸⁰ :

- La réserve fédérale est chargée de la conduite de la politique monétaire afin de promouvoir le plein emploi, la stabilité des prix, et le taux d'intérêt long modéré dans l'économie américaine ;
- Elle promeut aussi la stabilité du système financier et cherche à minimiser et maîtriser des risques systémiques à travers une surveillance active et un engagement au sein du pays et à l'étranger ;
- Egalement, elle promeut la sécurité et l'assainissement des institutions financières individuelles et surveille leur impact sur le système financier ;
- Elle entretient l'assainissement et l'efficacité du système de paiement et de règlement en rendant des services au secteur bancaire et au gouvernement des États-Unis que facilite les transactions du dollar et des règlements ;
- Elle encourage de plus, la protection des consommateurs et le développement communautaire par la supervision des activités de développement économique communautaire et l'administration des lois et des règlements de consommation.

Ces fonctions sont réalisées par la FED par le biais des trois grandes entités, à savoir, le Conseil des gouverneurs, le Comité fédéral d'open market (FOMC) et les douze banques de réserves fédérales régionales.

1.1.2 La structure de la FED

En termes d'organisation, la Fed possède un trait bien distinct des autres BC dans le monde. Le système de réserves fédérales se compose d'une instance de direction, d'un Conseil des Gouverneurs, d'un Comité Fédéral d'Open Market (FOMC) et de douze banques de

⁸⁰ Federal Reserve System Publication, « The Federal Reserve System Purposes and Functions », 10th Edition, Washington, DC, 2016.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

réserves fédérales régionales qui disposent chacune d'une zone d'intervention regroupant plusieurs États ou portions d'État. Ces trois entités qui composent la structure de la FED travaillent ensemble pour promouvoir la santé de l'économie américaine et la stabilité de son système financier.

1.1.2.1 Le Conseil de Gouverneurs

Le Conseil des gouverneurs siège à Washington, DC et est le conseil d'administration du système de réserve fédéral des États-Unis. Il comprend sept (7) membres nommés par le Président américain et confirmé par le Sénat pour un mandat de 14 ans. Le président et son vice, déjà des membres du conseil, sont aussi nommés par le Président du pays et confirmé par le Sénat pour un mandat de 4 ans.

Le Conseil des gouverneurs décide par ailleurs des règles relatives aux réserves obligatoires et dispose de larges prérogatives réglementaires en matière de crédit et d'activités bancaires. Conjointement avec le « bureau du contrôle de la monnaie » et la « commission fédérale de garantie des dépôts bancaires », il supervise et contrôle le système bancaire. Il est responsable du bon fonctionnement des systèmes de paiement.

Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs supervise les activités déléguées aux douze banques de réserve, notamment en matière de gestion de la monnaie fiduciaire, de fonctionnement des systèmes de paiement, de services aux banques privées, de services bancaires au Trésor et de contrôle bancaire⁸¹.

Le Conseil contribue également à faire entendre la voix et les préoccupations des consommateurs et des communautés auprès de la banque centrale en effectuant une supervision, une recherche et une analyse des politiques axées sur le consommateur et, plus généralement, en promouvant un marché des services financiers

1.1.2.2 Le Comité Fédéral d'Open Market (FOMC)

Le Federal Open Market Committee (FOMC) est chargé de définir la politique monétaire. Il comprend douze membres, dont les sept membres du Conseil des Gouverneurs. Les cinq autres membres du FOMC sont tous présidents de l'une des douze banques fédérales

⁸¹ Federal Reserve System Publication, Op. Cit., p 10.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

régionales. Ils siègent pour un mandat d'un an à tour de rôle, à l'exception du président de la banque fédérale de New York qui est membre de droit et vice-président du FOMC. Le FOMC se réunit toutes les six semaines. Trois semaines après chaque réunion sont publiées les procès-verbaux qui contiennent un résumé des débats ainsi que le décompte nominatif des votes pour chaque résolution délibérée.

Pour la conduite de la politique monétaire, le FOMC dispose de trois instruments :

- La fixation du taux d'escompte, qui s'applique aux prêts à court terme accordés aux établissements de crédit ;
- La détermination du taux des réserves obligatoires ;
- Les opérations d'open market qui consistent essentiellement à acheter ou vendre aux banques des titres émis par le Trésor américain, de façon à augmenter ou diminuer leurs réserves et ainsi à influencer le taux d'intérêt du marché monétaire.

De plus, le FOMC est chargé de surveiller les opérations d'open market, l'outil principal par lequel la réserve fédérale exécute sa politique monétaire. Ces opérations affectent le taux des fonds fédéraux qui à son tour a une influence sur les conditions de crédit et monétaire, la demande globale, et l'économie dans son ensemble⁸².

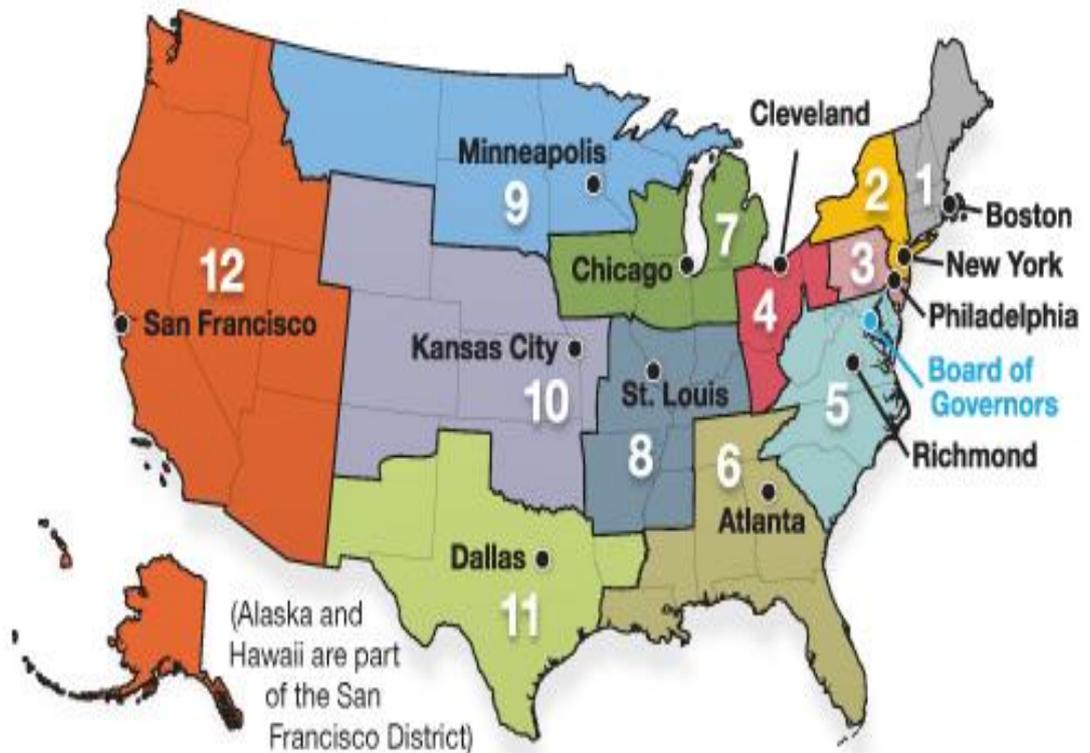
1.1.2.3 Les banques de réserves fédérales régionales

Les banques de réserves fédérales régionales sont composées de douze banques fédérales et vingt-quatre agences, et elles sont les « bras d'opérations » du système de réserve fédéral. Les douze banques de réserve fédérales sont réparties sur tout le territoire national des États-Unis selon un découpage spécifique de districts inégaux en taille :

⁸² Federal Reserve System Publication, Op. cit., p 16.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

Figure 03 : Les douze districts de la FED



Source : Federal Reserve

Les banques de réserve fédérales opèrent sous la supervision générale du Conseil des Gouverneurs. Elles disposent de leurs propres ressources financières issues des opérations conduites dans le cadre de la mise en œuvre dans leur district de compétence de la politique monétaire décidée sur le plan national par le FOMC. En particulier, elles perçoivent des commissions en échange des services rendus aux banques de dépôts (détention des réserves bancaires dans leurs comptes, octroi de prêts). Les banques de réserve fédérales ne sont cependant pas des institutions à caractère lucratif. Aussi, elles reversent chaque année au Trésor fédéral le surplus dégagé par leurs opérations.

Les banques de réserve fédérales exercent par ailleurs un rôle classique de banque centrale sur leurs territoires respectifs : la mise en circulation et la gestion des billets et des pièces de monnaie dont la fabrication est du ressort du Trésor fédéral, traitement automatisé des chèques, service de chambre de compensation automatisée, tenue des comptes des agences gouvernementales.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

1.2 La politique monétaire de la réserve fédérale

La FED conduit la PM du pays à travers des taux d'intérêt courts et influence la disponibilité et le coût du crédit dans l'économie. Aux États-Unis, une PM efficace complémente la politique fiscale pour maintenir la croissance économique. Alors que les objectifs et la PM de la FED n'ont pas changé, les outils et l'approche de la mise en œuvre ont évolué au fil du temps.

Avant la crise des subprimes, la PM de la FED avait été essentiellement l'utilisation des outils traditionnels dans des temps normaux, tel que les opérations d'open market, réserve obligatoire et une fenêtre d'escompte. Préalablement à la crise, la FED a acheté et vendu des titres émis ou adossés par le gouvernement sur le marché libre la plupart des jours ouvrables afin de maintenir un taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire, appelé taux des fonds fédéraux, à un niveau proche de l'objectif fixé par le FOMC.

Les changements dans cet objectif, et dans les attentes des investisseurs quant à ce que cet objectif serait dans le futur, ont généré des changements dans une large gamme de taux d'intérêt payés par les emprunteurs et gagnés par les épargnants.

Pour soutenir l'économie pendant la crise financière qui a débuté en 2007 et pendant la récession qui a suivi, le FOMC a abaissé son objectif pour le taux des fonds fédéraux à près de 0% à la fin de 2008. Il a ensuite commencé à utiliser des approches moins traditionnelles, telles que l'achat de très grandes quantités de titres d'État à plus long terme pour exercer une pression à la baisse sur les taux d'intérêt à long terme. En outre, la communication de la Réserve fédérale de son évaluation des perspectives de l'économie et de ses intentions concernant le taux des fonds fédéraux est devenue un outil politique plus important. À l'automne 2014, alors que l'économie avait réalisé des progrès substantiels vers un emploi maximal, le FOMC a annoncé des éléments clés de ses plans de normalisation de la politique monétaire, le cas échéant. En décembre 2015, le FOMC a décidé que les conditions économiques et les perspectives économiques justifiaient le démarrage du processus de normalisation des politiques et a voté pour relever son objectif pour le taux des fonds fédéraux⁸³.

1.2.1 Une inflation basse et stable :

Parce que le taux d'inflation de la nation à long terme est principalement déterminé par la politique monétaire, la Réserve fédérale peut travailler directement pour s'assurer que l'économie américaine bénéficie d'une inflation faible et stable. Une inflation faible et stable

⁸³ Federal Reserve System Publication, Op. Cit, p 22.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

aide l'économie à fonctionner efficacement. Lorsque l'inflation est faible et stable, les individus peuvent détenir de l'argent sans avoir à craindre qu'une inflation élevée érode rapidement son pouvoir d'achat. De plus, les ménages et les entreprises peuvent prendre des décisions financières plus précises à plus long terme concernant les emprunts et les prêts, ainsi que l'épargne et l'investissement. Les taux d'intérêt à long terme sont également plus susceptibles d'être modérés lorsque l'inflation est faible et stable.

En revanche, la déflation, qui se produit lorsque les prix des biens et des services baissent, en moyenne, augmenterait la charge des ménages et les dettes des entreprises après ajustement pour la baisse des prix. De plus, si l'inflation persistait à près de 0%, les taux d'intérêt à court terme pourraient être assez faibles et les décideurs de la politique monétaire pourraient ne pas être en mesure de réduire suffisamment les taux d'intérêt pour soutenir l'économie lorsqu'elle risque de glisser vers la récession. En conséquence, une politique monétaire visant à maintenir l'inflation à 2% à long terme contribue à maintenir une économie productive et efficace, entraînant une augmentation de l'emploi et niveau de vie plus élevé pour les citoyens américains. De cette façon, l'objectif d'atteindre un maximum d'emplois dans l'économie est étroitement lié à l'objectif de 2% d'inflation⁸⁴.

1.2.2 Un emploi maximum :

L'objectif d'un maximum d'emploi est sur un pied d'égalité avec la stabilité des prix en tant qu'objectif de la politique monétaire. Cependant, les décideurs reconnaissent que des facteurs autres que la politique monétaire déterminent en grande partie le niveau maximum d'emploi qui peut être maintenu sans entraîner une hausse de l'inflation. Ces facteurs comprennent les tendances de la taille et de la composition de la population, les changements dans les types d'emplois et de compétences nécessaires au sein de la main-d'œuvre et d'autres politiques comme celles qui touchent l'éducation et la formation. Par conséquent, il ne serait pas approprié que le FOMC spécifie un objectif fixe pour l'emploi.

Les décideurs considèrent une série d'indicateurs pour faire leurs évaluations des conditions du marché du travail compatible avec l'emploi maximal, en reconnaissant que ces évaluations sont nécessairement incertaines et peuvent changer. Tous les participants au FOMC présentent leurs points de vue sur les perspectives à plus long terme de l'activité économique et du chômage quatre fois par an, dans leur résumé des projections économiques. Dans ces projections, les participants font état du taux de chômage auquel ils s'attendent à long terme. Par exemple, dans les projections publiées en mars 2016, les estimations des participants au

⁸⁴ Federal Reserve System Publication, Op. Cit, p 25.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

FOMC sur le taux de chômage normal à plus long terme allaient de 4,7 à 5,8%, avec une estimation médiane de 4,8%.

Les objectifs de la Réserve fédérale en matière d'emploi maximal et d'inflation de 2% sont généralement complémentaires. Par exemple, lorsque l'inflation est inférieure à 2% et que le FOMC estime que les conditions sur le marché du travail ne sont pas aussi fortes que celles que le Comité considère comme compatibles avec un emploi maximal, le FOMC peut maintenir les taux d'intérêt temporairement bas à 2 pour cent. Bien sûr, le FOMC peut, parfois, faire face à des situations dans lesquelles ses objectifs ne sont pas complémentaires ; par exemple, l'inflation pourrait dépasser 2% même si l'emploi est inférieur à son niveau maximum. Le FOMC a indiqué dans sa « Déclaration sur les objectifs à plus long terme et la stratégie de politique monétaire » que, dans une telle situation, il suivrait une approche équilibrée pour atteindre ses objectifs, en tenant compte de la proximité ou de l'éloignement de son niveau maximum l'inflation proche ou lointaine est de 2%⁸⁵.

Parce que les actions de politique monétaire influencent l'inflation et l'emploi avec un certain décalage, les décisions du FOMC sont basées sur ses évaluations ; des perspectives à moyen terme pour l'économie et sur les horizons temporels potentiellement différents sur lesquels l'emploi et l'inflation pourraient revenir à des niveaux compatibles avec le mandat du Comité. En outre, le FOMC considère tous les risques associés aux perspectives économiques, y compris les risques pour le système financier qui pourraient entraver la réalisation des objectifs du Comité.

À mesure que les conditions de l'économie changent, le Comité ajuste la politique monétaire en conséquence, généralement en augmentant ou en abaissant son objectif pour le taux des fonds fédéraux. Une modification de la cible pour le taux des fonds fédéraux sera normalement accompagnée de changements dans les autres taux d'intérêt et dans les conditions financières plus largement ; ces changements affecteront alors les décisions de dépenses des ménages et des entreprises et auront donc des répercussions sur la croissance économique, l'emploi et l'inflation, comme ce fut le cas durant les années 2000 lorsque la réserve fédérale modifie ses taux en vue de relancer l'économie et encourager le crédit pour éviter la récession consécutive à l'éclatement internet et aux attentats du 11 septembre 2001 en baissant ses taux directeurs de 6,5% à un niveau de 1%. Cela a favorisé la formation de la bulle immobilière qui finit par éclater en 2007 suite au rehaussement des taux fédéraux à 5,25%, ce changement brusque aboutit à la fameuse crise des subprimes.

⁸⁵ Federal Reserve System Publication, Op. Cit, p 26.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

Section 2 : La crise des subprimes : origines et mécanismes de propagation

L'effet de l'innovation financière ainsi que la mondialisation s'est retourné sur le système financier international. La déréglementation des marchés financiers a stimulé différents établissements financiers à créer de nouveaux produits et à exercer tous les métiers de la finance, ce qui a provoqué des problèmes récents à l'échelle mondiale pouvant même conduire à l'apparition des crises, tel est le cas de la crise de « subprimes ». En effet, la crise financière à laquelle nous assistons actuellement est le nom d'un tournant historique dans l'économie et la culture. Elle est le résultat de la démesure d'une bulle immobilière qui a débuté aux Etats-Unis en 2006 et qui s'est propagée à d'autres pays sous forme de faillites financières et d'un crash global du crédit, elle est caractérisée par la fragilité d'un système financier international où l'effet de contagion est fort.

2.1 La genèse de la crise

La crise qui a secoué le monde entier depuis août 2007 est issue d'un segment particulier du crédit immobilier aux États-Unis : les subprimes.

2.1.1 Le marché des crédits subprimes américain

Les crédits des subprimes sont des crédits immobiliers proposés à des ménages américains aux revenus modestes et à faibles antécédents en matière de crédit, qui n'auraient pas normalement eu accès à un prêt hypothécaire classique. Dans son livre intitulé « La crise des subprimes », L. KLEIN définit les crédits subprimes comme des « prêts destinés à permettre l'accession à la propriété à une clientèle qui se trouvait dans l'impossibilité de souscrire à des crédits classiques en raison de sa faible solvabilité et d'un historique de crédit inexistant ou défavorable »⁸⁶.

Comme la plupart des crédits immobiliers, les crédits subprimes sont des crédits hypothécaires : si le ménage ne peut pas faire face à ses mensualités, le bien immobilier est saisi par la banque. Ces crédits présentent plusieurs spécificités par rapport aux emprunts normaux :

- Un taux d'intérêt plus élevé ;
- Les remboursements s'échelonnent en moyenne sur une plus longue durée (25-30 ans) ;

⁸⁶ KLEIN Laure, « La crise des subprimes », Ed Revue Banque, Paris, 2008, p 27.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

- Souvent, les remboursements sont faibles les premières années : ils s'alourdissent ensuite.

Ces crédits sont regroupés en deux catégories. La première concerne les crédits subprimes de type « ARM » (Adjustable Rate Mortgages) qui sont souvent octroyés pour les deux premières années en général à un taux fixe (taux attractif) puis à un taux variable indexé sur le taux directeur pour la durée restante à courir. Il fonctionne aux conditions du marché, c'est-à-dire, les taux d'intérêt variables restent faibles et stables et une hausse du prix du bien hypothéqué. Le remboursement s'échelonne sur une longue durée (25 ans ou 30 ans). La seconde catégorie concerne les crédits subprimes de type « FRM » (Fixed Rate Mortgages) dont le taux d'intérêt est fixe et les mensualités de remboursement sont constantes de l'initiation jusqu'à la maturité. L'emprunteur n'est donc pas exposé à la hausse des taux, mais à la baisse des taux.

Enfin, ces crédits sont rechargeables, dans la mesure où si la valeur du bien enregistré une hausse sur les marchés, les ménages sont autorisés à se réendetter du montant de la progression de la valeur de ce bien. Ils sont gagés par une hypothèque sur le bien acheté.

2.1.2 L'expansion du marché des crédits hypothécaires subprimes

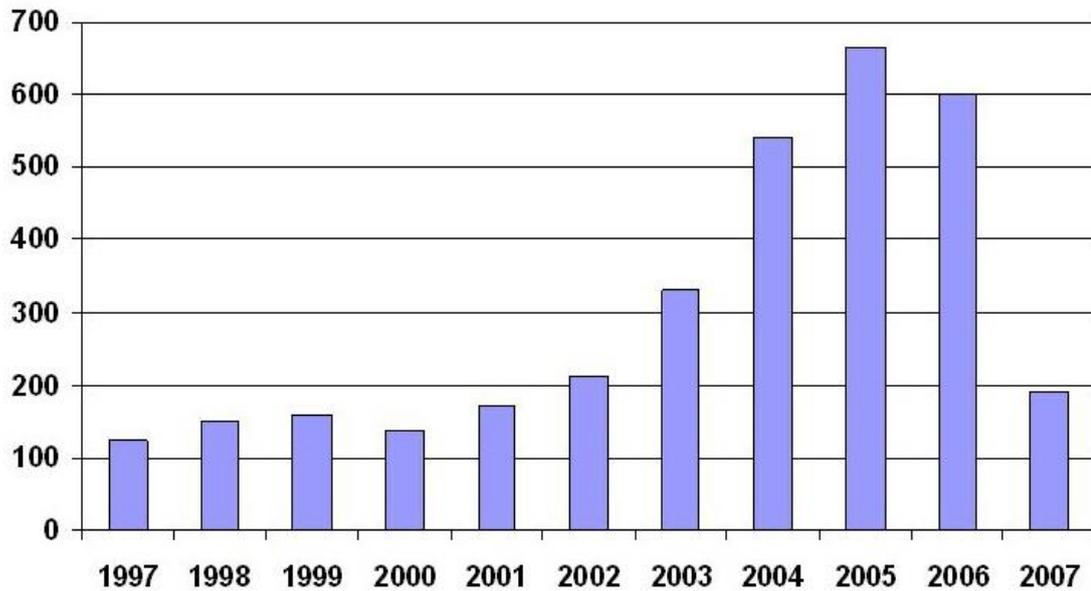
Le marché des crédits subprimes a connu une forte expansion sur la période 2001-2006. Le volume des crédits hypothécaires accordé est passé de 190 milliards de dollars en 2001 pour atteindre 600 milliards de dollars en 2006⁸⁷.

L'effet de l'innovation financière ainsi que la mondialisation s'est retourné sur le système financier international. La déréglementation des marchés financiers a stimulé différents établissements financiers à créer de nouveaux produits et à exercer tous les métiers de la finance, ce qui a provoqué des problèmes récents à l'échelle mondiale pouvant même conduire à l'apparition des crises, tel est le cas de la crise de « subprimes ». En effet, la crise financière à laquelle nous assistons actuellement est le nom d'un tournant historique dans l'économie et la culture. Elle est le résultat de la démesure d'une bulle immobilière qui a débuté aux Etats-Unis en 2006 et qui s'est propagée à d'autres pays sous forme de faillites financières et d'un crash global du crédit, elle est caractérisée par la fragilité d'un système financier international où l'effet de contagion est fort.

⁸⁷ KLEIN Laure, Op. Cit, p 29.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

Figure 04 : Emission des crédits immobiliers subprimes aux USA (en milliards de dollars)



Source : Inside Mortgage Finance citée par AMF (Autorités des Marchés Financiers).

Selon L. KLEIN, cette expansion est due à trois facteurs majeurs⁸⁸ :

- La bulle immobilière et l'abondance monétaire ;
- Les restrictions à l'accès aux crédits classiques ;
- La titrisation.

2.1.2.1 La bulle immobilière et l'abondance monétaire

Suite à l'éclatement de la bulle des nouvelles technologies en 2000, et afin d'enrayer une éventuelle récession économique, la FED a baissé son principal taux directeur de 6,5% à 1% en moins de trois ans (entre 2001 et 2004). Une telle PM expansionniste a conduit à un boom du crédit et donc à une expansion de la demande par le biais de deux canaux de transmission de la PM : le canal du crédit et celui du taux d'intérêt. Par conséquent, le coût de refinancement a baissé et, les encours de crédits hypothécaires ont augmenté en moyenne de 13% par an, passant de 4 800 à 9 800 milliards de dollars sur la période 2000-2006⁸⁹.

⁸⁸ KLEIN Laure, Op. Cit, pp 22-28.

⁸⁹ Idem, pp 22-23.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

L'abondance monétaire conjuguée à une augmentation des prix de l'immobilier a constitué un climat favorable à l'expansion des crédits hypothécaires. Les établissements prêteurs étaient plus enclins à accorder des crédits emprunteurs risqués, élément supplémentaire à l'origine de l'expansion des crédits subprimes.

2.1.2.2 Les restrictions à l'accès aux crédits classiques

Les restrictions à l'accès des crédits classiques sont à l'origine même de l'émergence du marché des crédits subprimes. Ce dernier a été encouragé et renforcé aux États-Unis en vertu de la législation de 1977 « CRA » (Community Reinvestment Act) qui a obligé certaines banques et autres institutions de dépôt, désormais tenues de répondre aux besoins de crédit *de l'intégralité de leurs communautés*, obligation dont le respect sera périodiquement évalué. Cette législation fut renforcée en 1995, puis à nouveau en 2002.

2.1.2.3 La titrisation

La titrisation est une technique financière par laquelle des créances traditionnellement illiquides et gardées par leurs détenteurs jusqu'à l'échéance sont transformées en titres négociables et liquides. Autrement dit, la titrisation permet aux banques de transférer le risque de non remboursement des crédits qu'elles émettent à d'autres acteurs financiers. En matière de titrisation, 75% des 600 milliards de dollars de crédits subprimes accordés furent titrisés en 2006.

Dans le cadre de cette technique, un établissement de crédit cède des titres des créances à une entité spécialement établie à cet effet. Cette entité souvent appelée SPV (Special Purpose Vehicle) a pour objectif d'acquérir des créances (par exemple les crédits immobiliers d'une banque), puis d'émettre des « parts » représentatives de ces créances qui sont revendues aux investisseurs institutionnels et au public sur le marché de gré à gré.

La titrisation concerne initialement des prêts hypothécaires MBS (Mortgage Backed Securities) qui a évolué à d'autres types de crédits de type ABS (Asset Backed Securities), y inclus les crédits aux ménages et aux entreprises. Les MBS et ABS peuvent aussi faire l'objet d'une titrisation de second degré⁹⁰ qui donnera en contrepartie des produits de type CDO (Collateralized Debt Obligations) ainsi que des dérivés de crédit (Credit Default Swaps).

⁹⁰AGLIETTA Michel, RIGOT Sandra, « Crise et rénovation de la finance », Ed Odile Jacob, Paris, 2009, p 32.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

Enfin, la titrisation a non seulement permis aux banques de rendre liquide les actifs financiers, mais elle leur a également offert de nouvelles opportunités de l'octroi de crédits, à leur reconditionnement puis à leur cession sous forme de titres.

2.2 L'effet de contagion et les mécanismes de propagation de la crise

La crise immobilière a connu un effet de contagion affectant l'ensemble de système bancaire et financier, propagée enfin à l'économie mondiale. Ceci est dû à la globalisation de la finance.

2.2.1 L'effet de contagion

L'effondrement du marché immobilier américain donna naissance à la première crise véritablement mondiale. Les États-Unis contaminèrent l'ensemble de la planète, à commencer par l'Europe, en faisant financer près de la moitié de cette bulle par le reste du monde. Les établissements financiers situés hors des États-Unis avaient été nombreux à acquérir des produits créés à partir des prêts subprimes afin de bénéficier de la rentabilité élevée qu'ils offraient. C'est de cette façon que le risque lié aux prêts hypothécaires américains se diffusa à l'ensemble des économies développées.

2.2.1.1 La contagion dans le système bancaire

La crise a entraîné des conséquences désastreuses, la perte de confiance mutuelle et l'assèchement du marché interbancaire. Le nombre de ménages ne pouvant plus honorer leurs mensualités augmente, les biens immobiliers d'une partie des ménages insolvables sont saisis, ce qui entretient la chute des prix immobiliers. Les banques pâtissent de leur côté de la dévalorisation des actifs adossés à ces prêts immobiliers. A partir de l'été 2007, elles passent chaque trimestre dans leurs comptes des dépréciations d'actifs. Surtout, la dissémination des subprimes via la titrisation a suscité un climat de défiance. Puisque personne ne sait exactement qui détient quoi, les banques cessent d'avoir confiance entre elles et de se prêter. C'est la crise de liquidités. Au total, le FMI estime que la crise des subprimes aura coûté aux banques quelques 2200 milliards de dollars⁹¹.

2.2.1.2. La contagion dans les marchés financiers

Les crédits subprimes ont été convertis en titres financiers, qui ont été mêlés à d'autres crédits immobiliers plus sûrs et échangés sur les marchés financiers. Cette pratique dite de «

⁹¹ BARTNIK Marie, LE FIGARO.fr, Le ScanEco.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

titrisation » présentait le triple avantage d'être très rémunératrice pour les banques, de réduire pour elles les risques liés aux crédits immobiliers et de disperser ces risques à travers le système financier. Elle s'est considérablement accrue au moment de la crise, et a été particulièrement favorisée à partir de 2004 par une série de mesures politiques. Les banques pratiquant de plus en plus une course à la rentabilité à court terme de leurs opérations financières, le volume et les échanges de ces titres se sont multipliés.

Du fait de l'interconnexion financière mondiale, des titres liés aux crédits subprimes ont été accumulés dans toutes les banques et sur tous les marchés financiers de la planète. Le problème est qu'au bout de quelques années, de nombreux ménages souscripteurs de crédits subprimes se sont retrouvés en défaut de paiement, incapables de faire face à l'augmentation brutale de leurs remboursements au bout de quelques années. Ces défauts de paiement ont été amplifiés par la remontée des taux d'intérêt américains à partir de 2004, et par la baisse inattendue des prix de l'immobilier qui a suivi, à partir de 2006. Les titres associés à ces crédits ont donc très rapidement perdu de leur valeur. C'est à ce moment que les produits financiers complexes dont faisaient partie les titres adossés aux crédits subprimes ont révélé leur caractère toxique. Les banques n'ayant plus confiance dans les produits financiers disponibles sur le marché, elles ont stoppé leurs transactions. Une gigantesque paralysie financière a eu lieu, initiée par une crise interbancaire en juillet 2007.

2.2.1.3. La contagion à la sphère réelle de l'économie

La paralysie du système bancaire affecta l'économie réelle qui commence à plonger lentement dans une phase de récession. La première raison a été la diminution de la capacité des banques à prêter. Faute de crédits, les entreprises ont bloqué leurs investissements. L'activité inter-entreprises a chuté. La deuxième raison est la perte de confiance des ménages. La consommation, moteur de la croissance dans de nombreux pays et notamment aux Etats-Unis s'est écroulé, en décembre 2007, la consommation aux Etats-Unis a connu un fort ralentissement et ne progresse que de 0.2%. La spirale des enchaînements négatifs a pris de l'ampleur, la baisse de la consommation a entraîné la baisse de l'activité industrielle et la crainte de chômage, donc une nouvelle baisse de la consommation et ainsi de suite. Selon le bureau international du travail, au moins 38 millions de chômeurs ont été recensés à travers le monde en 2009. Ce chômage a pesé lourdement sur la consommation des ménages et l'investissement des entreprises. Ce dernier a faiblement augmenté aux Etats-Unis (les commandes de biens durables n'ont augmenté que de 1% après 6.3% en 2006).

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

2.2.2 La propagation de la crise

Plusieurs facteurs permettent d'expliquer l'expansion de la crise financière américaine aux marchés mondiaux. D'une part, le décloisonnement, correspondant à l'abolition des frontières entre les différents marchés mais aussi entre les différents compartiments de ceux-ci (marchés monétaires, financiers, changes, etc.). D'autre part, et grâce à ce phénomène, la négociation de titres contenant des subprimes sur les différents marchés mondiaux. Et enfin, toujours grâce au décloisonnement, l'investissement massif de banques étrangères comme par exemple la banque française BNP Paribas ou encore l'allemande IKB, dans ces établissements américains de crédits « subprimes » très rentables auparavant. Ces établissements ont donc subi de grosses pertes sur ces placements, impactant ainsi les marchés européens. De plus, la faillite de plusieurs banques outre-Atlantique, et les difficultés de la première banque française, ont provoqué une crise de confiance sur les marchés européens, les banques se soupçonnant comme aux Etats-Unis, d'être contaminées par la crise des subprimes. Celles-ci refusent donc par précaution de se prêter de l'argent engendrant une crise de liquidité.

Toutes les banques du monde étant liées par des accords financiers, la crise se propage très rapidement à travers la planète jusqu'en Asie en l'espace de quelques semaines durant l'été 2007. De nombreuses banques se sont alors retrouvées, comme aux États-Unis, dans une situation de manque de liquidités, dans l'incapacité à financer leurs activités et ont été contraintes de vendre leurs actions et obligations. La vente massive de ces produits financiers dans un court laps de temps a donc provoqué la chute brutale des valeurs boursières européennes puis asiatiques.

2.3. Les conséquences de la crise

La crise des prêts hypothécaires s'est transformée en crise globale du crédit puis en crise de liquidité. Cette crise s'est diffusée au-delà des mondes de l'immobilier et de la banque en infectant le milieu boursier. Le cours des actions des principales banques a été touché pendant l'été 2007, ce qui a fait également baisser les principaux indices boursiers tel que DOW JONES (-7%), CAC (-12%), NIKKEI (-10%) et FTSE (-10%)⁹². Pour se refinancer, les établissements financiers rétrocèdent d'autres titres sur les bourses, ce qui engendre des baisses observables à travers l'évolution des cours des indices boursiers durant l'année 2008 et des baisses répétées des principaux indices particulièrement au mois d'octobre.

⁹² Finance TFE, « Conséquences de la crise des subprimes sur le marché américain », 10 Septembre 2012.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

Tableau 01 : L'évolution de cours et des indices boursiers du 01/01/08 au 24/10/08

<i>Pays</i>	<i>Indice</i>	<i>Variation</i>
<i>Etats-Unis</i>	Dow Jones	-36.83%
<i>France</i>	CAC40	-43.11%
<i>Allemagne</i>	Dax	-46.75%
<i>Royaume Uni</i>	FTSE	-39.86%
<i>Japon</i>	Nikkei	-50.03%

Source : Finance TFE

Les sociétés financières américaines essuient des pertes considérables. Les fonds d'investissement qui avaient largement investi dans ces produits financiers en subissent également les conséquences. Certaines grandes institutions sont au bord de la faillite, telles que Bear Stearns, cinquième banque d'affaires à Wall Street. Le marché bancaire américain se retrouve fragilisé. Suite à cette crise, on peut constater de nombreuses conséquences au niveau social et économique. La conséquence inévitable est l'installation du ralentissement ou la récession. En effet, dans la plupart des pays industrialisés, le recul de la production est amorcé dès le deuxième trimestre 2008, mais c'est surtout à la suite de la faillite de Lehman Brothers que la récession se déclenche. La baisse du PIB s'accélère donc particulièrement au dernier trimestre 2008 et au premier trimestre 2009⁹³.

Au total, sur l'année 2009, le PIB en volume a reculé de 2,4 % aux États-Unis, de 4 % dans la zone euro (2,2 % en France) et de 5,2 % au Japon.

⁹³ M^{elle} BRAHMI Assia, « La théorie à l'épreuve de la crise économique : Enseignement pratique », Thèse de doctorat, sciences économiques, Université d'Oran : Ecole Doctorale d'économie et de management, Université d'Oran, 2012, p 275.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

Tableau n°02 : PIB en volume (taux de croissance annuels en %)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<i>Economies avancées</i>						
<i>France</i>	2,2	2,3	0,4	-2,2	0,9	1,4
<i>Zone euro</i>	2,9	2,6	0,8	-4,0	0,9	1,6
<i>Union européenne</i>	3,1	2,9	0,9	-4,1	0,9	1,8
<i>Allemagne</i>	3,0	2,5	1,3	-4,9	1,8	1,7
<i>Royaume-Uni</i>	2,8	3,0	0,7	-4,9	0,8	1,6
<i>Espagne</i>	3,9	3,7	1,2	-3,9	-0,9	1,6
<i>Italie</i>	2,0	1,6	-1,0	-5,1	0,5	1,1
<i>États-Unis</i>	2,8	2,0	1,1	-2,4	2,5	2,0
<i>Japon</i>	2,0	2,3	-0,7	-5,2	2,2	1,6
<i>Economies émergentes</i>						
<i>Chine</i>	11,6	13,0	9,0	8,7	10,0	9,0
<i>Russie</i>	7,7	8,1	5,6	-7,9	3,9	4,6
<i>Afrique</i>	6,1	6,1	5,2	-	-	-
<i>Inde</i>	9,8	9,0	6,0	-	-	-
<i>Europe centrale et orientale</i>	6,7	5,7	4,2	-	-	-

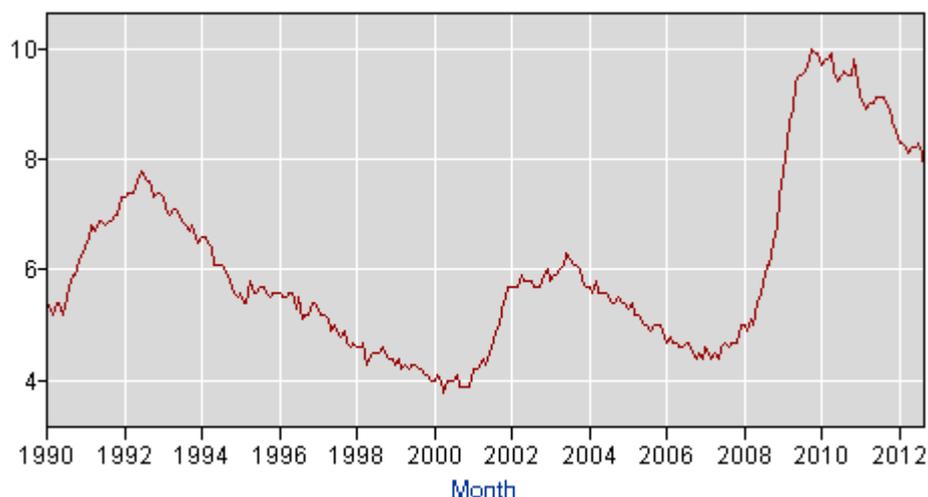
Source : FMI, OCDE, sources nationales et prévision OFCE avril 2010.

En définitive, tous ces facteurs ont non seulement un impact sur les investissements des entreprises, mais affectent largement la consommation des ménages. Les difficultés des entreprises et des ménages ont tendance à se renforcer les unes les autres : les problèmes des entreprises les poussent à licencier ou à créer moins d'emplois, ce qui diminue les revenus des ménages, et donc leur consommation, etc. De son côté, la baisse de la demande des ménages, due à la fois aux dépréciations patrimoniales et aux contractions des revenus, effectives et anticipés, renforce les difficultés des entreprises en faisant diminuer leurs ventes. Les entreprises, à leur tour, anticipent une baisse de la demande des ménages, elles réduisent donc leur niveau d'activité et d'emploi⁹⁴.

⁹⁴ COUDERC Nicolas, MONTEL-DUMONT Olivia, « Des subprimes à la récession : Comprendre la crise », La documentation française, Paris, 2009, pp 33-35.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

Figure 05 : Taux de chômage entre 1990 et 2012 aux USA



Source : Economiematin.fr (source officielle BLS).

Les baisses de l'emploi sont accentuées par les difficultés rencontrées par les firmes notamment celles du secteur de l'automobile (Ford, General Motors aux USA, Renault, Peugeot en France), les fermetures, les délocalisations et les relocalisations d'entreprises dans bon nombre de pays. Ainsi, aux États-Unis, plus de 8 millions d'emplois ont été détruits depuis le début de 2008. Dans le même temps, le taux de chômage est passé de 4,8 % à 9,5 %, avec un pic à 10,2 % en novembre 2009. On retrouve une évolution comparable bien que moins forte en France, avec une hausse du taux de chômage de 7,6 % au premier trimestre 2008 à 9,9 % au début de l'année 2010.

Suivant le rapport publié en février 2009 par l'Organisation Internationale du Travail (OIT), le système financier international a supprimé plus de 325 000 emplois depuis août 2007, 40 % de ces suppressions soit 130 000 emplois concernent les États-Unis. Il s'agit notamment de 45 000 de Bank Of America et 75 000 de Citigroup⁹⁵.

L'état américain et la FED ont ramené un certain nombre de politiques d'assouplissement pour contrer la contagion de la crise à l'ensemble de l'économie.

⁹⁵ M^{elle} BRAHMI Assia, Op. Cit., p 276.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

Section 3 : L'effet de l'intervention de la FED sur la stabilité des marchés financiers

Afin de stabiliser le marché financier et de rétablir le flux de crédit, la BC américaine (la FED) a mis en œuvre des politiques dites non conventionnelles après avoir constaté les limites des politiques traditionnelles. Ces politiques ont permis à l'autorité monétaire de restaurer la confiance sur le marché interbancaire et financier et enfin relancer l'économie.

Dans cette section nous allons présenter les politiques d'intervention menées par la FED afin d'assainir l'économie américaine et par conséquent gérer l'effet de contagion que la crise a eu sur la scène internationale.

3.1. L'intervention du gouvernement américain

Le président George W. Bush a annoncé dès la fin août 2007 un ensemble de mesures pour venir en aide aux ménages dans la situation de défaut de paiement de leurs crédits hypothécaires à travers un programme dit « Hope Now Alliance » dont l'objectif est à la fois de protéger les ménages les plus fragiles et lutter contre la propagation de la crise.

Les trois principaux axes du programme sont les suivants⁹⁶ :

- Augmenter les efforts pour entrer en contact avec les propriétaires en difficulté. Selon Paulson, 50 % des faillites se produisent sans que les emprunteurs n'en aient parlé ni à leurs créanciers, ni à un conseiller ;
- Améliorer l'accès au crédit pour les emprunteurs qui vont faire face à une révision à la hausse de leur taux d'intérêt. Ces facilités concernent les propriétaires en mesure de payer leurs mensualités, mais qui seraient mis en difficulté par l'augmentation des taux d'intérêt ;
- Conformément à ce programme, les emprunteurs de subprimes qui ont contracté des prêts à taux variable, bénéficieront d'un « gel de taux » sur cinq ans, Pour autant, cela ne concernera qu'une petite partie des emprunteurs, ceux pour lesquels le réaligement des taux d'intérêt n'est pas supportable mais qui peuvent continuer à payer le taux actuel.

Paulson et Bush estiment que le refinancement ou le gel des taux d'intérêt concernera 1,2 millions d'emprunteurs et pourrait éviter 300 000 saisies immobilières l'année prochaine. En

⁹⁶ARTUS Patrick, BETBEZE Jean-Paul, CAPELLE-BLANCARD Gunther et DE BOISSIEU Christian, « La crise des subprimes », La Documentation française, Paris, 2008, p 104.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

2008 et 2009, 1,8 million de prêts seront réalignés. D'après les données Loan Performance, cela représente environ 250 milliards de dollars en 2008 et 70 milliards en 2009⁹⁷.

Toutefois, ces mesures menées par le gouvernement posent deux problèmes : un problème d'ordre juridique et celui d'ordre pratique.

- Les banques ou les institutions financières ne peuvent pas modifier les clauses des prêts qui ont été titrisés, du simple fait qu'elles ne sont plus détentrices des prêts puisqu'elles les ont cédés via la titrisation. Ce sont des contrats de gré à gré, ce qui indique que les clauses peuvent varier d'un contrat à l'autre ;
- Il va être difficile d'évaluer et de classer les prêts. Il semble probable que la mesure retenue soit le ratio dette/revenu mais il n'y a pas de détail sur le sujet. En pratique, il faudra déterminer s'ils sont ou non mis en défaut par la hausse des taux d'intérêt. Comme pour n'importe quelle mesure, cela va poser des effets de seuil.

En plus du programme « *Hope Now alliance* », l'administration Bush a annoncé début 2008 un plan budgétaire de relance de 168 milliards de dollars, soit l'équivalent de 1 % du PIB. Ce plan, combiné à une réduction des recettes fiscales, aura bien sûr pour conséquence d'aggraver le déficit américain qui devrait dépasser les 500 milliards de dollars.

3.2 La politique menée par la FED face à la crise

Depuis le début de la crise, les banques centrales ont massivement intervenu pour accorder des liquidités, espérant ainsi réduire les tensions sur le marché monétaire et restaurer la confiance. La crise de confiance qui s'est installée lors de la crise a entraîné un rationnement de crédit sur le marché interbancaire : de nombreuses banques se sont trouvées en situation d'illiquidité, ne pouvant honorer leurs engagements par incapacité à trouver la liquidité nécessaire alors que les banques en question détiennent des actifs ayant une valeur supérieure aux engagements pris⁹⁸.

⁹⁷ARTUS Patrick, BETBEZE Jean-Paul, CAPELLE-BLANCARD Gunther et DE BOISSIEU Christian, Op. Cit., p 104.

⁹⁸ COUDERC Nicolas, MONTEL-DUMONT Olivia, Op. Cit., p 40.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

La FED a injecté dans l'économie américaine une somme de 24 milliards de dollars le 9 août 2007, et ensuite 38 milliards de dollars le 27 septembre et 41 milliards de dollars le 1^{er} novembre de la même année. Les banques centrales des économies avancées telles que la banque d'Angleterre, la banque canadienne, la banque européenne ainsi que la FED ont annoncé le 12 décembre une action concertée. L'objectif de ces interventions est l'apaisement des marchés financiers qui craignent de mauvaises surprises avec la clôture des comptes en fin d'année.

La politique monétaire se caractérise ainsi depuis l'été 2007 par un allongement de la durée des emprunts, un élargissement des collatéraux et la possibilité pour de nouveaux acteurs de la finance de se refinancer auprès de la FED⁹⁹. Ces interventions répétées ne parviennent néanmoins pas à mettre fin à la crise de liquidité que rencontrent les marchés. Fin 2008, le marché monétaire n'est toujours pas revenu à un fonctionnement normal : la FED continue à jouer le rôle de prêteur en dernier ressort pour les banques commerciales¹⁰⁰.

La FED était ramenée à poursuivre d'autres plans d'action pour la stabilisation des marchés : une politique accommodante, le sauvetage des institutions financières ainsi que des programmes d'assouplissement.

3.2.1 La politique accommodante

La FED, en complément de l'octroi de liquidité et pour réduire l'effet de la crise financière, a favorisé la croissance plutôt que l'inflation. Dans le but d'éviter une contagion de la crise à l'économie réelle via la contraction du crédit, elle a fortement baissé son taux directeur d'un quart de point dès septembre 2007 passant de 5,25% à une fourchette comprise entre 0% et 0,25% en décembre 2008.

Cette baisse du taux directeur a pour fonction de faciliter l'accès aux crédits bancaires, ce qui encourage à son tour l'investissement et ainsi la création de l'emploi. La FED a maintenu ce taux à un bas niveau entre 2009 et fin 2015, mais son taux est progressivement remonté depuis cette date pour éviter une surchauffe de l'économie (voir tableau).

⁹⁹ ARTUS Patrick, BETBEZE Jean-Paul, CAPELLE-BLANCARD Gunther et DE BOISSIEU Christian, Op. Cit., p 109.

¹⁰⁰ COUDERC Nicolas, MONTEL-DUMONT Olivia, Op. Cit., p 41.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

3.2.2 Le sauvetage des institutions financières

Le gouvernement et la BC américains ont orchestré un deuxième type d'interventions qui consistait à sauver les institutions financières insolvables de la faillite, selon le principe « too big to fail » en leur apportant des capitaux. Cette décision était prise dans le but de ne pas mettre en péril la stabilité du système financier.

Grâce à l'aide de la FED, Bear Stearns la cinquième banque d'investissement américaine a été rachetée par la banque JP Morgan en mars 2008. Cette annonce de rachat était faite par la FED le 14 mars et devenue officielle le 16 mars 2008. La FED soutenait la transaction en se portant garante des fonds les moins liquides de Bear Stearns pour un montant de 29 milliards de dollars et JP Morgan supportait le montant venant de la capitalisation de Bear Stearns, soit 236 millions de dollars¹⁰¹.

En plus de Bear Stearns, le 7 septembre 2008 le Trésor américain a mis sous tutelle FHLMC (Freddie Mac) et FNMA (Fannie Mae), les organismes officiels de promotion du prêt au logement qui constituent ce qu'on appelle aux États-Unis les government-sponsored entities (GSEs). Celles-ci n'étaient pas liées formellement à l'État américain, mais elles disposaient d'une ligne de crédit garantie par ce dernier. Cela leur permettait d'emprunter des sommes à de bas taux et d'acheter aux établissements de crédit des portefeuilles de créances hypothécaires, pour ensuite les revendre sous forme de titres adossés à des actifs.

Les établissements de crédit dégageaient ainsi des liquidités qui leur permettaient de faire de nouveaux prêts. Mais en raison de l'écroulement de la titrisation, la situation financière de Fannie Mae et Freddie Mac n'a cessé de se détériorer. Malgré leurs lourdes pertes, ces deux firmes détenaient ou garantissaient, à la mi-année 2008, plus de 40 % des prêts immobiliers (plus de 5 000 milliards de dollars américains) accordés aux États-Unis. Tout risque de faillite de l'un de ces deux géants de l'immobilier aurait donc eu des conséquences catastrophiques sur l'économie américaine, ce qui explique l'importance des mesures d'urgence entreprises par le Trésor américain pour les secourir. Ces mesures incluent une hausse de leur crédit ainsi qu'un plan d'achat de leurs actions pour un total de 200 milliards de dollars américains. Le Trésor s'engage à garantir leurs obligations, protégeant ainsi toutes les banques américaines et étrangères qui en ont acheté contre des pertes de valeur¹⁰².

¹⁰¹ JORION Paul, « La Crise : Des subprimes au séisme financier planétaire », Fayard, Paris, 2008, p 40.

¹⁰² Fédération des chambres immobilières du Québec, « La crise financière : Ses origines américaines et ses répercussions canadiennes », Service analyse du marché, Québec, Juin 2009, p 10.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

Enfin, le Trésor a changé l'orientation stratégique de Fannie Mae et Freddie Mac : elles ne cherchent plus le meilleur rendement pour les actionnaires et elles doivent réduire la taille de leur portefeuille de 10 % par an, afin d'assainir les pratiques de titrisation de prêts hypothécaires.

En septembre 2008, Henry Paulson, le secrétaire au Trésor et Ben Bernanke, le président de la FED, ont constaté que deux banques d'affaires, Merrill Lynch et Lehman Brothers (la quatrième banque d'affaires américaine), sont au bord de la faillite. Mais après des jours de discussions à échafauder une solution : la Bank of America a racheté Merrill Lynch, alors que le rachat de Lehman par Barclays, la banque britannique, a échoué. Paulson a décidé alors de laisser Lehman faire faillite¹⁰³.

La Fed a aussi sauvé AIG (American International Group) qui est l'un des leaders mondiaux de l'assurance et des services financiers. Lourdemment frappé par la crise des subprimes, AIG enregistre une perte de 100 milliards de dollars sur l'année 2008, la faillite de celui-ci aurait eu des conséquences dramatiques sur la finance mondiale, raison pour laquelle il a été secouru par la réserve fédérale, elle procède ainsi à un plan de sauvetage le mardi 16 septembre 2008 et lui consent un prêt de 85 milliards de dollars sur deux ans. En échange, l'Etat américain recevra 79.9% de son capital.

3.2.3 Les politiques d'assouplissement de la FED

La FED a intervenu sur les marchés (monétaires et financiers) par ses achats massifs d'actifs à l'issu de ses politiques d'assouplissement. L'objectif est de fournir la liquidité nécessaire aux institutions financières dans le but de rétablir la confiance et de revitaliser l'économie.

3.2.3.1 L'assouplissement qualitatif (Credit Easing)

L'accroissement des montants alloués au titre des OMO (opérations d'open market) fut la première décision de la réserve fédérale. Rapidement, elle décide par ailleurs d'allonger la maturité et d'abaisser le taux du discount window, afin de favoriser l'accès à celle-ci. En dépit de la diminution des taux, les banques éligibles à la facilité de prêt restent toutefois réticentes à y recourir, en raison de la stigmatisation qui y est associée. Il faut noter qu'avant août 2007, ses opérations d'open market conduites sur une base journalière dépassent rarement les dix

¹⁰³ CHAVAGNEUX Christian, « Une brève histoire des crises financières : Des tulipes aux subprimes », Editions La Découverte, Paris, 2011, p 159.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

milliards de dollars, et elle ne traite qu'avec une vingtaine de contreparties les « *primary dealers* ». Elle n'accepte par ailleurs que trois types d'actifs en garantie de ses opérations de prêt : les bons du Trésor, les dettes des agences gouvernementales de refinancement hypothécaire (GSE) et les Mortgage Backed Securities (MBS) des GSE, et seules les banques commerciales ont accès à sa facilité de prêt permanente (discount window). Mais le petit nombre de « *primary dealers* » limite la capacité de la Federal Reserve de distribuer les liquidités là où elles sont réellement nécessaires en période de turbulences. Pour pallier ces obstacles au refinancement des institutions financières, la Federal Reserve développe, à la fin de 2007 et au début de 2008, de nouveaux programmes, lesquels visent essentiellement à étendre la disponibilité de financements d'urgence et à plus long terme aux *primary dealers* et aux depository institutions. Parmi les principaux programmes figure la TAF (Term Auction Facility), la TRT (Term Repurchase Transaction), la TSLF (Term Securities Lending Facility), la PDCF (Primary Dealer Credit Facility) et la TARP (Troubled Assets Relief Program)¹⁰⁴.

- **Term Auction Facility** : Dans le cadre de ce programme, la Réserve fédérale a mis aux enchères le 12 décembre 2007 des prêts à 28 et 84 jours, à compter d'août 2008, aux institutions de dépôt dont la situation financière est généralement saine. L'objectif est de fournir des fonds à terme à un plus large éventail de contreparties et à un éventail de garanties plus large que celui qu'elle pourrait obtenir grâce à des opérations sur le marché libre. Selon le site officiel de la FED, les enchères tenues les 17 et 20 décembre ont libéré 20 milliards de dollars chacune sous forme de prêts de 28 et 35 jours respectivement. Lors de la vente aux enchères du 17 décembre, les offres ont débuté à 4,17% et se sont terminées avec un taux de 4,65%, nettement inférieur au taux d'actualisation. La Fed a reçu plus de 63 milliards de dollars d'offres et a débloqué les 20 milliards de dollars pour 93 institutions différentes.
- **Term Repurchase Transaction** : la TRT est instaurée le 07 mars 2008 pour soulager les pressions sur les marchés interbancaires, elle a une maturité de 28 jours. Elle n'accepte comme collatéraux que des MBS garantis par les GSE (pas de bons du Trésor ou de titre de dette de GSE). Elle a lieu chaque semaine, pour une enveloppe de 20 milliards de dollars. Les participants restent les mêmes, les « *primary dealers* ». La mise en place de la TRT augmente fortement sa valeur moyenne, qui s'établit autour de 110 milliards de dollars à partir d'avril 2008. La Fed a décidé le 7 mars, de porter de 60 à 100 milliards de dollars la liquidité distribuée par la TAF.

¹⁰⁴ www.federalreserve.gov/monetarypolicy/tslf.htm

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

- **Term Securities Lending Facility** : le 11 mars 2008 la Fed innove une nouvelle fois en proposant un nouvel instrument, les TSLF (Term Securities Lending Facility) qui permettent aux banques d'échanger des bons du Trésor contre des titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) réputées de bonne qualité (notés AAA). La Fed prévoit pouvoir engager 200 milliards de dollars dans cette opération. Le programme offrait des titres en vue d'un prêt sur une durée d'un mois par rapport à d'autres garanties générales éligibles au programme. La première enchère a eu lieu le 27 mars 2008. Le TSLF a été fermé le 1er février 2010.
- **Primary Dealers Credit Facility** : le 17 mars la réserve fédérale met en place la facilité de crédit aux « *primary dealers* ». Il s'agit de donner un accès à un prêteur en dernier ressort aux banques d'investissement. Comme pour la fenêtre d'escompte, les prêts sont accordés au jour le jour. Au cours des trois premiers jours d'ouverture de la facilité, une moyenne de 13,3 milliards de dollars a été empruntée quotidiennement, avec des encours de prêts de 28,8 milliards de dollars. L'activité de prêt a culminé au cours de la première semaine d'octobre 2008, avec une moyenne d'environ 150 milliards de dollars par jour. L'installation a été fermée le 1er février 2010. Selon la Réserve fédérale, tous les prêts accordés au titre de cette facilité ont été intégralement remboursés, avec intérêts, conformément aux conditions de la facilité. Au total, 8 500 milliards de dollars de prêts ont été accordés par le biais de la facilité¹⁰⁵.
- **Troubled Assets Relief Program** : Le plan Paulson (Emergency Economic Stabilization Act) est une autre mesure exceptionnelle adoptée par le Congrès américain le 3 octobre 2008, avec pour objectif de relancer l'économie des États-Unis par la mise en place du fameux TARP. À l'origine, 700 milliards de dollars américains du plan étaient destinés à racheter aux institutions financières les actifs contaminés par les prêts hypothécaires à haut risque. Mais en novembre 2008, le secrétaire américain au Trésor, Henry Paulson, a décidé de changer de cap. Les fonds sont désormais utilisés pour acheter des actions des établissements financiers touchés dans le but de fournir du capital à ces institutions et favoriser le flux des crédits¹⁰⁶.

¹⁰⁵ http://en.wikipedia.org/wiki/Primary_dealer_credit_facility, 01 mars 2018.

¹⁰⁶ Fédération des chambres immobilières du Québec, Op. Cit., P10.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

3.2.3.2 L'assouplissement quantitatif (Quantitative Easing)

Le programme de QE consiste à acheter massivement des titres sur les marchés financiers. Ce programme vise à modifier la composition ainsi que la taille du bilan de la BC dans la mesure où elle achète des titres au-delà de ce qui est nécessaire pour amener les taux d'intérêt proche de 0%. L'un des effets les plus importants susceptibles d'être produit par l'assouplissement quantitatif est celui du rééquilibrage des portefeuilles des agents.

En novembre 2008, la FED a commencé son premier programme (QE₁) d'achats massifs de titres. Elle s'engage dans un premier temps à acheter des titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) ainsi que des dettes bancaires pour un montant de 600 milliards de dollars. Cette première action de la FED est déterminante, car elle a permis de sauver de la faillite des institutions créées par le gouvernement telles que Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) et Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) qui accordent, garantissent, assemblent et vendent des prêts hypothécaires. En mars 2009, la FED a pris une décision d'extension de QE₁ en achetant 300 milliards de dollars d'obligations à longue maturité du Trésor afin d'impacter les taux à long terme. Elle acquiert aussi pour 750 milliards de dollars supplémentaires de MBS ainsi que 100 milliards de dollars additionnels en dettes bancaires afin de renflouer les banques. Ce premier rond de QE a permis aux établissements financiers de sortir du bilan certains de leurs « actifs toxiques » relatifs aux MBS¹⁰⁷.

En novembre 2010, un deuxième cycle d'assouplissement (QE₂) était annoncé, soit un achat de 600 milliards de dollars (soit des achats à hauteur de 75 milliards de dollars par mois) de titres du Trésor (obligations souveraines) d'ici la fin du deuxième trimestre de 2011. En effet, une perte de confiance des investisseurs envers la capacité des USA à se financer sur le marché local commence à naître et impacte les taux à long terme à la hausse. En réponse à cette réaction allant à l'encontre des effets désirés, la FED se détourne alors des rachats de dettes hypothécaires et concentre ses forces sur les bons du Trésor afin de permettre aux USA d'autofinancer leur dette et calmer par la même occasion les spéculateurs.

En septembre 2011, la FED a décidé de prolonger ce deuxième volet d'assouplissement quantitatif. « L'Operation Twist » est alors lancée et vise l'acquisition de bons du Trésor de maturités plus longues. Afin de mener cet objectif à bien, la FED achète pour 400 milliards de dollars de bons du Trésor avec des maturités comprises entre 72 et 360 mois et vend pour un montant identique d'obligations souveraines ayant des maturités entre 3 et 36 mois. L'impact

¹⁰⁷ GEORGE Gregory, Op. Cit., p 22.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

attendu de cette stratégie est d'impacter à la baisse les taux à long terme et comme cité précédemment, d'affaiblir la courbe des taux.

Malgré des signes encourageants tels que la reprise de la bourse et du marché immobilier, le marché du travail et les chiffres de l'emploi peinent à reprendre. Alors en septembre 2012, la FED a annoncé le troisième cycle du programme d'assouplissement (QE₃). Il consistera à l'achat mensuel de 40 milliards de dollars de MBS et 45 milliards de dollars d'obligations du Trésor, cette fois pour une durée indéfinie. En juin 2013, la Fed a aussi annoncé la fin de la politique d'assouplissement quantitatif avec une diminution progressive des achats¹⁰⁸.

Fin octobre 2014, constatant une amélioration du marché de l'emploi aux USA, la FED annonce la fin du round 3 de son QE. Cependant, la situation nécessite tout de même de prolonger sa politique monétaire accommodante et maintenir les taux directeurs proches de 0% afin de continuer à soutenir la reprise de l'économie et favoriser le niveau d'inflation, jugé pour le moment insuffisant. Suite aux trois (03) vagues de son programme d'assouplissement quantitatif, le bilan de la Fed sera passé de 800 à 4500 milliards de dollars, soit environ 26% du PIB des USA en 2014 (Banque mondiale).

3.3 L'effet des politiques menées par la FED

Après quelques années de politique monétaire massive en termes d'achat et d'injection de liquidité dans le marché, certains objectifs peuvent être qualifiés comme réussis, d'autres moins.

La circulation de la monnaie dans l'économie n'a pas augmenté autant qu'espéré. Le problème rencontré a été le même que lors du programme d'assouplissement quantitatif au Japon : les banques n'ont pas vraiment joué le jeu. Comme démontré par le graphique ci-dessous, les établissements financiers ont retenu une majeure partie de cette nouvelle liquidité au lieu de prêter davantage aux entreprises et consommateurs. Cette réticence peut s'expliquer suite au choc subi par ces établissements lors de l'apogée de la crise qui les a poussés à devenir plus frileux et prudents via l'augmentation de leurs réserves excédentaires.

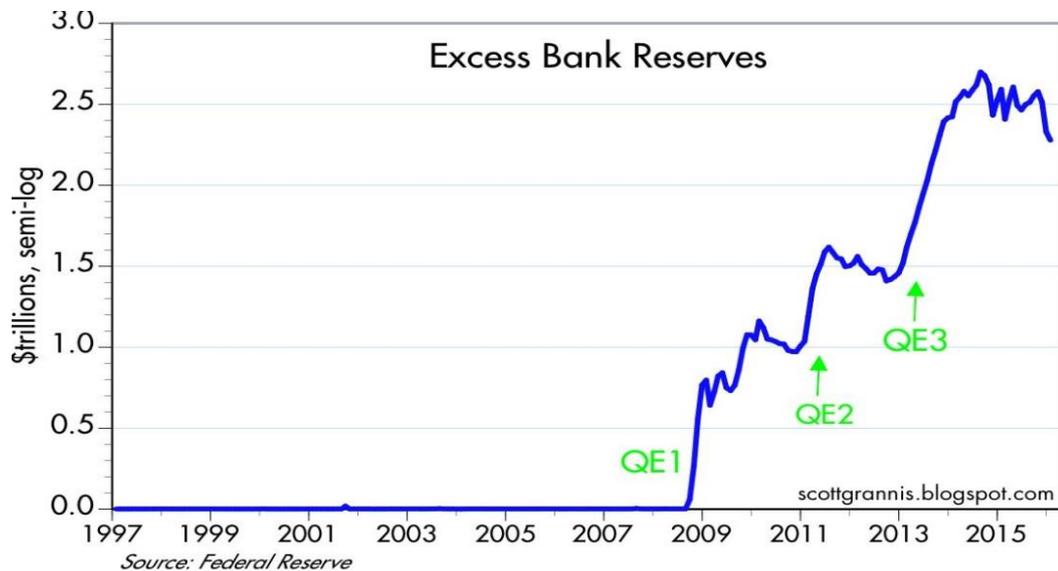
Il est également important de mentionner que les ménages américains, secoués par la récente crise, sont désormais plus vigilants face à l'endettement excessif et préfèrent épargner

¹⁰⁸ GEORGE Gregory, Op. Cit, p 23.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

davantage. Cependant, le crédit à quand même circulé dans l'économie mais à petite échelle comparé aux ambitions et objectifs de la FED.

Figure 07 : Réserves excédentaires détenues auprès de la FED



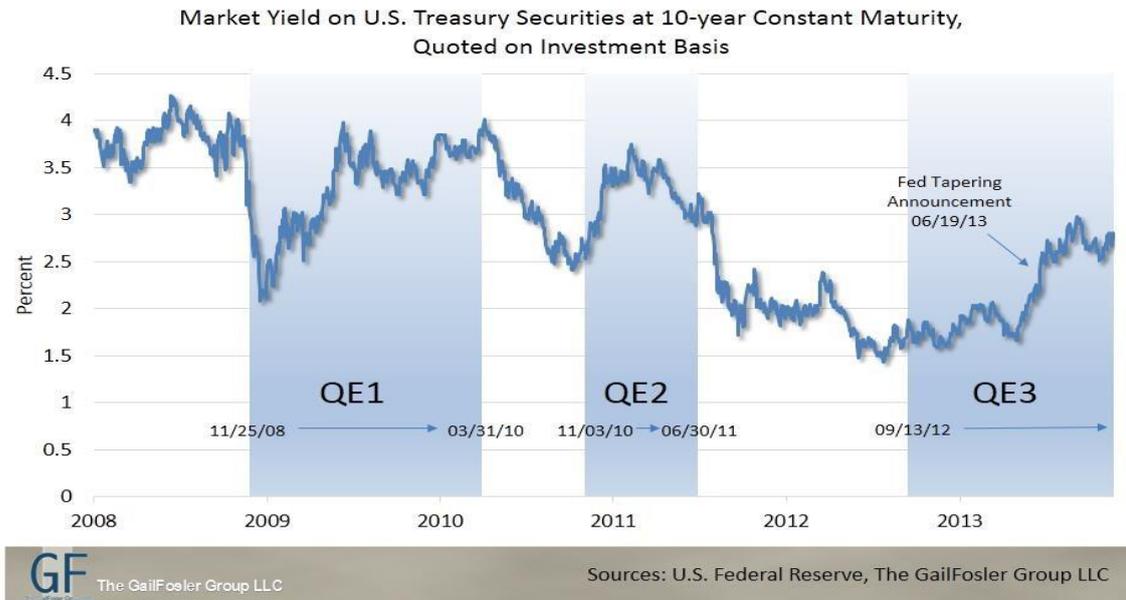
Ce programme d'assouplissement a également permis à la FED de venir au secours des institutions qui étaient au bord de la faillite. Le rachat de dette bancaire et de MBS par la FED a permis d'offrir un second souffle au système bancaire en permettant aux institutions financières de sortir certains des « actifs toxiques » de leurs bilans en échange de liquidité fraîche. D'un point de vue du système bancaire américain, l'assouplissement quantitatif peut être qualifié de fructueux car il a permis de renforcer leur situation financière.

Le désir de la FED d'influencer les taux long terme est aussi globalement un succès. Les achats de bons du Trésor ont permis d'affaiblir la structure des taux d'intérêt des obligations souveraines qui servent également de point de référence aux autres types de titres de crédit. En effet, la politique d'assouplissement quantitatif de la FED a eu un effet sur les prix des titres obligataires concernés par les rachats massifs. Leur cours a augmenté suite à leur rareté (ou à leur rareté anticipée avec l'annonce des programmes de QE), ce qui a fait diminuer leur taux de rendement. Comme on peut constater sur le graphique ci-dessous, les taux longs ont sensiblement varié avec une tendance générale à la baisse. Le succès des plans de QE entraîne ensuite un redressement des taux d'intérêt grâce à la remontée de l'inflation et à la reprise économique. Ce fut le cas après les programmes QE₁, QE₂, QE₃ de la FED. Les obligations souveraines américaines restent néanmoins plus attractives pour les investisseurs.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

Figure 08 : La variation des taux long terme des bons du Trésor américain lors des mesures d'assouplissement quantitatif aux USA.

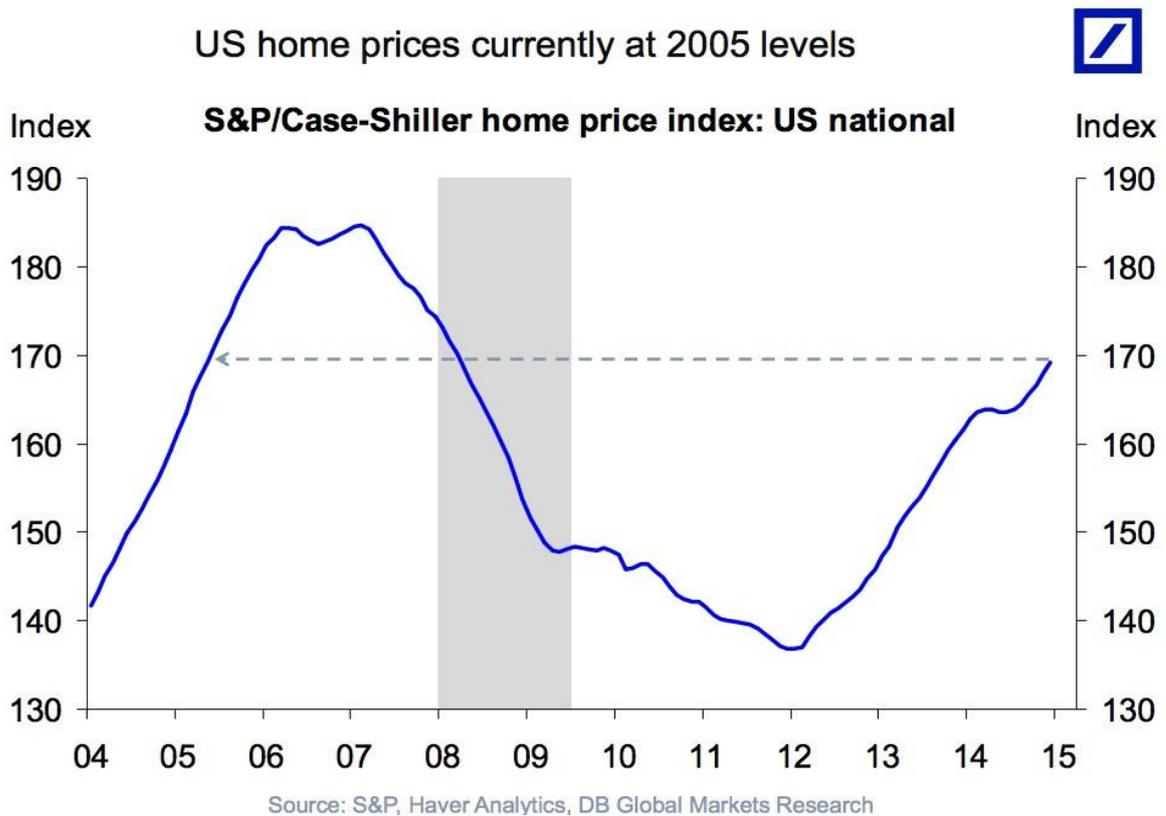
Chart 1: Treasury yields have tended to rise during QE periods



Le marché du logement a aussi connu une reprise grâce aux taux d'intérêt long terme qui ont été maintenus durablement à un niveau bas. En effet, les dépenses des consommateurs en termes de logements ont été stimulées par le biais de ces taux attractifs. De plus, les rachats par la FED de titres en liens avec les hypothèques ont permis une baisse des écarts de taux entre ces titres en question et les bons du Trésor. Cela a favorisé une baisse importante de l'ensemble de la courbe des taux hypothécaires et rendu de nouveau ces emprunts abordables. La baisse des taux hypothécaires couplée à celle du prix des maisons a permis de stimuler à nouveau la demande et contribuer à la reprise du secteur immobilier. Le graphique ci-dessous démontre le redressement du marché de l'immobilier.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

Figure 09 : Graphique de l'indice Case Shiller 2004-2015



Par rapport à l'objectif relatif à l'inflation, le QE₁ a eu un effet important sur cette variable permettant entre autres une remontée du taux d'inflation de l'ordre de 3%. Néanmoins, les cycles de QE₂ & QE₃ ont eu un faible impact sur l'inflation qui a souvent varié en-dessous de 2%. L'inflation et l'inflation anticipée sont restées, la plupart du temps, sous la barre de l'objectif des 2% de la FED. Avec une économie qui essaie de réduire ses déficits aussi bien privés que publics, une inflation trop basse ne stimule pas assez l'économie et représente un problème pour la diminution de l'endettement. Cette politique d'assouplissement quantitatif n'a donc pas été assez puissante afin de créer le niveau d'inflation souhaité. Toutefois, la progression de la croissance réelle du PIB a été satisfaisante et a permis de revenir au niveau souhaité d'avant-crise. En outre, comme on peut remarquer sur le graphique ci-dessous, la croissance réelle du PIB a été favorisée à partir de 2010, par les mesures monétaires d'assouplissement quantitatif¹⁰⁹.

¹⁰⁹ GEORGE Gregory Op. Cit., p 28.

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

Sur le marché des devises, la mise en place des mesures QE et via une augmentation de la masse monétaire en circulation aura dilué la valeur de l'U.S. dollar. Cette dilution associée à une baisse des taux de rendement sur les bons du Trésor long terme américains a entraîné une baisse du dollar contre ses paires. Ceci a relancé la guerre des changes notamment contre le Japon et l'Europe (Yen et Euro). On peut constater à travers l'évolution de l'U.S. Dollar Index, que les deux premiers cycles de QE ont permis une baisse de la valeur du dollar américains face à d'autres devises.

Enfin, l'objectif d'enrailler le chômage peut lui aussi être considéré comme une réussite. C'est suite au début du deuxième cycle du programme QE que l'objectif sur le chômage a montré des signes d'amélioration car lors du premier volet de celui-ci, le taux de chômage est passé de 4.60% en 2007 à environ 3,90% en juillet 2018. Selon le Bureau of Labour Statistics (Bureau des statistiques du travail aux États-Unis), grâce à une reprise de la bourse américaine tonifiée par la PM de la FED qui a engendré une amélioration des conditions des entreprises et favorisé la création d'emplois. Le tableau ci-dessous montre l'évolution du taux de chômage aux États-Unis.

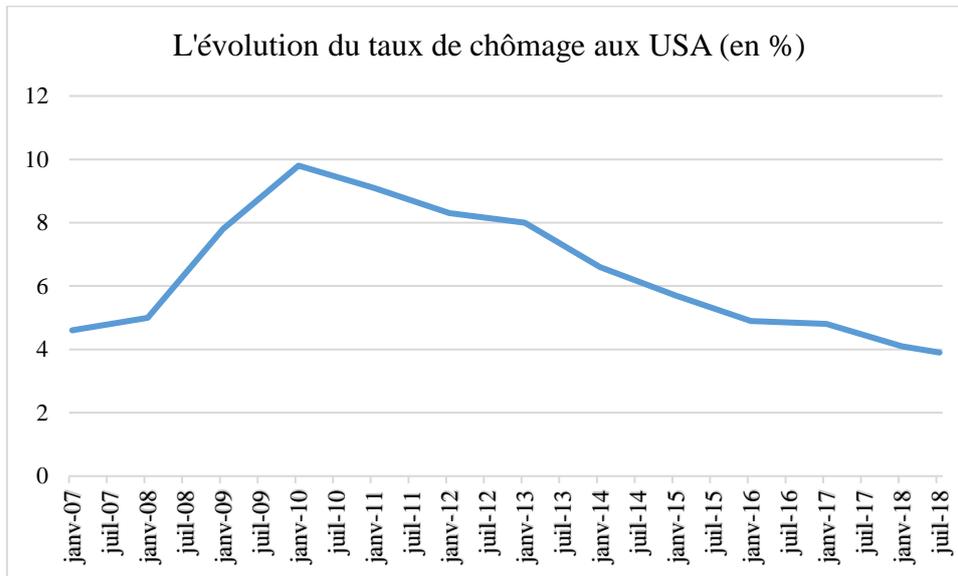
Tableau 04 : Evolution du taux de chômage aux USA

<i>Date</i>	<i>Taux (en %)</i>
<i>Jan-2007</i>	4,60
<i>Jan-2008</i>	5,00
<i>Jan-2009</i>	7,80
<i>Jan-2010</i>	9,80
<i>Jan-2011</i>	9,10
<i>Jan-2012</i>	8,30
<i>Jan-2013</i>	8,00
<i>Jan-2014</i>	6,60
<i>Jan-2015</i>	5,70
<i>Jan-2016</i>	4,90
<i>Jan-2017</i>	4,80
<i>Jan-2018</i>	4,10
<i>Juillet-2018</i>	3,90

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

Source: Bureau of Labour Statistics (BLS)

Figure 10 :



Source: Bureau of Labour Statistics (BLS)

Conclusion

Contrairement à ses homologues, la FED est dotée d'un système complexe et d'une structure spécifique qui lui permet de mener à bien la tâche de stabilité des prix. Néanmoins, sa politique dans les années 2000 a contribué à l'expansion d'une crise systémique via la mise en place de crédits à taux variables dits subprimes pour les ménages non solvables. La crise des subprimes de 2008 est plus complexe que nous pouvons le croire, puisque c'est toute une société qui a participé directement et indirectement et qui s'est même étendue au monde entier.

D'après ce que nous avons vu, nous pouvons dire que les responsables potentiels de cette crise sont les banques américaines qui en sont les actrices. Elles ont endommagé les systèmes économiques ; financiers et immobilier dans plusieurs États en voulant s'enrichir. Les banques ne sont pas les seules coupables évidemment. Un laxisme au niveau des autorités chargées de la réglementation et du contrôle, ainsi que des politiques dangereuses comme celle de la FED au cours des années 2000 sont à remettre en cause. Cette crise a fragilisé le système économique des États mais surtout les banques qui ont dû se reconstruire au lendemain de cette crise

Chapitre 3 : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes

mondiale marquante. En effet, après cette crise la défiance régnait sur les marchés et a mis un frein aux crédits qui ont fortement diminué.

C'est ainsi qu'avec l'éclatement de la crise des subprimes, entraînant une profonde récession, un recul des prix et une explosion du taux de chômage aux Etats-Unis, la FED fut contrainte de progressivement baisser son taux directeur jusqu'à un niveau proche de 0% puis d'injecter des liquidités nouvelles dans des marchés asséchés à travers trois grands programmes d'assouplissement quantitatif, les fameux « quantitative easing » (QE).

Toutefois, en dépit de résultats satisfaisant des actions menées par la FED, ses politiques suscitent certaines craintes car plus elles perdurent, plus la sortie de ces politiques ultra-expansionniste devient difficile. L'érosion des bénéfices des banques commerciales est l'une des effets négatifs. De plus, le problème de l'inflation doit être pris en compte car il représente un danger potentiel d'une politique ultra-accommodante prolongée.

Conclusion générale

Conclusion Générale

La politique monétaire s'inscrit dans le cadre général d'une politique économique conjoncturelle. Elle utilise des instruments d'action particuliers permettant d'atteindre notamment la stabilité des prix, par le jeu des taux d'intérêt et de divers outils, tels que les opérations d'open market. A cet effet, la BC s'applique à stabiliser le taux d'intérêt à court terme à un niveau créant des conditions favorables à une hausse modeste des prix. En ajustant les taux directeurs, la banque centrale contrôle les taux du marché monétaire à très court terme car les taux à long terme sont fonction des taux à court terme futurs anticipés. Les variations de ces taux à leur tour affectent l'activité économique (les décisions de consommation et d'investissement).

Face à l'inefficacité de politiques monétaires conventionnelles, la BC met en place des instruments autres que la modification du taux directeur, qui sont des instruments non conventionnels employés dans l'objectif d'assainir les marchés et de retrouver la situation de stabilité financière.

La crise financière récente montre à quel point les interventions de la banque centrale sont indispensables, en particulier ses interventions autant que prêteur en dernier ressort, lorsque le taux d'intérêt ne peut plus jouer pleinement son rôle de canal de transmission de la politique monétaire. Ces mesures concernent essentiellement, la fourniture de la liquidité aux banques, allongement de la durée de refinancement à long terme et l'achat massif d'actifs et visent à alléger les tensions sur les marchés financiers, le marché interbancaire et à étouffer le durcissement des conditions à l'accès de crédit à l'économie.

La FED est intervenue sur le marché monétaire ainsi que financier lorsque ces derniers se sont trouvés face aux conséquences de la crise des subprimes suite à la faillite de la banque d'investissement américaine (Lehman Brothers) en septembre 2008. Ces interventions ont pris forme d'injections de liquidités dans le secteur bancaire en collaboration avec le gouvernement américain de l'époque, le sauvetage des institutions financières en difficultés considérées comme trop stratégiques pour faire faillite et la mise en œuvre des politiques d'assouplissement (credit easing et quantitative easing). Le sauvetage d'institutions telles que Bear Stearns, a permis de juguler les problèmes économiques que leur faillite aurait pu causer à l'économie américaine et par conséquent à l'économie mondiale.

Quant aux politiques d'assouplissement, en novembre 2008, la FED a pris la décision d'acheter massivement des actifs adossés à des créances hypothécaires et des dettes bancaires,

le QE₁, vu que le credit easing avait fait montre de quelques limites. Depuis le début de 2010, afin de relancer la croissance et de réduire les risques de délation dans un contexte de taux plancher, la Federal Reserve a procédé à des achats massifs de bons du Trésor (QE₂ et QE₃), dans le but de faire pression sur les taux à long terme, et a développé sa communication pour influencer les anticipations.

Au travers de notre recherche, nous avons pu observer que les actions menées par les banques centrales au cours des dernières années ont largement permis de relancer l'activité économique. Néanmoins, l'actuel niveau élevé de l'excès de liquidités ne menace pas directement la stabilité des prix, la conduite d'une politique monétaire accommodante durant une longue période peut s'accompagner de nombreux effets pervers. Les PMNC font principalement craindre une distorsion des prix d'actifs, des incertitudes liées aux taux proche de 0% et des problèmes d'aléa moral induits par la présence des banques centrales sur les marchés financiers. Elles peuvent aussi encourager la prise excessive de risques, voire la formation de bulles de prix d'actifs.

La conclusion que nous pouvons tirer de cette étude est que les questions relatives à la stabilité financière et celles qui ont trait à la politique monétaire sont plus fortement liées. En situation de crise, seule la banque centrale dispose des instruments permettant une intervention immédiate ; les autorités de surveillance ont le pouvoir d'influencer le marché à l'aide de la régulation financière seulement, il n'est donc pas possible d'isoler la politique monétaire des problèmes de stabilité financière.

Bibliographie

Bibliographie

Ouvrages :

- AGLIETTA Michel, RIGOT Sandra, « Crise et rénovation de la finance », Ed Odile Jacob, Paris, 2009.
- BAILLY Jean-Luc, « Economie monétaire et financière », Ed Bréal, 2^{ème} Ed, Paris, 2006.
- CHAMBLAY Dominique et MONTOUSSE Marc, « 100 fiches pour comprendre les sciences économiques », Ed Bréal, 3^{ème} Ed, Paris, 2005.
- CHAVAGNEUX Christian, « Une brève histoire des crises financières : Des tulipes aux subprimes », Editions La Découverte, Paris, 2011.
- COUDERC Nicolas, MONTEL-DUMONT Olivia, « Des subprimes à la récession : Comprendre la crise », La documentation française, Paris, 2009.
- D'ARVISENET Philippe, « Les Politiques Monétaires dans la Tempête », ECONOMICA, Paris, 2014.
- DELAPLACE Marie, « Monnaie et financement de l'économie », Ed Dunod, Paris, 2003.
- DRUMETZ Françoise, PFISTER Christian, SAHUC Jean-Guillaume, « Politique Monétaire », 2^e édition, de Boeck supérieur, 2015.
- GHAZOUANI Kamel, « Politique Economique », IHEC Carthage, Tunisie, 2010.
- ICARD André, « Stabilité financière et banques centrales », ECONOMICA, Paris, 2007.
- JORION Paul, « La Crise : Des subprimes au séisme financier planétaire », Fayard, Paris, 2008.
- KLEIN Laure, « La crise des subprimes », Ed Revue Banque, Paris, 2008.
- PATAT Jean-Pierre, « Monnaie, système financier et politique monétaire », 6^e Ed, Economica, Paris, 2002.
- PFISTER Christian et VALLA Natacha, « L'économie mondiale 2016 » Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 2015.
- TAYLOR B. John, « Les conséquences de la globalisation pour la politique monétaire », Gérone, Espagne, 2007.
- WALLISER Bernard, « Anticipations équilibres et rationalité économique », Calmann-Lévy, Paris, 1985.

Reuves :

- ARTUS Patrick, BETBEZE Jean-Paul, CAPELLE-BLANCARD Gunther et DE BOISSIEU Christian, « La crise des subprimes », La Documentation française, Paris, 2008.
- DUPUY Michel, « Les effets des politiques de *Quantitative Easing* sur le taux de change : les enseignements de l'expérience américaine », Revue d'économie financière, LAREFI working paper N°2013-02, janvier 2013.
- KASHAMA M. Kasongo, A. STEVENS, M. DEROOSE, « l'ABC de l'assouplissement quantitatif », BNB revue économique, juin 2016.
- ZANETTI Attilio, « Possibilités et limites de la politique monétaire face à la conjoncture », La Vie économique, Revue de politique économique, Mars-2014, N° 03.

Articles :

- HÄUSLER Gerd, « La mondialisation de la finance », Finances et Développement, Volume 39, Mars 2002.

Colloques :

- ROGOFF S. Kenneth, professeur à Harvard, « Globalisation, inflation et politique monétaire », synthèse du colloque international de la banque de France, Mars 2008.
- THIESSEN Gordon, « La mondialisation des marchés financiers et la politique monétaire », La conférence de Montréal, Montréal, Québec, Mai 1998.

Thèses :

- ALBULESCU Claudiu Tiberiu, « La stabilité du secteur financier en Roumanie dans la perspective de son adhésion à l'UEM », Thèse de doctorat, sciences économiques, Université de l'Ouest de Timisoara, 2009.
- BERNOU Nacer, « Éléments d'économie bancaire : activité, théorie et réglementation », Thèse de doctorat, sciences économiques, Université Lumière-Lyon 2, Mars 2005.
- BRAHMI Assia, « La théorie à l'épreuve de la crise économique : Enseignement pratique », Thèse de doctorat, sciences économiques, Université d'Oran : Ecole Doctorale d'économie et de management, Université d'Oran, 2012.

- GAILLARD Alexandre, « Les Politiques Monétaires Non Conventionnelles, Approches Monétariste Et Neo-Wickselienne », Institut d'Economie et de Management de Nantes, 2014.
- KANGA Kouamé Désiré, « Essais sur l'impact des mesures de la politique monétaire non conventionnelle dans la zone euro », Thèse de doctorat, sciences économiques, Université d'Orléans : Ecole Doctorale sciences de l'Homme et de la Société, Laboratoire d'économie d'Orléans, 2017.
- SAMI Ben Mim, « L'efficacité de la politique économique : le rôle du marché du travail et des marchés financiers », Thèse de doctorat, Université Paris XII VAL-DE-MARNE, Paris, 2004.

Mémoires :

- GEORGE Gregory « L'examen des politiques monétaires d'assouplissement quantitatif », Mémoire de master, sciences de gestion, Carouge-Genève, Haute école de gestion de Genève 19 Août 2016.
- KADIR Nassim, « La politique monétaire de la BCE face à la crise des subprimes », Mémoire de Magister, sciences économiques, Université Mouloud MAMMARI de Tizi-Ouzou, FSEGC, 2013.
- MULETIER Clément, « Politique monétaire non conventionnelle de la réserve fédérale américaine », Mémoire de Master académique de 4^{ème} année, Strasbourg : Institut d'études politiques de Strasbourg, 2011.

Rapports et autres documents divers:

- Banque de France : L'économie en bref, « Les politiques monétaires non conventionnelles », Février 2017.
- Bulletin de la Banque de France – N° 27, Mars, 1996.
- Bulletin de la Banque de France – N° 84, Décembre, 2000.
- Bulletin de la Banque de France- N° 100, Avril, 2002.
- Bulletin de la banque de France, N°170, février 2008.
- Economiste en chef du fond monétaire international de 2001 à 2003.
- Federal Reserve System Publication, « The Federal Reserve System Purposes and Functions », 10th Edition, Washington, DC, 2016.

- Fédération des chambres immobilières du Québec, « La crise financière : Ses origines américaines et ses répercussions canadiennes », Service analyse du marché, Québec, Juin 2009.
- L'Observatoire des politiques économiques en Europe, « La politique monétaire par le gonflement des bulles », Publications-Bulletin de l'OPEE, Vendredi, 20 Décembre 2013.
- LOISEL Olivier, MESONNIER Jean-Stéphane, Direction des Études monétaires et financières, service de politique monétaire de la Banque de France, Avril 2009.
- 82^{ème} Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, 1^{er} avril 2011–31 Mars 2012.

Sites :

- BARTNIK Marie, <https://www.lefigaro.fr/le-scan-éco> consulté le 07/08/2018
- Finance TFE, « Conséquences de la crise des subprimes sur le marché américain », 10 Septembre 2012, sur www.finance.tfe.com.
- La finance pour tous, disponible sur : www.lafinancepourtous.com, consulté le 26/07/2018
- Morning Meeting-Your personal financier, « les bulles spéculatives », sur : <https://www.morningmeeting/your-personal-financier> publié le 06/11/2011, consulté le 09/09/2018.
- Overblog, « les BC doivent-elles réagir aux prix d'actifs ? », créé le 19/06/2013, sur : <https://www.overblog.com> consulté le 15/09/2018.
- Scott Grannis Blogspot. Consulté le 15/09/2018
- <https://www.4Gestéco.blogspot.com> , consulté le 26/06/2018.
- <https://www.usa.gov/federal-agencies/bureau-of-labor-statistics>
- www.federalreserve.gov/monetarypolicy/tslf.htm consulté le 28/08/2018.
- <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm> consulté le 21/08/2018.
- www.economiematin.fr (source officielle BLS).
- www.investirenaction.com
- www.finance.tfe.com
- www.financeinflation.com
- <https://www.s&p.haver-analysts/db-global-markets-research>

Glossaire

Agence de notation

C'est un organisme chargé d'évaluer et mesurer précisément le risque de solvabilité que présente un emprunteur (Entreprises privées ou publiques, Etats, collectivités locales ...). Elles sont rémunérées par le demandeur de notation.

Asymétrie d'information

Les asymétries de l'information désignent la disparité entre l'information dont dispose le client à la recherche du crédit et les fournisseurs de fonds dont on suppose qu'ils sont habituellement désavantagés. L'asymétrie de l'information peut avoir deux origines : soit du fait qu'un partenaire dispose de plus d'informations que l'autre, soit des coûts d'obtention de l'information.

Base monétaire

Appelée également monnaie banque centrale, elle désigne la monnaie directement émise par la banque centrale qui est à la fois, l'ensemble des billets et pièces en circulation, les facilités de dépôt ainsi que les avoirs détenus par les banques auprès de la banque centrale.

Coût d'opportunité

Egalement appelé coût alternatif est un terme qui désigne la perte de des biens auxquels on renonce en choisissant un bien précis. En d'autres termes, le coût d'opportunité d'une chose se mesure toujours par la valeur de ce à quoi on renonce pour l'obtenir.

Délocalisation

La délocalisation désigne le transfert d'activités, de capitaux et d'emplois d'une entreprise dans un autre lieu afin de bénéficier d'avantages compétitifs, c'est-à-dire de conditions économiques favorables, tels que des salaires plus, meilleur accès aux ressources naturelles etc.

Guerre des monnaies

C'est lorsqu'un pays décide de déprécier sa monnaie par rapport aux autres monnaies des pays partenaires en vue d'avoir un impact favorable sur la compétitivité des produits nationaux, ce qui lui permet également de gagner des parts de marché non seulement à l'étranger mais aussi sur le marché intérieur.

Hedge-Funds

Les hedge funds, contrairement à leur nom qui signifie couverture, sont des fonds d'investissement non cotés à vocation spéculative, recherchant des rentabilités élevées en utilisant abondamment les produits dérivés, en particuliers les options.

Nouvelle économie

La nouvelle économie désigne l'ensemble des changements induits par l'utilisation des nouvelles technologies dans le développement économique, en recouvrant l'émergence de nouveaux acteurs (les start-up) se fondant sur l'innovation technologique, nouveaux modes de communication et de nouveaux canaux de distribution.

Opération Twist

C'est une opération qui consiste à vendre des titres de court terme pour acheter l'équivalent de titres ayant une maturité plus longue. Ce faisant, la BC va baisser les taux longs.

Politique monétaire expansionniste

La situation dans laquelle la BC dans le but d'influer sur la conjoncture économique ou de relancer l'économie, vise à augmenter la masse monétaire à travers la baisse de ses taux directeurs, ainsi les banques commerciales vont pouvoir s'approvisionner de la liquidité.

Politique monétaire restrictive

C'est lorsque la BC augmente les taux d'intérêt, le taux de réserves obligatoires et effectue des opérations d'open market, d'où l'objectif est de résoudre le problème de l'inflation et garantir le taux de change, ainsi que de restaurer la confiance des agents économiques et financiers dans la monnaie et dans la solidité de l'économie.

Primary Dealers (spécialiste en valeurs du Trésor)

Désigne l'ensemble d'institutions financières habilitées à faire directement des transactions avec l'Agence du Trésor dans la gestion de la dette publique. Ces institutions assurent la liquidité du marché des valeurs du Trésor à travers l'achat et la vente des titres émis par l'état à l'intérieur d'une fourchette de prix.

Prime de risque

La prime de risque d'un marché financier mesure l'écart de rentabilité attendue entre le marché dans sa totalité et l'actif sans risque (l'obligation d'Etat). Elle peut désigner également une compensation salariale dont peut bénéficier un salarié lorsqu'il effectue des travaux ou des missions présentant des risques.

Rationnement de crédit (Credit crunch)

D'après STIGLITZ et WEISS, il y a rationnement de crédit lorsque l'emprunteur est disposé à accepter les conditions de prêt établies par le prêteur même si celui-ci *disposant de ressources suffisantes* et que le prêt lui est toutefois refusé.

Relocalisation

La relocalisation représente le retour dans le pays d'origine d'une unité de production, d'assemblage ou de montage, antérieurement délocalisée sous diverses formes dans les pays à faibles coûts salariaux.

Subprimes

Désigne des emprunts plus risqués accordés à des emprunteurs moins fiables en exigeant en compensation un taux d'intérêt plus élevé.

Taux directeur

Le taux directeur est le taux d'intérêt fixé par une Banque centrale (d'un pays ou d'une union monétaire), auquel cette banque centrale accorde des crédits à court terme aux banques commerciales.

Trappe à liquidité

Un phénomène keynésien où les politiques monétaires des BC deviennent inefficaces afin de relancer une économie guettée par la récession. Dans cette situation, malgré les mesures visant à augmenter la masse monétaire par l'injection de la liquidité dans le circuit économique, les agents préfèrent détenir de la liquidité plutôt que d'investir car les taux d'intérêt sont à un niveau très bas.

Table des matières

Remerciement.....	i
Dédicace.....	ii
Résumé.....	iii
Liste des tableaux.....	iv
Liste des figures.....	v
Liste des abréviations.....	vi
Sommaire.....	viii
Introduction.....	2
Chapitre I : Le mécanisme de la politique monétaire et la notion de stabilité des marchés financiers.....	6
Section 1 : Approche théorique et conceptuelle de la politique monétaire.....	6
1.1 Evolution et fondements théorique de la politique monétaire.....	6
1.1.1 Evolution de la politique monétaire.....	6
1.1.2 Les fondements théoriques des politiques monétaires.....	8
1.2 Définitions et objectifs de la politique monétaire.....	10
1.2.1 Définitions de la politique monétaire.....	10
1.2.2 Les objectifs de la politique monétaire.....	11
1.2.2.1 Les objectifs quantitatifs.....	11
1.2.2.2 Les objectifs de taux d'intérêt.....	11
1.2.2.3 Les objectifs de change.....	11
1.3 Les instruments de la politique monétaire.....	12
1.3.1 Les instruments conventionnels.....	12
1.3.1.1 L'opération de réescompte.....	12
1.3.1.2 L'opération d'open market.....	12
1.3.1.3 L'encadrement du crédit.....	13
1.3.1.4 Les réserves obligatoires.....	13
1.3.2 Les instruments non conventionnels.....	13
1.4 Les canaux de transmission de la politique monétaire.....	14
1.4.1 Le canal des taux d'intérêt.....	15
1.4.2 Le canal du crédit.....	17
1.4.3 Le canal des prix d'autres actifs.....	18

1.4.3.1 Le canal du taux de change.....	18
1.4.3.2 Le canal du cours des actions.....	19
Section 2 : La notion de stabilité des marchés financiers.....	20
2.1 Les déterminants de la stabilité financière.....	21
2.1.1 Un cadre macroéconomique sain.....	21
2.1.2 La stabilité des institutions financières et des marchés.....	21
2.1.3 Les système de règlements et de livraisons de titres.....	22
2.2 Les causes de l'instabilité financière.....	23
2.3 Le rôle des banques centrales dans la stabilité financière.....	25
Section 3 : La politique monétaire dans un marché globalisé.....	27
3.1 La libéralisation des marchés financiers.....	27
3.2 L'adaptation de la politique monétaire au changement.....	30
3.2.1 La mesure de la quantité de monnaie a fait l'objet d'adaptations incessantes.....	30
3.2.2 L'abandon des méthodes quantitatives de politique monétaire pour des politiques de marché.....	30
3.2.3 La politique monétaire comme référence majeure des marchés.....	31
3.2.4 Le développement des nouvelles technologies et la conduite de la politique monétaire.....	31
3.3 Les limites de la politique monétaire dans le contexte de la mondialisation.....	32
3.3.1 L'élaboration de la politique monétaire a été rendue plus complexe avec la globalisation.....	33
3.3.2 La contrainte du comportement des agents économiques.....	33
3.3.3 Les incertitudes liées au mécanisme de transmission.....	34
3.3.4 Les contraintes externes.....	34
Conclusion.....	35
Chapitre II : Les politiques monétaires non conventionnelles ; quelques points de repère.....	37
Section 1 : Les mesures de la PMNC.....	38
1.1 Définitions et caractéristiques des PMNC.....	38
1.1.1 Particularité des politiques non conventionnelles.....	39
1.1.1.1 Complémentarité ou substituabilité à la politique de taux.....	40
1.1.1.2 Les politiques non conventionnelles ou une forme de création monétaire.....	40
1.2 Le guidage de taux d'intérêt (Forward Guidance)	40
1.3 Les politiques d'assouplissement.....	42

1.3.1 L'assouplissement qualitatif (Credit Easing)	42
1.3.2 L'assouplissement qualitatif (Quantitative Easing)	43
Section 2 : Les canaux de transmission et les effets de la PMNC.....	45
2.1 Les canaux de transmission de la PMNC.....	45
2.1.1 Le canal des anticipations.....	45
2.1.2 Le canal du prix des actifs.....	46
2.1.3 Le canal du taux de change.....	47
2.2 Les effets et les risques de la PMNC.....	48
2.2.1 Les effets de la PMNC.....	49
2.2.1.1 Détermination de l'effet par une étude d'événement.....	49
2.2.1.2 Le modèle structure par terme.....	49
2.2.2 Les risques de la PMNC.....	50
Section 3 : Les PMNC et la création des bulles spéculatives.....	52
3.1 La formation de bulles.....	52
3.1.1 Les étapes de la formation d'une bulle spéculative.....	52
3.1.2 Les types des bulles spéculatives.....	54
3.2 Les incitations des BC à laisser gonfler les bulles.....	55
3.3 Les bulles des prix d'actifs et la politique monétaire.....	57
3.3.1 La détection de la formation des bulles.....	57
3.3.2 L'éclatement des bulles.....	57
3.3.3 La réaction de la politique monétaire aux bulles spéculatives.....	58
Conclusion.....	59
Chapitre III : La politique monétaire américaine et la stabilité des marchés financiers face à la crise des subprimes.....	61
Section 1 : Présentation de la FED, son organisation et actions de politique monétaire.....	61
1.1 Présentation et organisation de la FED.....	62
1.1.1 Historique.....	62
1.1.2 La structure de la FED.....	63
1.1.2.1 Le Conseil des Gouverneurs.....	64
1.1.2.2 Le comité fédéral d'open market (FOMC)	64
1.1.2.3 Les banques réserves fédérales régionales.....	65

1.2 La politique monétaire de la réserve fédérale.....	67
1.2.1 Une inflation basse et stable.....	67
1.2.2 Un emploi maximum.....	68
Section 2 : La crise des subprimes : origines et mécanismes de propagation.....	70
2.1 La genèse de la crise.....	70
2.1.1 Le marché des crédits subprimes américain.....	70
2.1.2 L'expansion du marché des crédits hypothécaires subprimes.....	71
2.1.2.1 La bulle immobilière et l'abondance monétaire.....	72
2.1.2.2 Les restrictions à l'accès aux crédits classiques.....	73
2.1.2.3 La titrisation.....	73
2.2 L'effet de contagion et les mécanismes de propagation de la crise.....	74
2.2.1 L'effet de contagion.....	74
2.2.1.1 La contagion dans le système bancaire.....	74
2.2.1.2. La contagion dans les marchés financiers.....	74
2.2.1.3 La contagion à la sphère réelle de l'économie.....	75
2.2.2 La propagation de la crise.....	75
2.3 Les conséquences de la crise.....	76
Section 3 : L'effet de l'intervention de la FED sur la stabilité des marchés financiers... 	80
3.1 L'intervention du gouvernement américain.....	80
3.2 La politique menée par la FED face à la crise.....	81
3.2.1 La politique accommodante	82
3.2.2 Le sauvetage des institutions financières.....	84
3.2.3 Les politiques d'assouplissement.....	85
3.2.3.1 L'assouplissement qualitatif (Credit Easing)	85
3.2.3.2 L'assouplissement quantitatif (Quantitative Easing)	88
3.3 L'effet des politiques menées par la FED.....	89
Conclusion.....	94
Conclusion générale.....	97
Bibliographie.....	100
Glossaire.....	104
Table des matières.....	107