

**REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE
MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA
RECHERCHE SCIENTIFIQUE
UNIVERSITE MOULOU D MAMMERI DE TIZI-OUZOU**

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

DEPARTEMENT DES SCIENCES ECONOMIQUES

***Mémoire*
En vue de l'obtention du diplôme
de Magister en Sciences Économiques
Option : Monnaie Finance Banque**

Thème

**La politique monétaire de la
Banque Centrale Européenne
face à la crise des subprimes**

**Dirigé par
Mr. AMMOUR Benhalima**

**Réalisé par
Mr. KADIR Nassim**

Devant le jury composé de :

Présidente : Melle. BOUZAR Chabha, Professeur, UMMTO.

Rapporteur : Mr. AMMOUR Benhalima, Professeur, U/ Alger.

Examineurs : Mr. BENNOUR Abdelhafid, Maître de Conférences « A », ESC-Alger.
Mr. OUALIKENE Selim, Maître de Conférences « A », UMMTO.

Remerciements

Je tiens à remercier mon directeur de recherche, Monsieur AMMOUR Benhalima, professeur à l'université Alger 3, pour son encadrement et ses conseils précieux tout au long de la réalisation de ce travail.

Je tiens également à remercier tous les membres de jury de soutenance qui ont bien voulu se donner la peine pour juger ce modeste travail.

Que tous ceux qui m'ont aidé de près ou de loin, trouvent ici, l'expression de ma sincère reconnaissance.

Liste des abréviations

FMI : Fonds Monétaire International

FESF : Fonds Européen de Stabilité Financière

BCE : Banque Centrale Européenne

BNC : Banque Centrale Nationale

BNS : Banque Nationale Suisse

CDS : Crédit Default Swaps (produits d'assurance contre le risque de défaut des États).

C.E.E : Communauté Économique Européenne

A.M.E : Accord Monétaire Européen

U.E.P : Union européenne des paiements

UEM : Union économique et monétaire

CGBC : Comité des Gouverneurs des Banques Centrales

FED : Réserve Fédérale Américaine

E.C.U: European Currency Unit

I.M.E : Institution Monétaire Européen

BRI : Banque de Règlement Intérieur

OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Économique

IPCH : indice des prix à la consommation harmonisé

MBS: Mortgage-Backed Securities

ABS: Asset-Backed Securities

CDO: Collateralized Debt Obligations

CBPP: Covered bond purchase programme

UE: Union Européenne

SMP: Securities Markets Program

SPV: Special Purpose Vehicles

Sommaire

Introduction générale.....	5
Partie1 : les fondements théoriques des politiques monétaires.....	9
Introduction à la partie I.....	9
Chapitre I: Les approches théoriques de la monnaie.....	10
Introduction du chapitre I.....	10
Section 1 : La notion de la monnaie	11
Section 2: Les conceptions théoriques de la monnaie	24
Conclusion du chapitre I.....	41
Chapitre II : Les fondements théoriques des politiques monétaires.....	43
Introduction du chapitre II	43
Section 1 : Le cadre conceptuel et théorique de la politique monétaire.....	43
Section 2 : Les fondements théoriques de la politique monétaire	56
Conclusion chapitre II.....	83
Conclusion de la partie I.....	84
Partie II : la conduite de la politique monétaire par la BCE face à la crise des subprimes.....	85
Introduction à la partie II.....	85
Chapitre I : Les fondements théoriques de la politique monétaire de la BCE.....	86
Introduction du chapitre I	86
Section1 : Les fondements juridiques, institutionnels et organisationnels de la BCE.....	86
Section 2 : La politique monétaire de la BCE.....	97
Conclusion du chapitre I	110
Chapitre II: La politique monétaire de la BCE face à la crise des subprimes.....	111
Introduction au chapitre II.....	111
Section 1 : La crise financière des subprimes	111
Section 2 : La gestion de la crise des subprimes par la Banque Centrale Européenne.....	125
Conclusion du chapitre II.....	142
Conclusion de la partie II.....	143
Conclusion générale	144
Références bibliographiques	146
Listes des tableaux, figures et graphiques.....	152
Table des matières	154

Introduction générale

L'économie mondiale a connu, depuis la fin des années 1970, de profondes transformations. Les marchés financiers ont subi des mutations de grande ampleur qui ont induit l'intensification des mouvements des flux financiers au niveau mondiale facilitée par les innovations technologiques et informatiques.

En effet, la globalisation financière qui « correspond à un processus d'interconnexion des marchés des capitaux au niveau national et international, conduisant à l'émergence d'un marché unifié des capitaux »¹ constitue une dimension cruciale à l'origine de ces transformations. Elle a décloisonné les marchés financiers, libéralisé les mouvements de capitaux et mondialisé la finance.

Sous l'effet de ses mutations, l'économie mondiale est secouée par des crises financières déstabilisant presque, sans interruption, l'économie mondiale. Elles ont été fréquentes et profondes pour les pays les plus récemment intégrés aux mouvements financiers internationaux. Elles ont pris les formes de crise de change, de crise bancaire, de crise boursière et de crise de dette souveraine². Celles-ci ont été provoquées à la fois, par la libéralisation financière, la faiblesse des systèmes bancaires et la volatilité des mouvements de capitaux internationaux.

La première crise financière qui a marqué le 20^{ème} siècle est la crise de 1929. Les causes principales de cette dernière ont été attribuées, par certains, au dysfonctionnement du système international. Elle s'est étendue au monde par le biais de trois facteurs principaux qui sont l'interdépendance des banques internationales, le cercle vicieux du protectionnisme, et la crise de confiance³. Cette crise a été suivie par d'autres crises financières depuis la fin des années 1980 et qui ont d'abord frappé les pays dits émergents pour toucher les puissances de la triade (Japon, États-Unis, Europe).

La crise mexicaine à la fin des années 1994 et au début de 1995, ouvre ce cycle de crise. Elle est suivie deux ans plus tard, en juillet 1997, par la crise Thaïlandaise qui se propage dans une large partie de l'Asie en 1997 et 1998, frappe la Corée, la Malaisie, l'Indonésie et les

¹ L.P.Marie, « Crises financières internationales et risque systémique », Ed De Boeck, Bruxelles, 2003, P36.

² R. Boyer, M. Dehve et D. Plihon, « Les crises financières », Conseil d'Analyse Économique, Paris, 2004, P13.

³ B. Robert, D D.Mariot et P.Dominique, « Crises financières », Ed Economica, Paris, 2001, P 63.

Philippines. En août 1998, c'est au tour de la Russie et, de sa crise qui déstabilise le Brésil à la fin de 1998 et au début de 1999. La Turquie entre en crise à la fin de 2000, l'Argentine en 2001 puis le Brésil à nouveau en 2002. Pour autant, les puissances de la triade (Japon, États-Unis, l'Europe) ne sont pas épargnées. Depuis les années 2000, ces pays ont affronté une des plus grandes crises boursières depuis la grande dépression de 1929.

Ces crises financières se sont traduites par la chute spectaculaire des valeurs monétaires et boursières. Elles ont eu le plus souvent des effets économiques et sociales très importantes : contraction de l'activité réelle, faillite des entreprises et banques, accroissement du chômage et aggravation de la pauvreté. Elles ont été, en outre, source d'instabilité du système financier international.

Les retombées négatives des crises sur l'économie ont rendu incontournable une réflexion sur les moyens et les dispositifs à mettre en œuvre pour juguler ces crises. Ainsi, des institutions et des pratiques modernes se sont développées telles que le rôle des Banques Centrale comme « prêteur en dernier ressort », la mise en place d'un système de garantie des dépôts, les normes prudentielles et réglementaires et les mécanismes financiers internationaux, notamment le Fond Monétaire International (FMI), la Banque des Règlements Internationaux (BRI).

Les crises financières n'ont pas disparus avec ce nouveau siècle. Cela s'est traduit, en 2007, par une importante crise boursière nommée la « crise des subprimes » considérée comme l'une des crises les plus importantes qu'a connu la sphère financière depuis la fin de la seconde guerre mondiale. Elle s'est déclarée aux États-Unis sur le marché des prêts hypothécaires pour s'étendre à l'ensemble des marchés financiers et a fini par atteindre l'économie réelle.

Cette crise, en raison à la fois de son ampleur, son effet de contagion dans les marchés financiers et ses retombées sur la sphère réelle a nécessité l'intervention des autorités monétaires européennes en l'occurrence la Banque Centrale Européenne pour endiguer cette crise à travers la politique monétaire qu'elle a conduite.

Notre problématique repose sur la question fondamentale suivante : **La politique monétaire de la Banque Centrale Européenne a-t-elle permis de juguler les conséquences de la crise des « subprimes » ?**

Pour répondre à cette question, trois hypothèses seront retenues :

- La politique monétaire des pays membres de la Communauté Économique Européenne (CEE) est définie par la Banque Centrale Européenne ;
- La politique monétaire de la Banque Centrale Européenne est d'inspiration monétariste;
- La politique monétaire de la Banque Centrale Européenne vise un double objectif : la stabilité des prix et la croissance.

Le choix du thème : « La politique de la Banque Centrale Européenne face à la crise des subprimes » est dicté par plusieurs raisons :

- Premièrement, il s'inscrit dans le cadre général de l'économie monétaire, bancaire et financière, objet principal de notre formation ;
- Deuxièmement, il s'agit d'un thème d'actualité.

Ce thème revêt un intérêt particulier dans la mesure où il permet, d'une part, de jauger l'efficacité de l'approche monétariste dans le traitement des crises financières et, d'autre part, la compréhension et l'analyse de la conduite de la politique monétaire dans une situation de crise financière.

Pour mener ce travail, nous avons structuré notre thème en deux parties. La première porte sur « Les fondements théoriques de la politique monétaire ». Dans cette partie, nous comptons étudier les fondements théoriques de la politique monétaire à travers les grands courants de la pensée économique. Cette partie est divisée en deux chapitres. Le premier chapitre élucidera la position des uns et des autres sur la place et le rôle de la monnaie dans l'économie. Le deuxième chapitre sera consacré à la présentation de la place et du rôle de la politique monétaire à travers le temps.

La seconde partie de notre travail porte sur « La conduite de la politique monétaire, par la Banque Centrale Européenne face à la crise des subprimes ». Cette partie est divisée en deux chapitres. Le premier sera consacré à la présentation du cadre opérationnel de la

politique monétaire de la Banque Centrale Européenne. Le second chapitre sera consacré à l'analyse de la mise en œuvre de cette politique, par la Banque Centrale Européenne face à la crise des « subprimes ».

Introduction de la partie I

L'étude de la monnaie à travers les théories économiques se structure autour de deux grandes interprétations opposées. La première interprétation considère la monnaie exclusivement comme intermédiaire des échanges. Elle est simplement l'instrument qui permet de faciliter la circulation des marchandises. Elle n'a pas d'influence sur la sphère économique. En ce sens, elle est neutre. La seconde interprétation s'oppose fortement à la première. Loin de considérer que la monnaie est insignifiante, elle voit, en elle, un instrument actif, au sens qu'elle exerce une influence significative sur la sphère économique. Cette vision de la monnaie ne pourrait être appréhendée que par un retour à l'histoire de la pensée économique.

Pour cela, nous subdivisons cette première partie en deux chapitres. Le premier chapitre sera consacré à examiner la position des grandes écoles de la pensée économique sur la place et le rôle de la monnaie dans la sphère économique. Nous mettrons l'accent sur la notion de la monnaie d'une part (section 1). D'autre part, nous verrons les conceptions théoriques de la monnaie (section 2). Dans le deuxième chapitre, nous nous intéresserons à l'étude de la place et du rôle de la politique monétaire à travers l'histoire de la pensée économique. Nous présenterons ce qu'est la politique monétaire (section 1). Par la suite nous verrons la position de chaque école de pensée sur la place et le rôle de la politique monétaire (Section 2).

Chapitre 1: Les approches théoriques de la monnaie

Introduction du chapitre

La monnaie est l'un des instruments les plus utilisés dans notre vie quotidienne. Elle permet d'organiser efficacement les échanges au sein des sociétés. Au cours de l'histoire, elle a pris diverses formes. Initialement, la monnaie était un objet ou une marchandise. Elle a pris par la suite la forme de métal précieux (or et argent) puis de billets de banque. Actuellement, la monnaie se présente sous forme d'écriture inscrite sur des comptes à vue ouverts auprès des banques.

L'analyse économique de la monnaie a fait l'objet, depuis longtemps, de débats et de controverses intenses, entre les principaux courants de la pensée économique, à savoir les classiques, les néoclassiques et les keynésiennes sur sa nature d'une part, et de son influence sur l'activité économique, d'autre part.

En effet, l'approche classique considère la monnaie comme un instrument d'échange et ne fait pas l'objet d'une demande pour elle-même mais pour les transactions qu'elle permet. De plus, elle n'a pas d'influence sur l'activité économique. Son incidence se limite uniquement sur le niveau général des prix. De ce fait, la monnaie est considérée comme neutre au sens qu'elle n'influence pas les variables réelles de l'économie. Cette vision se retrouve dans la théorie quantitative de la monnaie.

En revanche, l'approche keynésienne vient contester la vision traditionnelle de la théorie quantitative de la monnaie. Selon cette approche, la monnaie peut être demandée pour elle-même, elle n'est pas détenue uniquement pour faire des transactions. Elle est également un instrument de réserve de valeur. Elle est active, au sens qu'elle exerce une influence significative sur la sphère économique, et de ce fait elle n'est pas neutre.

Ainsi, d'autres approches ont apporté des idées nouvelles sur le rôle de la monnaie dans l'économie. L'école monétariste et la nouvelle école néoclassique constituent les deux nouvelles approches. Pour les monétaristes, la monnaie est considérée comme active sur le court terme, au sens qu'elle exerce un impact significatif sur les variables réelles de l'économie. Sur le long terme elle est neutre. La nouvelle école néoclassique réactualise la thèse de la monnaie voile et nie toute possibilité d'action de la monnaie que ce soit à court terme ou à long terme.

Pour mettre en évidence, dans ce premier chapitre, les éléments d'analyse fournis par la science économique, nous allons, tout d'abord, présenter dans la première section, quelques généralités sur la monnaie, ensuite nous verrons la place et le rôle de la monnaie à travers l'histoire de la pensée économique.

Section 1 : La notion de la monnaie

Avant d'engager l'étude du rôle de la monnaie et de son influence sur l'activité économique chez les grands courants de la pensée économique, il y'a lieu de savoir ce qu'est la monnaie. Pour ce faire, nous essayons, tout d'abord, de comprendre l'origine de son apparition, les formes prises au cours de l'histoire, les fonctions qu'elle remplit et les mécanismes de sa création.

I- La monnaie : origine, définition, fonction et formes.

Dans les sociétés primitives, la forme élémentaire d'échange était basée sur le troc. Avec le développement des échanges, le troc a révélé ses limites. Pour rompre avec le troc, les sociétés ont fait recours à un moyen de paiement unique et accepté par tous, c'est ce qu'on appelle la monnaie.

I-1-L'origine du terme monnaie

Étymologiquement, le terme français de « monnaie » vient du mot latin « moneta », qui peut se traduire par « celle qui averti » ou encore « celle qui donne son avis ». Ce surnom a été donné à la déesse « Junon monéta » dont son rôle d'annoncer les événements à venir et d'avertir les romains de toute attaque. Au cours de cette période, les Romains avaient installé des ateliers destinés à frapper des pièces de monnaie désignées par « moneta » pour servir dans leurs échanges.

I-2- Les raisons d'apparition de la monnaie

A l'origine, dans les sociétés primitives, la seule forme d'échange concevable était le troc. Il s'agit d'une opération d'échange d'une marchandise contre une autre marchandise. Autrement dit, si une personne veut se procurer un bien, il doit offrir en contrepartie un autre bien. Cette forme d'échange présente une série d'obstacles qui ont fini par limiter son usage. Ces obstacles sont liés selon P. Narassiguin⁴ à la double coïncidence des désirs, aux temps de recherche pour réaliser les échanges et aux calculs de la valeur relative des biens.

En effet, le problème de la double coïncidence des désirs implique des coûts de transactions et d'attente. Les coûts de transactions sont engendrés directement par le déplacement de l'individu qui souhaite réaliser les échanges ainsi que les coûts liés au temps

⁴ P. Narassiguin, « Monnaie : Banques et Banques Centrales dans la zone euro », Ed De Boeck, Paris, 2004, P15-16.

et aux efforts requis pour réaliser la double coïncidence. Les coûts liés à l'attente comprennent les coûts subjectifs que les agents subissent pour satisfaire leurs besoins d'échanges tant que l'échange n'est pas encore réalisé, et les coûts objectifs renvoient essentiellement aux coûts de stockage, gardiennage, etc.

Ainsi, le temps que l'individu met pour se déplacer en vue de réaliser des échanges est un temps perdu, car pendant ce temps, il ne produit rien et de ce fait, il subit des pertes dont le montant peut être estimé par la valeur de la marchandise qui aurait pu être produite.

En outre, le calcul de la valeur relative des biens implique la détermination d'un rapport d'échange qui va satisfaire les deux contreparties. Or, le calcul des prix n'est possible que si l'offre des produits est limitée. Dans le cas contraire, c'est-à-dire, dans une économie avec des produits multiples et différenciés, le calcul des prix est impossible.

Enfin, pour toutes ces limites, les sociétés humaines ont adopté un étalon de référence capable de mesurer et de comparer facilement les prix d'échange des marchandises et des services et de reporter leurs capacités d'achat dans le temps. Cet étalon s'est imposé comme intermédiaire des échanges. Il s'agit de la monnaie.

I-3- La définition de la monnaie

La monnaie recouvre une notion extrêmement complexe à définir. C'est pourquoi, nous citons ci-dessous quelques définitions tirées des différents ouvrages :

Selon P. Jaffré, la monnaie est « l'invention qui a mis fin au troc et a permis le développement des échanges et de l'économie marchande »⁵.

Pour R. Reneau, la monnaie est définie comme « l'ensemble des moyens de paiements utilisables pour effectuer tous les règlements sur l'étendue d'un territoire »⁶.

D'après F. Renversez, la monnaie peut être définie comme « une créance sur les banques »⁷.

Enfin, M. Ruimy définit la monnaie comme « un instrument d'échange qui permet l'achat immédiat de tous les biens, services et titres, sans coût de transaction ni coût de recherche et qui conserve la valeur entre deux échanges »⁸.

I-4- Les fonctions de la monnaie

⁵ P. Jaffré, « Monnaie et politique monétaire », Ed, Economica, Paris, 4^{ème} Ed, 1996, P8.

⁶ R. Reneau, « Les Institutions Financières Françaises », Ed Revue Banque, 2^{ème} Ed, 1982, P14, cité par A. Benhalima, « Monnaie et régulation monétaire », Ed Dahlab, 1997, P4.

⁷ F. Renversez, « Éléments d'analyse monétaire », Ed Dalloz, Paris, 1998, P23, cité par A. Benhalima, op. Cit, P5.

⁸ M. Ruimy, « Économie monétaire », Ed Ellipses, Paris, 2004, P23.

La théorie économique attribue à la monnaie trois fonctions principales : une fonction d'intermédiaire d'échange ou de moyen de paiement, une fonction de réserve de valeur ou d'unité de compte et enfin une fonction d'unité de compte.

I-4-1- La monnaie unité de compte

Pour cette première fonction, la monnaie est considérée comme étalon de valeur ou d'unité de compte «grâce à laquelle les prix individuels des différents biens et les transactions sont évalués dans un langage chiffré commun à tous les membres de la communauté de paiement considérée »⁹.

En effet, le troc ne permet pas de déterminer la valeur d'une marchandise par rapport à une autre marchandise, mais avec cette fonction, il devient possible de mesurer la valeur des différents biens.

Enfin, le recours à une telle unité de compte permet de faciliter l'échange, simplifier le système des prix et le développement des transactions.

I-4-2- La monnaie intermédiaire des échanges

La deuxième fonction que les économistes attribuent à la monnaie est celle de moyen de paiement ou d'intermédiaire des échanges. Cette fonction fondamentale de la monnaie prend son origine dans les contraintes inhérentes au troc, notamment celles ayant trait à la double coïncidence des besoins qui impose que chacun des échangistes désire le bien détenu par l'autre et les problèmes de détermination des termes d'échanges et l'indivisibilité de certains biens.

Dès lors, l'intervention de la monnaie permet de faciliter considérablement les échanges en ce sens qu'elle décompose chaque transaction en deux opérations successives : une vente et un achat. De la sorte, dans une économie monétaire, celui qui détient un bien et souhaite le vendre, va pouvoir céder ce bien contre une certaine quantité de monnaie qui en constitue le prix. Avec la monnaie obtenue, cette personne pourra, par la suite, acquérir d'autres biens.

Enfin la monnaie constitue un véritable moyen de paiement dans presque toutes les transactions. Elle permet d'acquérir n'importe quel bien ou service y compris le travail humain et ainsi que le règlement d'une dette dans l'immédiat.

⁹ M. Bassoniu et A. Beitone , « Monnaie théories et politiques », Ed Sirey, 2^{ème} Ed, Paris, 1997, P8.

I-4-3- La monnaie réserve de valeur

La troisième fonction attribuée à la monnaie est celle de réserve de valeur. Elle est conservée pour réaliser un achat à un moment futur et la possibilité de transférer du pouvoir d'achat d'une période à une autre. De ce fait, elle « devient l'instrument par excellence grâce auquel l'homme aménage ses décisions par rapport au présent, au passé, à l'avenir; elle lui confère un pouvoir de rétention, un pouvoir qui s'étale dans le temps et qui s'exerce au moment le plus opportun »¹⁰.

I-5-Les formes de la monnaie et leurs évolutions historiques

La monnaie a pris au cours du temps des formes diverses. Initialement elle a pris la forme de marchandise, elle a ensuite pris la forme de monnaie métallique. Actuellement, la monnaie existe sous trois formes : la monnaie papier, la monnaie scripturale et enfin la monnaie électronique.

I-5-1- La monnaie marchandise

Les premières formes de monnaie étaient des objets qui tirent leur valeur de leur emploi sous forme de marchandise d'où l'appellation de monnaie marchandise. L'instrument de paiement est un objet comme les bestiaux en Grèce et à Rome, les blocs de thé au Tibet, le sel, coquillage, hachettes de cuivre, etc. Cependant, le recours à la monnaie marchandise a fini par révéler des problèmes de transport, d'encombrement et de durée de conservation (la monnaie marchandise est aisément périssable et non homogène).

Pour remédier à ces limites, les sociétés ont eu recours à un instrument non périssable, homogène et permet d'obtenir une grande valeur sous un faible volume. Cet instrument a permis le passage à une autre forme de monnaie qui est la « monnaie métallique ».

I-5-2- la monnaie métallique

Les biens constituant la monnaie marchandise ont été rapidement remplacés par des métaux constituant la monnaie métallique tels que le cuivre, le fer et le bronze. Ces derniers ont été remplacés par la suite par des métaux précieux car selon Léon Walras¹¹, ceux-ci ont une utilité universelle, des qualités uniformes, indestructibles et divisibles à l'infini. Enfin, ils

¹⁰ M. Bassoniu et A. Beitone, op. Cit, P10.

¹¹ L. Walras, « Élément d'économie politique pure », Ed Economica, 1^{ère} Ed, Paris, 1874, P549-551, cité par G. Jacoud, « L'Europe monétaire » Ed Armand Colin, Paris, 2006, P10.

contiennent une grande valeur sous un petit volume, d'où il suit qu'ils sont très facilement et très économiquement transportables.

Les métaux précieux ont subi de nombreuses modifications dans leur utilisation comme monnaie. Au départ, l'or et l'argent circulaient sous forme de lingots, sans poids et formes déterminés et ils doivent être pesés lors de chaque transaction et paiement. Il s'agit de la monnaie métallique pesée. Ensuite, les lingots ont pris une forme et un poids déterminé, ce qui a donné naissance aux pièces métalliques. Celles-ci présentent l'avantage de posséder une valeur intrinsèque mais elles présentent l'inconvénient d'être falsifiées facilement par la modification de son poids et de remplacer une partie du contenu d'or et d'argent par un métal de moindre valeur. Enfin, les pièces furent frappées par les autorités religieuses garantissant la valeur des pièces, c'est-à-dire le poids et la contenance du métal précieux sur chaque lingot.

La circulation de métaux précieux est basée sur un rapport fixe entre les deux métaux. En d'autres termes, les pays définissent la valeur de leur monnaie relativement à un poids d'or et d'argent par l'imposition d'un rapport fixe entre la quantité de métal précieux et l'unité monétaire. Ce système qualifié du bimétallisme a fonctionné durant toute la première moitié du XIX^e siècle mais à partir de la seconde moitié du XIX^e siècle, ce système fait apparaître des inconvénients.

En effet, une découverte des mines d'or a fait que la quantité d'or sur le marché s'accroît, ce qui se traduit par une dépréciation de l'or par rapport à l'argent. Par conséquent, les agents gardent, pour eux même, la bonne monnaie (la monnaie dont la valeur s'est appréciée par rapport à l'autre) et n'utilisent dans les paiements que la mauvaise. Cette situation est connue par la loi Gresham : « lorsque deux monnaies circulent dans un pays, la mauvaise a tendance à chasser la bonne »¹².

De plus, ces découvertes minières font modifier le rapport commercial des métaux précieux entre les pays par rapport à celui qui est officiel. Une telle situation fait apparaître des écarts qui vont entraîner des comportements de spéculation. Tous ces inconvénients ont fait que ce système soit remplacé à partir de la fin du XVIII^e par un système monométallisme, ou un seul métal détermine la valeur de la monnaie : il s'agit de l'or. Dans ce système, toutes les monnaies sont définies en un poids non modifiable d'or.

¹² F. Combe et T. Tacheix, « L'essentiel de la monnaie », Ed Gualino, Paris, 2001, P34.

Enfin, la monnaie métallique a pris fin en 1971 lorsque la convertibilité du dollar en or est abandonnée. Cette date marque la fin de toute référence monétaire au métal précieux. Les pièces de monnaie détenues aujourd'hui pour effectuer les paiements ne sont plus considérées de la monnaie métallique. Elle constitue de la monnaie divisionnaire.

I-5-3- La monnaie fiduciaire

La monnaie fiduciaire est représentée par le papier ou les billets de banque. Ce dernier ne repose plus sur une équivalence avec l'or mais sur la confiance « fiducia » que lui accordent les utilisateurs.

Au départ, le billet de banque a pris la forme d'un certificat (reçu) constatant le dépôt du métal précieux auprès des banques. Ce reçu est utilisé fréquemment pour effectuer des règlements et des transactions. Néanmoins, le billet ne constitue pas une nouvelle forme de monnaie qui s'ajoute à la monnaie métallique. La transmission d'un certificat d'un individu à un autre correspond, en fait, à un transfert de métal précieux. Ensuite, le billet de banque fut réellement créé et mis en circulation à la suite d'une initiative du banquier Suédois Plamstruck qui estime que la banque, en prenant peu de risque, émet un nombre de billets supérieurs à celui correspondant au montant total de dépôts du métal précieux et les porteurs de billets ne viennent pas tous, en même temps, pour demander le remboursement, en métal, de leurs billets.

Cette nouvelle forme de monnaie a pu être acceptée par les individus en raison de la certitude que ceux-ci avaient de pouvoir, à tout moment, convertir les billets en métal. Pour faciliter la circulation du billet de banque, l'État lui confère, par la suite, un cours légal obligeant les créanciers à l'accepter en paiement.

A la suite des événements comme les guerres et les demandes massives de conversion des billets en métal précieux, l'État a instauré le cours forcé, à titre temporaire, obligeant, de ce fait, les détenteurs de billets de ne plus demander le remboursement de leurs billets en or et ainsi dispenser les banques de l'obligation d'assurer la convertibilité et éviter leur faillite.

Enfin, avec la crise de 1929, de nombreux pays se sont heurtés à des problèmes monétaires. Le cours forcé fut restauré et devient définitif. Actuellement, le billet de banque n'est plus convertible en or et détaché du métal précieux. Il devient papier monnaie qui tire sa valeur que du seul fait qu'il est accepté par tous les agents économiques comme moyen de paiement.

I-5-4- La monnaie scripturale

À l'origine, cette forme de monnaie est apparue en Angleterre, au milieu du XIX^e siècle. A cette époque, l'Angleterre a adopté la stricte application de la Currency Sckool, qui avait entraîné des difficultés pour l'économie anglaise qui ne dispose pas de liquidités nécessaires pour assurer son développement. Pour faire face à ce déficit de liquidité, les banquiers ont recouru à de nouveaux instruments de règlement par simples jeux d'écriture, d'où le nom de monnaie scripturale.

Étymologiquement, la monnaie scripturale vient du latin « scriptum » qui signifie écriture. Elle est créée par l'intermédiaire d'écriture comptable dans les livres des banques. Cette forme de monnaie est représentée par l'ensemble des dépôts à vue auprès des banques commerciales et des comptes chèques postaux (CCP).

La monnaie scripturale permet non seulement de remplacer une quantité de monnaie papier, mais donne aussi la possibilité pour les banques commerciales d'accroître la quantité de monnaie existant au sein de l'économie lorsque celles-ci accordent des crédits. Sa mise en circulation entre les agents économiques se fait à l'aide de divers instruments utilisés à nos jours et qui sont: le chèque, le virement bancaire, la carte bancaire, etc.

Enfin, la monnaie scripturale est l'un des instruments les plus utilisés par les agents économiques et cela s'explique par ses avantages par rapport à la monnaie métallique et fiduciaire. Elle permet le règlement des échanges entre les agents économiques sans déplacement physique, offre des garanties contre le vol et la perte, constitue des écritures comptables fiables et source de preuve en cas de contestation. Le développement récent de l'informatique (Internet), de l'électronique, de l'automatisation a entraîné l'émergence de nouveaux modes de paiement électroniques appelé monnaie électronique.

I-5-5-La monnaie électronique

Selon F.Georges, la monnaie électronique est « un substitut électronique des pièces et billets de banques qui est stocké sur un support électronique tel que une carte à puce ou une mémoire d'ordinateur et qui est généralement destiné à effectuer des paiements électroniques de montants illimités »¹³.

En effet, grâce aux outils informatiques, la monnaie s'est davantage virtualisée, de sorte que les jeux d'écriture ne sont plus inscrits sur des supports papier (la monnaie

¹³ F.Georges, «La saisie de la monnaie scripturale », Ed De Boeck, Paris, 2006, P257.

fiduciaire) ou des comptes livret (la monnaie scripturale), mais dans des banques de données informatisées matérialisées par des supports électroniques tels que les cartes à mémoire (dites aussi cartes à puce) dont leur rôle est de stocker les valeurs monétaires. Les cartes bancaires constituent l'exemple de la monnaie électronique.

I-6-La mesure de la monnaie en circulation

La mesure du volume de monnaie en circulation dans un pays relève de la mission des autorités monétaires. Celles-ci s'appuient sur des indicateurs statistiques établis en fonction du degré de liquidité des actifs. Ces agrégats monétaires sont en nombre de trois : l'agrégat M_1 , l'agrégat M_2 et l'agrégat M_3 .

I-6-1-Définition des agrégats monétaires

Selon F. Combe et T. Tacheix, les agrégats monétaires sont définis comme « des indicateurs statistiques reflétant la capacité de dépense des agents non financiers résidents. Ils regroupent les moyens de paiement de ces agents et, parmi leurs placements financiers, ceux qui peuvent être utilisés en règlement des transactions après conversion rapide et facile en moyens de paiements, sans risque de perte en capital »¹⁴.

I-6-2- La composition des agrégats de la monnaie

Le premier agrégat (M_1) retient uniquement les disponibilités monétaires, c'est à dire l'ensemble des moyens de paiements utilisables directement par des agents non financiers sans aucun coût de transformation. La structure de l'agrégat M_1 fait apparaître la monnaie fiduciaire au sens large (billets et pièces) et la monnaie scripturale (dépôts à vue) auprès des banques, du centre de chèques postaux et du trésor (fonds particuliers).

$$M_1 = \text{la monnaie fiduciaire en circulation} + \text{la monnaie scripturale.}$$

Le second agrégat (M_2) regroupe tous les actifs assimilables à des moyens de paiements. Il est obtenu on ajoutant à M_1 l'ensemble des placements à vue rémunérés qui peuvent être très rapidement convertis en moyens de paiement.

$$M_2 = M_1 + \text{les placements à vue rémunérés.}$$

¹⁴ F. Combe et T. Tacheix, Op. Cit, P46.

Le dernier agrégat (M_3) correspond à la masse monétaire au sens large. Il est obtenu en ajoutant à M_2 l'ensemble des instruments négociables émis par les institutions financières et monétaires. Il s'agit en particulier des titres d'organismes de placement en valeurs mobilières (OPCVM) et les titres de créances négociables (TCN).

$$M_3 = M_2 + \text{les instruments monétaires négociables (OPCVM + TCN)}.$$

L'enjeu des agrégats monétaires est de connaître la capacité de dépense des agents économiques donnée par le montant de leurs avoirs rapidement mobilisables pour acquérir des biens et services. Selon G.Jacoud, cette dépense « aura une influence sur l'activité économique selon l'approche keynésienne et une influence sur les prix dans une perspective monétariste »¹⁵.

II. La création de la monnaie

La création de la monnaie est une opération qui consiste « en la transformation de créances sur les agents non bancaires, sans pouvoir libératoire immédiat sur le marché des biens et services, en moyens de paiement immédiatement utilisables pour effectuer des règlements »¹⁶. Elle se fait entre un agent monétaire, en l'occurrence les établissements de crédits, la banque centrale et le trésor public, d'une part, et un agent non monétaire à savoir les entreprises et les particuliers, d'autre part. La création de la monnaie est réservée exclusivement aux banques de second rang dites banques commerciales, la banque centrale et le trésor public.

II-1-La création de la monnaie par les banques de second rang

La création de la monnaie par les banques de second rang se fait à partir de trois opérations : les opérations de crédits, l'acquisition des devises étrangères, et les concours à l'État.

II-1-1-La création de la monnaie par les opérations de crédits

L'octroi des crédits par les banques commerciales aux agents non financiers constitue une importante source de création de la monnaie. En effet, lorsque la banque accorde des

¹⁵ G.Jacoud, op. Cit, P27.

¹⁶ M.Ruimy, op. Cit, P31.

crédits aux agents non financiers, elle leur permet de disposer immédiatement des moyens de paiement pour effectuer leurs règlements ou leurs dépenses.

Ces moyens de paiements mis à la disposition des agents économiques bénéficiaires sont représentés soit par des billets dont l'émission est assurée par la banque elle-même ou bien sous forme de monnaie scripturale représentée par une inscription au crédit de compte à vue ouvert dans les livres de la banque au nom de ces clients.

Le montant des billets émis par la banque ainsi que les sommes portées dans les comptes à vue sont inscrits au passif du bilan de la banque et la contrepartie de cette monnaie créée est portée à l'actif du bilan bancaire sous une appellation créance sur l'économie.

Le remboursement des crédits entraîne une destruction de la monnaie qui se fait soit par la remise des billets à la banque, soit au moyen de la monnaie scripturale par une inscription au débit du compte de l'emprunteur.

II-1-2-La création de la monnaie par des concours à l'État

Les banques commerciales peuvent accorder des avances ou des concours à l'État pour lui permettre de faire face aux décalages entre ses recettes et dépenses au cours de l'exécution du budget ou pour assurer le financement d'un déficit budgétaire.

Cette création de la monnaie est matérialisée par une inscription au crédit d'un compte que la banque ouvre dans ses livres au nom du trésor public. Ce compte trésor figure au passif du bilan de la banque. En contrepartie, elle inscrit à l'actif du bilan la créance détenue sur l'État sous une appellation créance sur l'État.

Le trésor public va se servir de ces avances qui lui ont été consenties par la banque pour payer les fonctionnaires ou régler les fournisseurs en remettant directement des billets émis par la banque ou bien donner un ordre à la banque pour créditer leurs comptes dans les livres qu'elle détienne. Il y aura destruction de la monnaie une fois que le trésor remboursera les avances que la banque lui a consenties.

II-1-3-La création de la monnaie par acquisition des devises étrangères

Les banques commerciales créent de la monnaie lorsqu'elle se porte acheteuse d'une devise étrangère, c'est-à-dire des titres de créances libellées en monnaie étrangère. Cette opération se traduit par une inscription, au crédit du compte à vue au passif du bilan de la banque du montant de la devise acquise, et en contrepartie, la monnaie créée est portée à l'actif du bilan bancaire sous une appellation extérieure.

II-2-La création de la monnaie par la banque centrale

La banque centrale crée de la monnaie à travers trois types d'opération : l'émission de billets, le refinancement du système bancaire et les opérations sur devises.

L'émission de billets est effectuée par la banque centrale car elle détient le monopole de fabrication. Lorsqu'elle refinance les banques commerciales qui ont besoin de liquidité, elle crée de la monnaie scripturale centrale. Dans ce cas, elle crédite leurs comptes en monnaie centrale en contrepartie de cession des titres publics et privés. Les opérations de devises découlent des transactions internationales sur les marchandises, services et capitaux.

L'ensemble de la monnaie créée par la banque centrale est appelé monnaie banque centrale ou monnaie centrale. Elle est composée des billets de la banque et les avoirs détenus par les banques sur leur compte au niveau de la banque centrale.

II-3-La création de la monnaie par le Trésor Public

Le trésor public crée sa propre monnaie en quantité très faible à travers l'émission de la monnaie divisionnaire. Il peut également créer de la monnaie scripturale. Cette création se fait au profit des administrations publiques et notamment de l'État.

En effet, lorsque le trésor public règle un créancier de l'État ayant un compte CCP, il crédite le compte de ce créancier chez lui. Inversement, lorsque il y'a règlement ou paiement au profit du trésor public, il y'a destruction de la monnaie scripturale.

II-4-Les limites de la création monétaire

Les banques commerciales n'ont pas un pouvoir illimité de créer de la monnaie, dans la mesure où il existe des limites à l'octroi des crédits. Ces limites concernent le besoin des banques en billets et le contrôle de la création monétaire par la banque centrale.

II-4-1- Les besoins des banques en billets

Dans un système à une seule banque, la seule limite à la création de la monnaie, réside dans le fait que les banques commerciales, qui n'ont pas le privilège d'émettre des billets, de faire face au retrait de billets émanant de la clientèle.

En effet, lorsque les crédits accordés par la banques restent en dépôt du système bancaire, il n'y' aura pas de limites de créer de la monnaie par celle-ci. Cependant, lorsque les agents vont demander la conversion d'une partie de leur dépôt à vue en billets, la banque se trouve dans l'obligation d'épuiser dans ses réserves pour faire face à cette demande.

En outre, si ses réserves s'avèrent insuffisantes, la banque commerciale peut s'adresser soit à d'autres banques en excédent de liquidité (sur le marché interbancaire), soit à la banque centrale en dernier ressort.

Enfin, le besoin permanent de liquidité permet à la banque centrale de réguler la création monétaire de la part des banques commerciales, grâce au contrôle de la monnaie centrale. Les banques ne pourront prêter à leurs clients qu'à concurrence de la disponibilité de la monnaie banque centrale qu'elles détiennent pour répondre à leurs besoins en billets.

II-4-2- Le contrôle de la création monétaire par la banque centrale

La banque centrale contrôle indirectement la création monétaire des banques commerciales à travers la politique d'encadrement du crédit et la politique des réserves obligatoires.

II-4-2-1- La politique des réserves obligatoires

La banque centrale peut contrôler la création monétaire des banques commerciales en imposant à celles-ci la détention de réserves obligatoires dans une proportion fixée par rapport aux dépôts.

En effet, si la banque centrale décide d'augmenter le taux de réserve obligatoire, elle réduit la liquidité des banques et les conduit à se refinancer sur le marché monétaire. Comme la demande de monnaie banque centrale augmente, le taux directeur a tendance à s'élever. Si ce dernier est trop élevé, les taux d'intérêts proposés par les banques à leurs clients seront eux aussi élevés, et de ce fait, il y'aura une diminution du crédit et donc baisse de la création monétaire. Inversement, si la banque centrale décide de réduire le taux de réserves obligatoires, les banques vont se retrouver avec des réserves excédentaires qui seront employées pour accorder de nouveaux crédits.

II-4-2-2- La politique d'encadrement du crédit

La politique d'encadrement du crédit désigne la sélectivité sur le crédit par un contingentement de celui-ci. La banque centrale va favoriser le financement d'opérations qu'elle jugera prioritaires (les secteurs d'activité privilégiés tels que l'agriculture, l'industries, le commerce) qui recevront un financement avantageux sous la forme de prêts bonifiés.

Dans ce cas là, la banque centrale impose aux banques commerciales une norme de croissance du volume de leurs crédits. Si une banque dépasse cette norme, elle se trouve sanctionnée par l'obligation de déposer des réserves supplémentaires à la banque centrale.

L'émergence de la monnaie est une étape importante dans l'organisation des échanges monétaire. Elle permet d'éviter le troc et ses contraintes. Au cours de l'histoire, la monnaie fut dématérialisée et elle est passée progressivement d'un support ayant une certaine valeur en soi (or et argent) à un support sans valeur intrinsèque. La monnaie scripturale est un exemple de cette dématérialisation.

Après avoir présenter certaines généralités sur la notion de la monnaie, il y'a lieu de voir notamment comment la monnaie agit et influence l'activité économique. Cette étude fera l'objet de la section qui suit ou nous allons mettre en évidence les fondements et les principes de chacune des écoles de pensée sur la place et le rôle de la monnaie dans l'économie.

Section 2: Les conceptions théoriques de la monnaie

L'histoire des théories monétaires est traversée par des débats. Ces derniers ont été centrés sur la question de savoir si la monnaie a des effets sur la production et l'emploi ou bien n'a-t-elle que des effets nominaux ?

La réponse à cette question a donné naissance à deux visions différentes, d'une part, la vision dichotomique qui considère que la monnaie est neutre, elle n'affecte pas l'activité économique et au contraire elle n'a abouti qu'à développer l'inflation, et d'autre part, la vision intégrative selon laquelle la monnaie participe pleinement aux mécanismes fondamentaux de l'économie et les variables réelles ne peuvent être dissociées des variables monétaires.

Le débat ne s'arrête pas là. D'autres écoles de la pensée économique sont venues avec d'autres arguments. Il s'agit des monétaristes et de la nouvelle école néoclassique. La première école stipule que la monnaie est neutre, à long terme, mais à court terme elle est active. La seconde école considère que la monnaie est impuissante au sens qu'elle est neutre à court terme et à long terme.

Pour mieux appréhender la place et le rôle de la monnaie à travers l'histoire de la pensée économique, il y'a lieu d'examiner, dans la présente section, les fondements et les principes de chacune des écoles de pensée sur la monnaie.

I- La conception classique de la monnaie

L'école classique est née avec Adam Smith à travers son traité sur « la richesse des nations » de 1776 et s'est développée avec David Ricardo, Thomas Robert Malthus, John Stuart Mill et Jean Baptiste Say. Pour les représentants de ce courant, la monnaie est neutre, elle n'a d'effet que sur les prix. Cette conception de neutralité de la monnaie découle de la théorie quantitative de la monnaie.

I-1- La neutralité de la monnaie

Pour les classiques, la monnaie est tout simplement un intermédiaire des échanges. Elle n'est pas demandée pour elle-même que pour ce qu'elle permet d'acquérir. Ainsi, comme l'a écrit Léon Walras « le besoin que l'on a de la monnaie n'est autre chose que le besoin de marchandise qu'on achètera avec cette monnaie »¹⁷. Les agents économiques ne détiennent de la monnaie que pour faire des transactions. De ce fait, les classiques attribuent à la monnaie une fonction purement transactionnelle.

¹⁷ L. Walras, « Théorie de la monnaie », 1883, cité par P. Jaffré, op. Cit, P40.

De plus, la monnaie est considérée comme un voile qui masque la réalité économique des échanges entre biens. Dans ce sens, Jean-Baptiste Say dans son « Traité d'économie politique » écrit que : « l'argent n'est que la voilure de la valeur des produits (....) et l'argent ne joue qu'un rôle passager (...) et il se trouve quand on a toujours payé des produits avec des produits »¹⁸.

Ainsi, la monnaie n'est jamais détenue pour elle-même mais uniquement afin d'acquérir immédiatement des biens. En d'autres termes, la monnaie n'est pas thésaurisée. Lorsque les entreprises produisent et vendent la production, elles distribuent aux agents économiques l'équivalent sous forme de revenu monétaire leurs permettant de racheter la production produite dans une optique de consommation et d'investissement. Ainsi, la thésaurisation n'existe pas chez les classiques.

Pour les classiques, la monnaie n'a pas d'influence sur les variables réelles de l'économie (la production, l'investissement et la consommation). Elle est neutre au regard de l'activité réelle. Les variables monétaires sont neutres quant à leurs effets à long terme sur les variables réelles. Cette approche de neutralité de la monnaie est qualifiée de dichotomique, en ce sens qu'elle sépare la sphère réelle de la sphère monétaire. De ce fait, le rôle de la monnaie se limite uniquement à faciliter les échanges entre les agents et à mesurer la valeur des biens et services produits.

Au total, c'est dans le contexte de neutralité monétaire que les classiques ont inspiré la théorie quantitative de la monnaie, qui formalise l'idée selon laquelle la monnaie est toujours neutre et elle n'exerce d'influence que sur les prix.

I-2-La théorie quantitative de la monnaie

La théorie quantitative de la monnaie trouve ses origines chez les préclassiques, mais elle ne sera développée que chez les classiques. Cette théorie explique comment la quantité de monnaie détermine le niveau général des prix.

I-2-1-Les origines de la théorie quantitative

Le seizième siècle est marqué par la hausse du niveau général des prix, affectant les pays les plus avancés de l'époque avant de s'étendre aux autres pays du globe. Cette situation a suscité des réflexions et analyses notamment chez De Malestroït, Jean Bodin, Jean Locke,

¹⁸ J.B.Say « Traité d'Économie Politique », 1803, cité par M.Delaplace « Monnaie et financement de l'économie », Ed Dunod, 2^{ème} Ed, Paris, 2006, P44.

David Hume et Richard Cantillon.

Malestroit, en 1566, dans son ouvrage intitulé « les paradoxes sur les faits des monnaies », explique que la hausse des prix observée à cette époque est due essentiellement à la dépréciation de l'unité de compte qui est la livre tournois par rapport au métal.

Jean Bodin, en 1568, dans son mémoire intitulé « réponses aux paradoxes de Malestroit » conteste l'argument avancé par celui-ci. Pour lui, la hausse des prix est due à l'afflux des métaux précieux (l'or et l'argent) en provenance du nouveau monde. Les premières manifestations de cette hausse se sont produites en Espagne, pour se propager à tous les pays d'Europe.

L'idée de Jean Bodin selon laquelle un accroissement de la masse monétaire puisse avoir un effet inflationniste est contestée par les mercantilistes. Selon eux, un accroissement monétaire à des effets bénéfiques dans le sens qu'il va engendrer un accroissement de la demande sur l'offre des biens ; ce qui implique une augmentation des transactions économiques, l'accroissement de l'activité économique et par conséquent une prospérité.

C'est vers le milieu du XVIII^e siècle que la remise en évidence de l'influence d'un accroissement de monnaie sur les prix a été établie avec essentiellement, Jean Locke, David Hume et Richard Cantillon.

En 1690, J. Locke et dans son « Essai sur le gouvernement civil », établit une stricte relation de proportionnalité entre la masse monétaire et le niveau général des prix. Il la présente sous la forme : P toujours proportionnel à M . Cela signifie qu'une variation donnée de stock de monnaie entraîne une variation identique en pourcentage des prix des biens. C'est dans cette approche de proportionnalité que Jean Locke introduit le concept de vitesse de circulation de la monnaie. Cette dernière est supposée, dans l'analyse classique, constante pour garantir l'idée que la monnaie et les prix varient de façon équi-proportionnelle. Si la vitesse de circulation de la monnaie est instable, c'est-à-dire soumise à des variations, le principe de la proportionnalité ne sera pas vérifié.

En 1752, David Hume explique que la monnaie exerce à la fois une action sur les quantités produites et que les prix augmentent proportionnellement par rapport à la quantité de monnaie. À ce titre, il écrit : « la monnaie n'est, après tout, qu'une méthode d'estimation de la valeur des biens. Les prix doivent donc finir par augmenter proportionnellement à l'accroissement monétaire »¹⁹.

¹⁹ M.De Mourgue, « La monnaie système financier et théorie monétaire », Ed Economica, 3^{ème} Ed, Paris, 1993, P340.

En 1755, R.Cantillon, dans son « Essai sur la nature du commerce en général », souligne que la hausse des prix diffère selon les produits et que les prix n'augmentent pas dans la même proportion. Pour justifier cette idée, il s'appuie sur l'effet de « supplément de monnaie ». Ce dernier provoque un supplément de demande susceptible d'entraîner une hausse des prix des produits. Toutefois, cette hausse engendrée par une monnaie additionnelle peut concerner certains produits qui verront leurs prix augmentés, tandis que d'autres produits qui ne font pas l'objet d'une demande conservent leur prix tel qu'il est. Il ajoute que si l'augmentation de la consommation est satisfaite par des produits importés, les prix intérieurs ne seront pas affectés par la demande supplémentaire qui est satisfaite par l'extérieur.

I-2-2- La formulation de la théorie quantitative de la monnaie

La théorie quantitative de la monnaie découle de la conception classique de la monnaie selon laquelle la monnaie est neutre et le seul motif de détention de la monnaie est le motif de transaction. Elle a été formulée par Irving Fisher en 1911, dans son ouvrage intitulé « Le pouvoir d'achat de la monnaie ».

I-2-2-1-La formulation de I. Fisher

Irving Fisher, dans son livre intitulé « Le pouvoir d'achat de la monnaie », présente une équation qui deviendra la formulation la plus célèbre de la théorie quantitative. Il établit en premier lieu une relation entre la monnaie et les biens sous forme d'une équation d'échange dans laquelle « chaque vente ou achat, la monnaie et les biens échangés sont, ipso facto équivalents »²⁰. L'individu qui vend un bien reçoit de la monnaie pour un montant égale à la valeur de ce bien. L'équation d'échange que I.Fisher a formulé se présente ainsi²¹:

$$\sum_{i=1}^n P_i \cdot X_i$$

Ainsi, la réalisation des transactions et des échanges par les individus nécessite d'utiliser une quantité de la monnaie notée M, utilisée un certain nombre de fois notée V, d'où l'équation d'échange²² :

$$M \cdot V = \sum_{i=1}^n P_i \cdot X_i$$

²⁰ I. Fisher, « Le pouvoir d'achat de la monnaie », P 8, cité par G.Jacoud, « La monnaie dans l'économie », Ed Nathan, Paris, 1994, P177.

²¹ M. de Mourgue, op. Cit, P34.

²² M. De Mourgue, op. Cit, P342.

En outre, L'ensemble des biens « xi » ainsi que les prix « Pi » sont synthétisés par Fisher sous forme des grandeurs notées « T » et « P » respectivement. Selon lui, la valeur des biens échangés est nécessairement égale à la valeur des livraisons de monnaies. L'équation de Fisher se présente ainsi ²³:

$$MV = PT$$

M : la quantité de monnaie en circulation.

V : la vitesse de circulation de la monnaie.

P : le niveau général des prix.

T : le volume de transaction réalisé au sein de l'économie

MV : flux monétaire.

PT : flux d'échanges.

L'équation de I. Fisher signifie qu'au cours d'une période l'ensemble des transactions (le volume multiplié par le prix) n'a pu être effectué si le stock de monnaie est utilisé v fois.

Fisher tire une relation de causalité entre la quantité de monnaie en circulation et le niveau général des prix. Pour ce faire, il pose les hypothèses suivantes :

- La quantité de bien est déterminée par l'équilibre sur le marché du travail et correspond au niveau de production de plein emploi. Les facteurs de production sont pleinement utilisés et l'économie est en situation de plein emploi.
- La vitesse de circulation de la monnaie est constante sur le court terme. Elle dépend des facteurs structurels à savoir les habitudes de paiements, les goûts et les habitudes des agents ;
- La quantité de monnaie existante dans une économie est exogène. Elle dépend des comportements des autorités monétaires.
- Par conséquent, la seule variable endogène dans l'équation de Fisher est le niveau général des prix.

Compte tenu de son hypothèse, Fisher établit une relation de causalité selon laquelle toute variation de la quantité de monnaie en circulation va provoquer un changement

²³ S.Brana et M.Cazalas « La monnaie »Ed Dunod, Paris, 1997, P39.

proportionnel du niveau général des prix. Les prix sont déterminés par la quantité de monnaie et s'ajustent à une variation de stock de monnaie.

Dans une forme plus large, Fisher prend en compte différentes formes monétaires, il propose de tenir compte non seulement des billets de la banque centrale et les pièces mais aussi de la monnaie scripturale qui constitue l'élément important de la masse monétaire. L'équation de Fisher se présente ainsi ²⁴:

$$MV + M'V' = PT$$

M': est la quantité de monnaie scripturale.

V' : la vitesse de circulation spécifique à la monnaie scripturale.

M : représente la quantité de monnaie en circulation.

V : la vitesse de circulation de la monnaie fiduciaire

P : correspond au niveau général des prix.

T : le volume de transaction réalisé au sein de l'économie.

La vitesse de circulation de la monnaie dans l'analyse classique est considérée constante à court terme. Cette stabilité s'explique par le fait que les agents économiques souhaitent détenir des encaisses monétaires à un niveau minimum suffisant pour leur permettre d'effectuer les transactions. Les encaisses minimales que désire conserver les agents économiques dépendent selon G.M.Henry des « facteurs techniques et institutionnelles comme le niveau du développement du système bancaire, la fréquence des encaissements et des décaissements, les délais de paiement, la rapidité des moyens de transport et des communications... »²⁵.

Cette nouvelle équation de Fisher n'est valable que sous certaines conditions ²⁶:

- Les réserves monétaires doivent être conservées par les particuliers ;
- La vitesse de circulation spécifique à la monnaie scripturale et fiduciaire demeure constante ;
- Les proportions entre la monnaie circulante et celle thésaurisée doivent être invariables.

²⁴ S.Brana et M.Cazalas, op. Cit, P39.

²⁵ G..M.Henry, « Le monétarisme », Ed Arman Colin, Paris, 1998, P42.

²⁶ A. Benhalima, op. Cit, P34.

En définitive, l'équation de Fisher est l'aboutissement de l'idée selon la quelle le niveau général des prix dépend de la quantité de monnaie existante. Cette équation ne traduit pas une encaisse monétaire désirée mais une encaisse monétaire pour effectuer des transactions. Elle sera par la suite reformulée par les néoclassiques sous une forme d'une demande de monnaie.

II -La conception néoclassique de la monnaie

L'école néoclassique s'est inspirée des bases théoriques de la conception classique. Elle est née avec la révolution marginaliste dans les années 1870. Cette école s'est constituée à partir des travaux de nombreux économistes tels que Stanley Jevons, Carl Menger, Léon Walras, Vilfredo Frederico Pareto, puis viennent plus tard Arthur Cecil Pigou et Alfred Marshall ; deux élèves de l'école Cambridge qui ont reformulé la théorie quantitative de la monnaie sous une autre appellation « l'équation de Cambridge ».

Les néoclassiques adhèrent aux principes des classiques selon lesquels la monnaie est toujours neutre et elle remplit la fonction d'intermédiaire des échanges. Selon Léon Walras, la monnaie assume la seule fonction d'instrument de paiement et elle n'a pas d'influence sur l'équilibre général. Le comportement des agents économiques n'est pas influencé par la monnaie, ce qui affirme que la monnaie est neutre. Elle permet d'exprimer les prix des biens.

Tout de même, Arthur Cecil Pigou et Alfred Marshall, deux économistes néoclassiques prolongent l'analyse classique de la monnaie. En plus de sa fonction d'intermédiaire des échanges (motif de transaction), elle est aussi un instrument de réserve de valeur. Selon eux, il existe une véritable demande de monnaie née de la volonté des individus de détenir des encaisses non seulement pour effectuer des achats courants mais aussi pour répondre à des besoins inattendus. Le montant de cette encaisse que les agents désirent détenir est fonction de deux paramètres : le revenu et le patrimoine.

De ce fait, la monnaie peut être désirée pour elle-même. Son rôle ne se limite pas en tant qu'un instrument de paiement, mais aussi en tant que réserve de valeur. La demande de monnaie notée M_d est une fonction du produit intérieur (PIB) en volume Y , du niveau général des prix (P), et d'un coefficient (K). Elle se présente ainsi²⁷ :

$$M_d = K \cdot P \cdot Y$$

Ou encore :

$$M_d / P = K \cdot Y$$

²⁷ M.Ruimy, op. Cit, P57.

Md : la monnaie demandée.

Md / P : les encaisses réelles ou le pouvoir d'achat de ces encaisses.

P : le niveau général des prix.

Y : le revenu réel.

K : la proportion du revenu nominal que les agents économiques désirent conserver en monnaie pour effectuer des transactions et détenir des encaisses de précaution afin de faire face à des dépenses imprévues.

Par ailleurs, Pigou à travers son équation explique comment les variations de la quantité de monnaie sont reflétées dans les prix. Pour apporter des explications, il introduit ce qu'il appelle l'« effet d'encaisse réel ». Si l'offre de monnaie en circulation augmente et que le niveau général des prix reste inchangé, le pouvoir d'achat de la monnaie augmente. Les agents économiques vont détenir des encaisses excédentaires par rapport à leurs encaisses d'équilibre initial, ce qui pousse les agents à dépenser davantage et la demande va augmenter. En situation de plein emploi, la demande est toujours égale à l'offre, donc l'offre ne peut s'accroître. Dans ces conditions, les prix vont augmenter. Cette hausse va réduire la valeur des encaisses réels jusqu'au niveau où elles étaient initialement.

En outre, le raisonnement de Pigou nous fait apparaître que la monnaie est toujours neutre. Le volume d'activités ne change pas suite à une variation de la quantité de monnaie. Seuls les prix sont affectés.

Au regard de ces deux approches classiques et néoclassiques, la monnaie est toujours neutre et elle n'a d'influence que sur le niveau général des prix. Elle est indépendante des variables réelles par rapport aux variables monétaires. La réflexion de l'école de Cambridge sur la manière dont les agents manifestent une préférence de détenir la monnaie sous forme d'encaisse pour faire face à l'incertitude du futur, ouvre des pistes de réflexions sur la fonction de demande de monnaie qui sera élargie par John Maynard Keynes.

III -La conception Keynésienne de la monnaie

Le Keynésianisme est une école de la pensée économique créée par l'économiste Britannique John Maynard Keynes. Cette école est venue pour critiquer la théorie classique et néoclassique fondée sur le libéralisme économique. Ce courant a été dominant de 1945 jusqu'aux années 1970, voire même 1980 dans certains pays. La conception keynésienne de la monnaie s'inscrit dans une démarche critique de la neutralité de la monnaie, la réfutation de

la théorie quantitative de la monnaie et l'introduction du concept de « préférence pour la liquidité ».

III-1-La non neutralité de la monnaie

Dans l'analyse keynésienne, la monnaie n'est plus considérée comme un intermédiaire des échanges que les agents économiques ne la détiennent que pour effectuer leur règlement.

La monnaie peut être désirée pour elle-même. Elle peut être thésaurisée en vue de la détenir sous forme d' « encaisses de précaution » (pour faire face aux aléas de la vie), ou de « spéculation » (pour réaliser des profits rapides) et de ce fait, il peut y avoir une demande de monnaie qui ne soit pas une demande de biens.

La monnaie n'est pas un voile, elle est active. La variation de la quantité de monnaie en circulation affecte le niveau des taux d'intérêt qui à leur tour vont influencer la décision d'investissement des agents économiques ainsi que leur niveau de consommation. En ce sens, la dichotomie préconisée par les classiques est abandonnée par les keynésiens. Le taux d'intérêt est déterminé dans la sphère monétaire et a des incidences sur les variables réelles de l'économie.

III -2- la préférence pour la liquidité

Pour John Maynard Keynes, la monnaie génère une « préférence pour la liquidité ». Les agents économiques peuvent détenir de la monnaie pour elle-même et pas seulement pour effectuer des transactions. Autrement dit, les agents manifestent une « préférence pour la liquidité » qui les pousse à détenir la monnaie sous forme d'encaisse monétaire plutôt que des actifs financiers. Trois motifs expliquent cette préférence :

- Le motif de transaction
- Le motif de précaution
- Le motif de spéculation

III-2-1-Le motif de transaction

Le motif de transaction correspond à une demande de monnaie pour effectuer des transactions et des paiements. Ce motif conduit les agents économiques à conserver de la monnaie qui selon Keynes, pour « combler l'intervalle entre l'encaissement et le décaissement du revenu [...] de même on conserve de la monnaie pour combler l'intervalle

entre l'époque où l'on assume des frais professionnels et celle où on encaisse le produit de vente »²⁸.

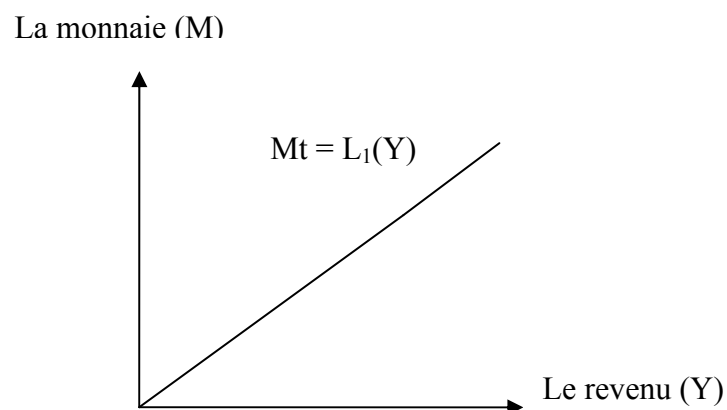
Les ménages sont amenés à conserver la monnaie pour combler l'intervalle entre le moment où ils perçoivent leurs revenus et celui où ils les dépensent. Ce motif dépend principalement du montant du revenu et de la durée entre son encaissement et son décaissement.

De même, les entreprises sont appelées à conserver de la monnaie pour combler l'intervalle de temps qui sépare les dépenses engagées dans le processus de production et les recettes. Autrement dit, combler l'écart entre l'encaissement et le décaissement. Les besoins de la monnaie pour motif de transaction sont fonction de la variable du revenu qui s'écrit²⁹ :

$$M_t = L_1(Y).$$

Graphiquement, la demande de monnaie pour motif de transaction est présentée dans la figure ci-dessous.

Figure 1: La demande de monnaie pour motif de transaction



Source : M.Delaplace, op. Cit, P50.

Au total, la demande de monnaie pour motif de transaction dépend d'une seule variable qui est le revenu Y . Toute augmentation de ce dernier va entraîner un nombre plus élevé de transactions mais aussi une plus grande demande de monnaie pour satisfaire les échanges, ce qui permet de dire que la demande de monnaie transactionnelle est donc proportionnelle au revenu Y .

²⁸ J.M. Keynes, « Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt, et de la monnaie », Ed Payot, P205, cité par J.F.Goux, « Économie monétaire et financière », Ed Economica, 3^{ème} Ed, Paris, 1998, P151.

²⁹ M.Delaplace, op. Cit, P50.

III-2-2-Le motif de précaution

Le motif de précaution conduit les agents économiques à constituer des encaisses de précautions qui selon Keynes résultent, de « souci de parer aux éventualités qui exigent une dépense inopinée, l'espoir de profiter d'occasions non prévues pour réaliser des achats avantageux, et enfin le désir de conserver une richesse d'une valeur monétaire immuable, pour faire face à une obligation future stipulée en monnaie. »³⁰.

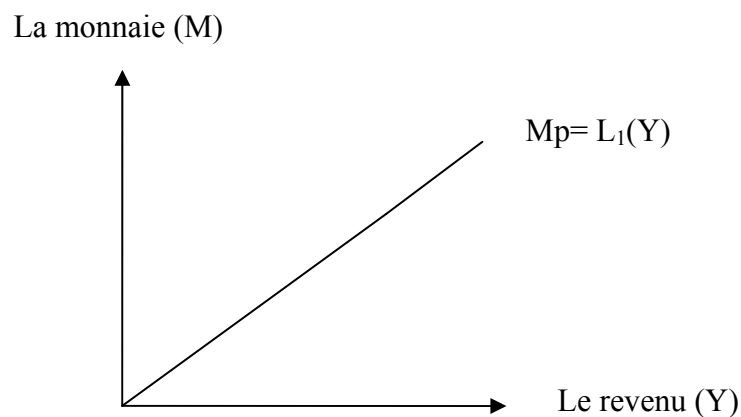
Les agents économiques manifestent une préférence de conserver des encaisses liquides pour se prémunir contre l'imprévu, saisir les opportunités d'achats à prix favorable et enfin garder un avoir en valeur nominale pour faire face à une obligation future.

Ainsi, il découle que pour un degré d'incertitude pesant sur les revenus et les dépenses et les prévisions relatives à l'avenir, la demande de monnaie pour motif de précaution est une fonction de la variable du revenu qui s'écrit³¹ :

$$M_p = L_1(Y)$$

Graphiquement, la demande de monnaie pour motif de précaution est présentée dans la figure ci-dessous.

Figure2 : La demande de monnaie pour motif de précaution



Source : M.Delaplace, op.Cit, P50.

Enfin, aux regards du motif de transaction et de précaution, il résulte que tous les deux varient avec le revenu. Toutefois, et selon M.Delaplace, la demande de monnaie pour motif de

³⁰ J.M. Keynes, op. Cit, P205, cité par J.F.Goux, op. Cit, P151.

³¹ M.Delaplace, op. Cit, P51.

précaution varie en sens inverse de la demande de monnaie pour motif de transaction. Cela s'explique par la situation de l'activité économique. Si cette dernière se réduit, la demande d'encaisse de transaction diminue, alors que celle liée au motif de précaution augmente dans la mesure où les entreprises n'investissent pas.

III-2-3-Le motif de spéculation

Le motif de spéculation constitue l'apport original de la théorie de demande de monnaie mais aussi la préférence pour la liquidité. Il est lié, selon Keynes « au désir de profiter d'une connaissance meilleure que celle du marché de ce que réserve l'avenir »³². Ce motif donne à la monnaie la fonction de réserve de la valeur dans le sens qu'un individu conserve une partie de ses avoirs sous forme liquide pour bénéficier des situations opportunes qui se présentent sur le marché liée aux variations des cours des titres que J.M.Keynes réduit au seul cas des obligations.

En effet, il existe deux situations qui permettent aux agents d'opérer un arbitrage entre monnaie et titres : si les agents anticipent une hausse prochaine des titres, ils consacrent une partie de leurs revenus à acheter des titres, donc ils détiennent moins d'encaisse de spéculation. Inversement, ils préfèrent conserver la monnaie (encaisse de spéculation) pour acquérir les titres lorsque la situation se présente.

Par ailleurs, Keynes cherche à identifier les facteurs qui influencent et fondent le choix entre détention des encaisses de spéculation et achat de titres. Pour lui, deux variables conditionnent ce choix : le taux d'intérêt mais aussi le taux d'intérêt anticipé.

Dans cette perspective d'analyse, l'arbitrage entre les deux actifs (monnaie et titre) moyennant la variable du taux d'intérêt s'explique par la variation du taux d'intérêt. Quand le taux d'intérêt est élevé, les cours des obligations vont diminuer. Les agents économiques trouvent cette situation favorable pour acheter des titres s'ils anticipent la baisse du taux d'intérêt, donc une hausse des cours. Dans ce cas de figure, les agents préfèrent acheter des obligations pour réaliser des plus values plutôt que de conserver des liquidités. Dès lors, la préférence pour la liquidité (demande de monnaie spéculative) est faible voire totale ce qui n'est pas le cas pour les titres qui vont être forts.

Inversement quand le taux d'intérêt est bas, les cours des obligations vont augmenter et les agents économiques ne trouvent pas cette situation favorable pour l'achat des titres. Donc les agents trouvent très intéressant de placer une grande partie de leurs avoirs sous

³² J.M. Keynes, op. Cit, P184, cité par S. Diatkine, « Théorie et politique monétaire », Ed Armand Colin, Paris, 1995, P87.

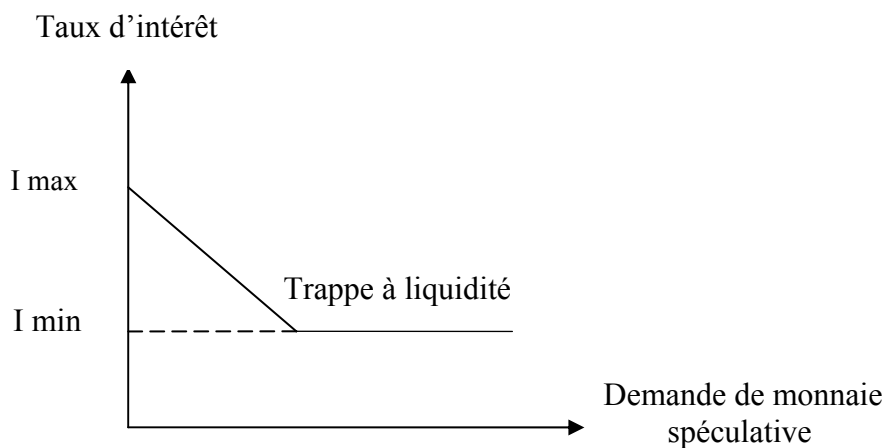
forme de monnaie, plutôt que d'acheter des titres. Par conséquent, la préférence pour la liquidité (demande de monnaie spéculative) va être forte voire totale alors que la préférence pour les titres est faible voire nulle.

De ce qui précède, la demande de monnaie pour motif de spéculation est une fonction décroissante du taux d'intérêt. Elle se présente ainsi ³³:

$$M_s = L_2(I).$$

Graphiquement la demande de monnaie pour motif de spéculation est présentée dans la figure ci-dessous.

Figure3 : La demande de monnaie pour motif de spéculation



Source : F. Combe et T. Tacheix, op. Cit P106.

Keynes souligne, en effet, des particularités quant à cette demande de monnaie. En premier lieu, il existe une situation extrême qui correspond à un taux d'intérêt maximum ($I_{\max}$), au-delà duquel la demande de monnaie spéculative est nulle. Ce taux est tellement plus élevé que tous les agents anticipent sa baisse. Dans ce cas là, ils anticipent une hausse des cours des titres qui les poussent à échanger la totalité de leurs encaisses de spéculation contre des titres. La préférence pour la liquidité est nulle alors que celle des titres est totale.

En second lieu, cette situation correspond à un taux d'intérêt minimum ($I_{\min}$) en deçà duquel la demande de monnaie spéculative est infinie. Ce taux est tellement plus bas que tous les agents sont persuadés qu'il ne peut que monter. Dans ce cas là, ils anticipent une

³³ F. Combe et T. Tacheix, op. Cit, P105.

baisse des cours des titres qui les poussent à échanger la totalité de leurs titres contre des encaisses de spéculation. La préférence pour la liquidité est totale alors que celle des titres est nulle.

Enfin, entre le taux d'intérêt maximum et le taux d'intérêt minimum, la demande de monnaie spéculative est une fonction décroissante du taux d'intérêt. Au dessus du taux d'intérêt maximum, elle est nulle. Au dessous du taux d'intérêt minimum, elle devient infinie. Cette situation est qualifiée par Keynes par la « trappe à liquidité ».

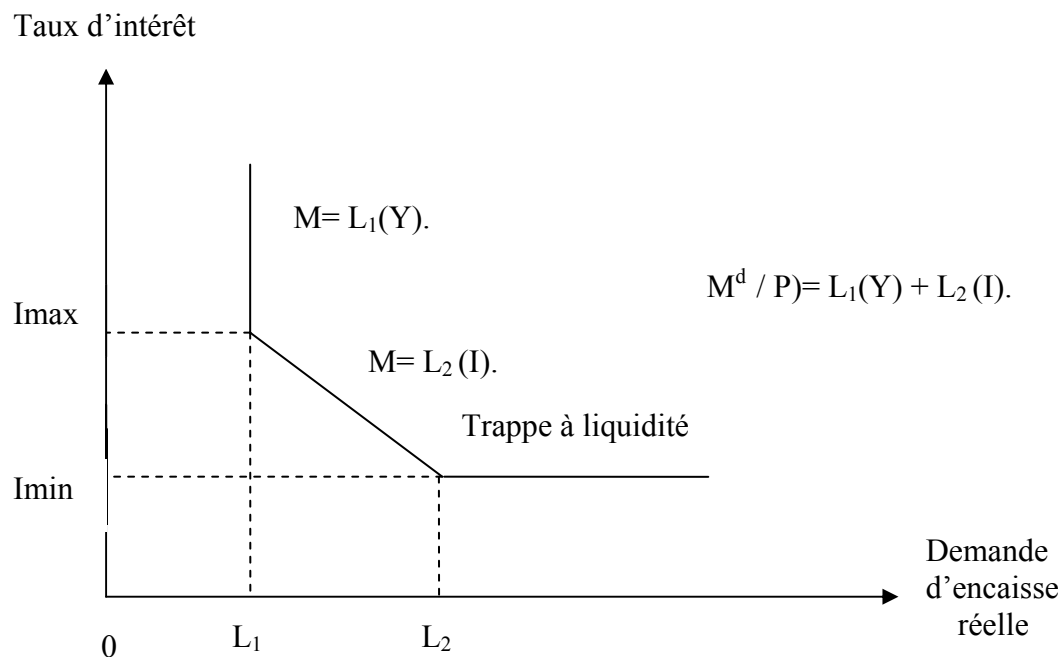
III-3-La fonction totale de la demande de monnaie

La fonction de demande de monnaie keynésienne est la somme de la demande de monnaie transactionnelle et la demande de monnaie spéculative. Elle est fonction de deux variables : le taux d'intérêt et le revenu. Elle se présente ainsi ³⁴:

$$(M^d / P) = L_1(Y) + L_2(I).$$

Graphiquement, la fonction de demande de monnaie globale est présentée dans la figure ci-dessous.

Figure 4 : La demande totale de monnaie



Source : F. Combe et T. Tacheix, op. Cit, P107.

³⁴ F. Combe et T. Tacheix, op. Cit, P106.

La partie $[0, L_1]$ mesure les encaisses de transaction détenues par les agents économiques quelque soit le taux d'intérêt et ceci pour un niveau du revenu donné.

La partie $[L_1, L_2]$ représente l'encaisse oisive qui représente une fonction décroissante du taux d'intérêt. Au-delà de L_2 , la demande de monnaie détenue sous forme d'encaisse est infinie. Elle renvoie essentiellement à la « trappe à liquidité ».

IV-La conception monétariste de la monnaie

L'analyse monétariste de la monnaie s'est développée au cours des années soixante notamment avec Milton Friedman, le chef de file du courant monétariste connu aussi sous le nom de l'école de Chicago. Il prolonge l'analyse keynésienne de la demande de monnaie en élargissant l'arbitrage entre actif monétaire et actif financier à un arbitrage entre tous les actifs, y compris les actifs réels.

IV-1- La monnaie et la gestion du patrimoine

En 1956, Milton Friedman dans son article célèbre intitulé « Théorie quantitative de la monnaie: une reformulation », souligne que la monnaie est une fonction des richesses totales des agents économiques. Le comportement de ce dernier tend à diversifier les éléments composant son patrimoine de manière à maximiser son rendement et de minimiser le risque.

Cette richesse est composée essentiellement des actifs réels représentés par les biens mobilier et immobiliers détenus par les ménages ainsi que les biens d'équipement détenus par les entreprises, des actifs financiers constitués essentiellement par les actions et les obligations et enfin les actifs humains représentés par les capacités personnelles et professionnelles louées contre rémunération. L'ensemble de ces composantes procure une utilité sous forme de revenu.

À travers cette richesse, l'individu va se comporter comme un « gérant du patrimoine » qui va choisir sous quelle forme préfère détenir sa richesse pour maximiser son utilité que son patrimoine lui procure. Ainsi, ils établissent son choix sur la base d'un calcul économique fondé sur le prix et le rendement des formes alternatives du patrimoine que Milton Friedman distingue au nombre de quatre :

- Le rendement nominal de la monnaie majoré du flux de services qu'elle rend ;
- Le rendement attendu des obligations ;
- Le rendement des actions ;

- Le rendement des biens physiques dont la valeur nominale dépend du niveau des prix égale au taux d'inflation anticipé.

Au total, la monnaie, dans l'approche monétariste, entre en concurrence avec tous les actifs constituant le patrimoine et produisent un revenu. Elle dépend du revenu permanent et du service rendu par la monnaie par rapport aux rendements des actifs. A ce titre, la monnaie est considérée comme une richesse.

IV-2-La formulation de la demande de monnaie chez Milton Friedman

Milton Friedman aboutit à une fonction de demande de monnaie avec deux variables explicatives, d'une part, les différentiels de rendement anticipés entre les différents actifs et la monnaie et d'autre part, le « revenu permanent ». Pour une période donnée la demande de monnaie dépend du revenu permanent (Y_p), du rendement anticipé de la monnaie (r_m), du rendement anticipé des actions (r_e), du rendement anticipé des autres titres (r_b) et du taux d'inflation anticipé (π^2). Cela le conduit à la formulation de la demande de monnaie suivante qui se présente ainsi³⁵ :

$$M^d / P = F(Y_p, r_b - r_m, r_e - r_m, \pi^2 - r_m)$$

Y_p : le revenue permanent.

r_m : le rendement anticipé de la monnaie.

r_b : le rendement anticipé des titres.

r_e : le rendement anticipé des actions.

π^2 : taux d'inflation anticipé.

Pour Milton Friedman quand le rendement des actions et des titres autres que la monnaie augmente, la demande de monnaie diminue, puisque la comparaison entre le rendement de la monnaie et celui des autres actifs devient moins favorable à la monnaie. De même, quand l'inflation anticipée augmente, la valeur des actifs ne se déprécie pas, alors que celle de la monnaie diminue. Quand le revenu augmente, la demande de monnaie augmentera car une augmentation de revenu permet plus de transactions.

Ainsi, il souligne que les mouvements des taux d'intérêts ne modifient pas beaucoup les écarts entre les rendements des autres actifs et celui de la monnaie. Quand les taux d'intérêts augmentent, les banques voient leurs profits augmenter sur leurs opérations du prêt. Elles

³⁵ F. Mishkin, « Monnaie, banque et marchés financiers », Ed Pearson, 8^{ème} Ed, Paris, 2007, P 693.

cherchent à attirer davantage de dépôt afin d'accroître leurs volumes de crédits devenus plus rentables. En cas de hausse du taux d'intérêt sur les titres et les crédits, la concurrence des banques fait augmenter le rendement anticipé de la monnaie détenue sous formes de dépôts bancaires, comme par exemple, la fourniture d'avantage de services à leurs déposants en engageant un nombre plus important de guichetiers, la non facturation de certaines opérations et l'augmentation du nombre de distributeurs automatiques. Ceux-ci vont améliorer le rendement anticipé de la monnaie détenue par la banque sous forme de dépôts. De ce fait l'écart de rendement anticipé des titres, des actions et celui de la monnaie demeurent moins sensibles aux variations du taux d'intérêt. Cette variation du taux d'intérêt a peu d'effet sur la demande de monnaie.

Par ailleurs, cette demande de monnaie est plus stable car, d'une part, les variations aléatoires de la demande d'encaisse sont faibles et d'autre part, la demande de monnaie est peu sensible aux variations du taux d'intérêt, ce qui pousse à conclure que la vitesse de circulation de la monnaie est prévisible. La détermination de la valeur de la vitesse de circulation de la monnaie au cours d'une période permet de prévoir la variation de la dépense totale associée à une variation de la quantité de monnaie en circulation.

De plus, cette demande de monnaie varie d'une manière proportionnelle par rapport au niveau général des prix. Un accroissement de la quantité de monnaie en circulation fait accroître les encaisses réelles au-delà de leur niveau initial. Les agents économiques vont se trouver avec des encaisses effectives supérieures aux encaisses désirées. Ils vont se débarrasser de leurs encaisses excédentaires par l'acquisition des actifs réels et financiers. Ceci se traduit par une augmentation de la dépense et une pression sur la demande qui font augmenter les prix. Tous ces mouvements font augmenter la demande de monnaie ainsi que le niveau général jusqu'à ce que la quantité de monnaie effective soit égale à la quantité de monnaie désirée. M. Friedman admet que la monnaie est active sur le court terme mais à long terme, elle est neutre dans le sens qu'elle n'influence pas les variables réelles de l'économie.

Pour cette raison, la théorie de demande de monnaie proposée par M. Friedman est une véritable reformulation de la théorie quantitative. La monnaie est la principale déterminante de la dépense globale.

En définitive, la demande de monnaie chez M. Friedman accorde un rôle déterminant au revenu permanent puisque la demande de monnaie est peu sensible aux variations du taux d'intérêts quant aux écarts de rendements des titres et de la monnaie. Cette dernière est active sur le court terme mais à long terme elle est neutre. Pour cette raison, la théorie de demande

de monnaie proposée par M. Friedman est une véritable reformulation de la théorie quantitative.

V-La nouvelle économie classique

La nouvelle économie classique est née au début des années quatre-vingt et elle constitue un prolongement du courant monétarisme. Celle-ci s'est constituée à partir des travaux de nombreux économistes tels que Robert Lucas considéré chef de file de cette école, Thomas Sargent et Robert Barro.... Elle est fondée sur le principe des « anticipations rationnelles » des agents économiques. Pour les tenants de cette école de pensée, la monnaie est considérée neutre à court terme comme à long terme. Ils nient toute possibilité d'action de la monnaie sur l'activité économique d'où la réactualisation de la thèse de la monnaie voile.

La place et le rôle de la monnaie a fait l'objet de débats et de controverses. Les classiques et néoclassiques excluent le fait qu'une variation de la monnaie puisse produire des effets sur l'activité économique. Cependant, les keynésiens, contrairement aux classiques, intègrent la monnaie dans l'activité économique. De ce fait, elle n'est pas neutre et elle a un impact sur le niveau de l'activité économique. Les monétaristes reprennent les principes de l'analyse quantitative, mais en admettant la possibilité que la monnaie soit active.

Conclusion du chapitre

Au terme de ce chapitre, nous avons essayé de comprendre, dans un premier temps, l'origine de l'apparition de la monnaie ainsi que les différentes formes qu'elle a prises au cours de l'histoire ; ce qui nous permet de conclure que la monnaie est apparue dans le but de briser le troc. Au cours de l'histoire, elle fut dématérialisée et elle est passée progressivement d'un support ayant une certaine valeur en soi (or et argent) à un support sans valeur intrinsèque. La monnaie scripturale est un exemple de cette dématérialisation. La création de la monnaie au départ provient de la transformation des métaux précieux en pièces. Aujourd'hui, la création de la monnaie et sa mise en circulation est assurée par le système bancaire.

L'analyse économique de la monnaie n'apporte pas de vision unique sur le rôle de celle-ci dans l'économie. Le courant classique donne une importance prééminente au niveau général des prix et repose sur l'idée d'une dichotomie entre les phénomènes monétaires et l'économie réelle.

L'approche keynésienne considère que la monnaie n'est plus seulement un intermédiaire neutre des échanges que les agents économiques détiennent pour effectuer des transactions. La monnaie est désirée pour elle-même, fait l'objet d'une demande et elle a une influence sur l'activité économique.

L'approche monétariste reste dans l'optique classique et considère que la monnaie comme étant neutre à long terme. Elle n'agit que sur le niveau des prix. Sur le court terme, la monnaie agit sur les variables réelles de l'économie.

Enfin, le fait que la variation de la quantité de monnaie en circulation puisse avoir une incidence sur le niveau des principaux indicateurs macroéconomiques apporte toutefois des arguments en faveur d'un contrôle de cette variation. A cet effet, il y'a lieu, cependant, de préciser comment la monnaie doit être contrôlée. La politique monétaire est l'un des moyens que les autorités monétaires utilisent pour contrôler et réguler la monnaie en circulation. Cet aspect fera l'objet du second chapitre.

Chapitre II : Les fondements théoriques des politiques monétaires**Introduction du chapitre II**

La politique monétaire a fait l'objet, depuis longtemps, de débats et de controverses, entre les principaux courants de la pensée économique, à savoir, les classiques et les keynésiennes, sur son rôle, d'une part, et son influence sur l'activité économique, d'autre part.

En effet, pour l'approche classique, il est illusoire de modifier les niveaux de la production et de l'emploi (les grandeurs réelles de l'économie) en modifiant la politique monétaire. Les effets de la politique monétaire sur ces grandeurs sont nuls et toute politique qui consiste à augmenter la quantité de monnaie en circulation dans l'économie ne fait que créer de l'inflation.

En outre, pour les keynésiens, il est possible d'utiliser la monnaie pour agir sur les grandeurs réelles de l'économie. De ce fait, la politique monétaire est efficace et elle a une influence sur l'activité économique.

En réaction à la montée de l'inflation dans les années 1970, les monétaristes ont souligné l'inefficacité de la politique monétaire keynésienne. Selon eux, la politique monétaire keynésienne peut à court terme agir sur le niveau d'activité économique mais à long terme elle s'avère inefficace.

Toutefois, les nouveaux classiques ont prolongé la critique des monétaristes en affirmant que la politique monétaire keynésienne est non seulement inefficace à long terme mais également à court terme.

Dans ce présent chapitre, nous allons, dans un premier temps, présenter quelques généralités de la politique monétaire qui fera l'objet de la première section, par la suite nous examinerons, dans une seconde section la position des écoles de la pensée économique sur le rôle et l'influence de la politique monétaire sur l'activité économique.

Section 1 : Le cadre conceptuel et théorique de la politique monétaire

La politique monétaire est l'un des instruments de la politique économique, au côté de la politique budgétaire et de la politique de change. Sa mise en œuvre est confiée à l'autorité monétaire en l'occurrence la banque centrale de chaque pays. Cette dernière est chargée d'aider à réaliser le carré magique : la croissance, le plein emploi, la stabilité des prix et l'équilibre extérieur.

En effet, dans le but de réaliser ce carré magique, les autorités monétaires sont amenées à agir sur un certain nombre de variables : taux d'intérêts, agrégats monétaires et les taux de change, etc. Pour ce faire, les banques centrales se réfèrent à une multitude de canaux de transmission monétaire.

Pour appréhender ce phénomène de transmission, nous serons donc amenés, d'une part, à définir la politique monétaire et ses objectifs et, d'autre part, à examiner les différents instruments dont disposent les autorités monétaires pour influencer sur le déroulement de l'activité économique.

I- La politique monétaire : définitions, objectifs et instruments

La politique économique cherche donc à atteindre les objectifs dits du carré « magique » à savoir : équilibre extérieur, stabilité des prix, croissance économique et plein emploi. Ces objectifs sont en partie contradictoires et une politique économique ne permet pas de les atteindre simultanément. La politique monétaire va donc se voir assigner un certain nombre de missions dont la stabilité des prix.

I-1-Définitions de la politique monétaire

Pour J-L 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 monnaie »³⁶.

Selon M.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 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) »³⁷.

D'après A. Bénassy la politique monétaire est « l'art de manier les taux d'intérêt directs pour atteindre l'objectif de la stabilité des prix »³⁸.

Enfin, pour 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 »³⁹.

³⁶ J-L Bailly, « Économie monétaire et financière », Ed Bréal, 2^{ème} Ed, Paris, 2006, P 217.

³⁷ M.Delaplace, « Monnaie et financement de l'économie », Ed Dunod, Paris, 2003, P103.

³⁸ A. Bénassy, « Politique économique », Ed De Boeck, 1^{ère} Ed, Paris, 2004, P120.

³⁹ M.Montoussé et D.Chamblay, « 100 fiches pour comprendre les sciences économiques », Ed Breal, 3^{ème} Ed, 2005, Paris, P196.

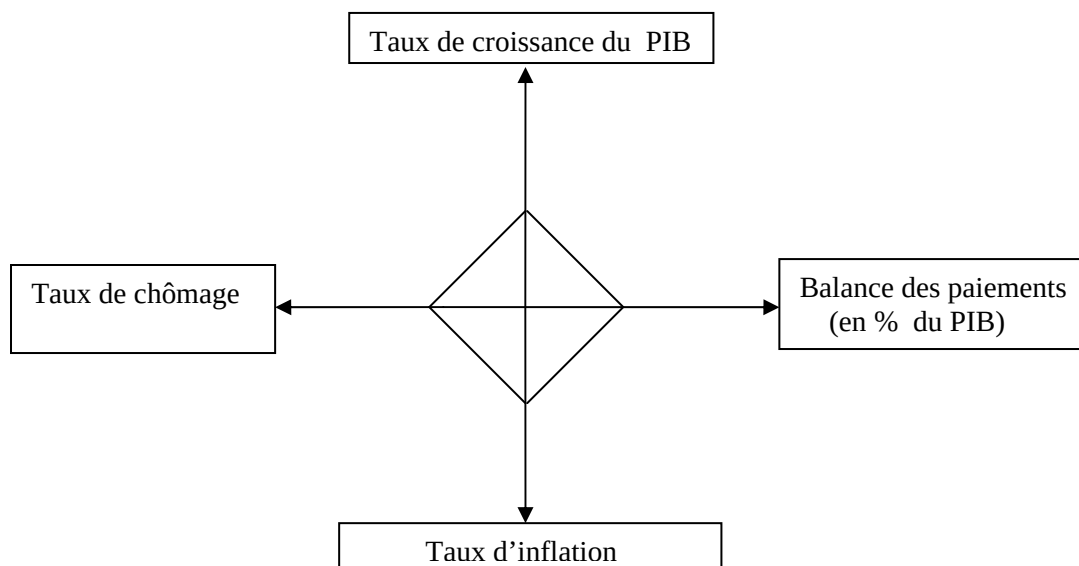
I-2-Les objectifs de la politique monétaire

La politique monétaire vise à agir sur les grandeurs économiques, appelées les objectifs finaux. Pour les atteindre, la banque centrale agit sur des variables monétaires, appelées les objectifs intermédiaires.

I-2-1-Les objectifs finaux

Les objectifs de la politique monétaire sont ceux d'une politique économique (croissance économique, stabilité des prix, plein emploi et équilibre des échanges extérieurs). La réalisation simultanée de ces quatre objectifs est représentée par le « carré magique » de l'économiste britannique N.Kaldor dans la figure ci-dessous.

Figure 5 : Le carré magique de N.Kaldor



Source : M.Delaplace, op. Cit, P 118.

En effet la réalisation de ses objectifs ne peut se faire simultanément. Il renvoie essentiellement, selon M. Montoussé⁴⁰, aux analyses théoriques de la monnaie préconisée par les grands courants de la pensée économique à savoir celui des classiques et des keynésiens.

Pour les courants hérités du quantitatifisme (classique et néoclassique), l'objectif final poursuivi est la stabilité des prix, tandis que le contrôle la croissance de la masse monétaire en est un objectif intermédiaire.

⁴⁰ M. Montoussé, «Analyse économique et historique des sociétés contemporaines », Ed Bréal, 2^{ème} Ed, Paris, 2007, P 234-235.

Selon les Keynésiens, la politique monétaire est un instrument de la relance économique et de stabilisation de l'économie. A cet effet, l'objectif final à atteindre s'exprime par un taux de croissance et un niveau d'emploi. Par contre l'objectif intermédiaire est représenté par un niveau du taux d'intérêt. Pour réaliser les objectifs finaux en matière de politique monétaire, les autorités monétaires définissent des objectifs intermédiaires.

I-2-2-Les objectifs intermédiaires

Selon J.P.Patat, les objectifs intermédiaires sont « des variables monétaires et financières et / économiques dont le contrôle et la régulation sont censés permettre d'atteindre les objectifs finaux de la politique monétaire. »

En politique monétaire, le rythme de croissance de la quantité de monnaie, le niveau des taux d'intérêts et le niveau du taux de change constituent les principaux objectifs intermédiaires.

I-2-2-1-La croissance de la masse monétaire

Le contrôle de la croissance de la masse monétaire constitue, pour les monétaristes, l'objectif central des autorités monétaires. Cette dernière veille à ce que le taux de croissance de la masse monétaire soit à un niveau aussi proche que possible du taux de croissance de l'économie réelle.

I- 2-2-2- Le niveau des taux d'intérêt

Le niveau des taux d'intérêt, constitue selon P. Jaffré⁴¹, un objectif intermédiaire très important, tant sur le plan interne que sur le plan externe. Sur le plan interne, il influe sur le niveau d'investissement des entreprises et l'arbitrage entre titres et monnaie. Sur le plan externe, il influe fortement sur le mouvement à court terme de capitaux.

En matière de politique monétaire, il existe deux types de taux d'intérêt, ceux pratiqués sur les marchés et ceux pratiqués par les institutions financières. Sur les marchés, les principaux taux sont respectivement le taux d'intérêt à court terme qui s'établit sur le marché monétaire en fonction des capitaux empruntés et leurs durées (taux au jour le jour, taux à terme) et le taux du marché obligataire et celui du marché hypothécaire qui sont pratiqués sur les marchés financiers. Pour les taux d'intérêt pratiqués par les institutions financières, ils sont de deux types, d'une part, le taux débiteur qui est le taux pratiqué par la banque à l'occasion

⁴¹ P. Jaffré, « Monnaie et Politique Monétaire », Ed, Economica, 4^{ème} Ed, Paris, 1996, P104.

d'octroir des prêts aux clients et d'autre part, le taux créditeur représente le taux de la rémunération consentie sur les placements d'épargne.

I- 2-2-3- Le niveau de taux de change

Le taux de change « exprime la valeur de la monnaie nationale par rapport à une monnaie étrangère »⁴². Dans une économie qui effectue de nombreux échanges avec l'étranger, le niveau du taux de change peut être retenu comme objectif intermédiaire. Il présente les qualités requises pour être un bon objectif intermédiaire dans la mesure où il est mesurable, facilement influençable par les autorités monétaires et enfin joue un rôle déterminant en terme de croissance et de compétitivité du pays.

En effet, une baisse de taux change fait accroître les exportations d'un pays et donc de la production globale, source de croissance économique et limite les importations. Enfin, une hausse de taux de change est un signe de ralentissement économique dans le sens où les exportations vont diminuer et donc la production également.

I-3-Les instruments de la politique monétaire

Deux grandes catégories d'instruments sont à la disposition des autorités monétaires pour atteindre les objectifs de la politique monétaire : d'une part, des instruments permettant la maîtrise de la liquidité bancaire, c'est-à-dire des avoirs en monnaie banque centrale détenus par les banques ordinaires, dite de second rang et d'autre part, des instruments à caractère administratif concernant l'octroi de crédits par les banques.

I- 3-1-Les instruments permettant la maîtrise de la liquidité bancaire

L'action sur la liquidité bancaire par le biais des taux d'intérêt prend essentiellement deux formes : le réescompte et l'open market. Dans les deux cas, il s'agit pour la banque centrale de jouer sur le coût de refinancement pour inciter les banques à réduire ou augmenter leur création monétaire.

I- 3-1-1-Le réescompte

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

⁴² M.Delaplace, op. Cit, P126.

I- 3-1-1-1-Définition et principe

Le réescompte est une opération qui consiste pour une banque centrale « à acheter un effet avant son échéance à une banque ou à un organisme financier qui l'a déjà escompté, en remettant le montant de la créance, déduction faite du taux d'escompte officiel, nommé taux de réescompte fixé par la banque centrale »⁴³.

La banque centrale, par la manipulation de ce taux, peut agir sur la création monétaire via les banques et contrôler la quantité de monnaie en circulation. En effet si la banque centrale décide de restreindre le montant des crédits distribués, elle va augmenter son taux de réescompte qui, par la suite, va renchérir le coût de la monnaie centrale. Ce relèvement incite les banques de second rang à augmenter leur taux d'intérêt débiteur, qui va engendrer une baisse de la demande de crédit. Inversement une baisse du taux de réescompte incite les banques à octroyer davantage de crédits.

La banque centrale peut doubler ce mécanisme et le renforcer par l'introduction d'un plafond de réescompte. Il s'agit d'un montant maximal qu'elle est prête à réescompter. Ces plafonds d'escompte limitent ainsi la quantité de monnaie centrale que les banques peuvent obtenir auprès de la banque centrale.

I- 3-1-1-2-Les inconvénients du réescompte

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

Ainsi, une hausse du taux de réescompte va se répercuter sur une élévation des taux d'intérêt débiteurs et la baisse des crédits. Si les entreprises n'ont pas d'autres sources de financement autres que les crédits bancaires, elles verront leur activité de production diminuer, ce qui va pénaliser l'activité économique.

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

⁴³ M. Delaplace, op.Cit, P 131.

I- 3-1-2-L'open market

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

I- 3-1-2-1-Définition et principe

Selon M. Montoussé et D. Chamblay, la politique de l'open market est « une technique qui consiste pour la banque centrale à agir sur le taux d'intérêt, selon les objectifs qu'elle s'est donnée, en achetant ou en vendant des titres contre des liquidités sur le marché monétaire »⁴⁴.

La banque centrale intervient sur le marché monétaire en se portant acheteuse ou vendeuse de titres selon qu'elle veut accroître ou retirer de la liquidité. Si elle veut accroître la liquidité bancaire, elle achète des titres en injectant ainsi de la monnaie banque centrale dans le circuit économique. Il en résulte une baisse du taux du marché monétaire et donc un refinancement moins coûteux pour les banques et les utilisateurs de crédit. A l'inverse, si elle souhaite réduire la masse monétaire, elle vend des titres, réduit donc la base monétaire et provoque une hausse des taux d'intérêt.

I- 3-1-2-2-Les avantages de l'open market

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

I- 3-1-2-3-Les inconvénients de l'open market

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

⁴⁴ M. Montoussé et D. Chamblay, « 100 fiches pour comprendre les sciences économiques », Ed Bréal, 3^{ème} Ed Paris, 2005, P196.

peut être aussi mise en échec si les banques commerciales ont d'autres sources de refinancement et des possibilités de réescompte auprès de la banque centrale.

I-3-1-3-Le système des réserves obligatoires

Selon C. Ottavj, la politique des réserves obligatoires consiste à « imposer aux établissements de crédit de maintenir des avoirs sous la forme de dépôts non rémunérés à l'institution d'émission proportionnels à la masse monétaire qu'ils gèrent »⁴⁵.

Le système des réserves obligatoires joue un rôle important dans le mécanisme de création monétaire opéré par les banques de second rang. Plus le taux de réserve obligatoire est élevé, moins de création monétaire et de crédits accordés.

En effet, une hausse de ce taux crée un besoin de liquidité pour la banque qui l'obligeant à emprunter sur le marché monétaire. Ainsi, l'excès de demande sur ce marché favorise la hausse des taux d'intérêt qui détériore les conditions de refinancement de la banque. Cette dernière les répercute sur le coût des crédits accordés à la clientèle en élevant les taux d'intérêt créditeurs qui va se répercuter sur la demande de crédit qui va diminuer. Inversement, une baisse des taux de réserve est censée inciter le système bancaire à créer davantage de crédit.

I-4-2-Les instruments à caractère administratif

Les instruments à caractère administratif concernent essentiellement l'encadrement du crédit et la sélectivité du crédit.

I-4-2-1- L'encadrement du crédit :

Selon J.M.Albertin, l'encadrement du crédit est une « mesure administrative qui vise à interdire ou à limiter un accroissement des encours de crédit »⁴⁶. Les autorités monétaires définissent le montant maximal ou le rythme de progression des crédits que les banques sont susceptibles d'accorder. Cette méthode permet de contrôler la création monétaire sans manipuler les taux d'intérêt. Elle repose sur un mécanisme de rationnement des quantités (crédits) plutôt que sur les variations de prix (taux d'intérêt). L'avantage principal de l'encadrement de crédit est certainement son efficacité pour agir sur les quantités sans pour autant entraîner de fortes variations des taux d'intérêt.

⁴⁵ C. Ottavj, « Économie contemporaine », Ed De Boeck, 3^{ème} Ed, Paris, 2008, P287.

⁴⁶ J.M.Albertin, « Les nouveaux rouage de l'économie », Ed De l'Atelier, Paris, 2008, P138.

L'encadrement du crédit n'est efficace que dans une économie financée par crédit car si les agents économiques se procurent des ressources sur les marchés des capitaux et non pas par le crédit, ce système devient inefficace. De même, il n'est vraiment efficace que si, d'une part, il n'y a pas, dans le pays, un autre moyen de financement, et que, d'autre part, le marché intérieur est assez bien isolé du reste du monde par un contrôle des changes. Enfin l'encadrement du crédit fausse la concurrence entre établissements bancaires en empêchant les banques d'accroître leur part de marché.

I-4-2-2-La sélectivité du crédit

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

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

II-Les canaux de transmission de la politique monétaire

Les actions de la banque centrale en matière de politique monétaire sont transmises à l'économie réelle à travers plusieurs canaux. Ces derniers permettent aux autorités monétaires d'évaluer précisément le rythme et l'incidence de leurs actions sur l'économie.

Selon Frederic Mishkin, les canaux de transmission monétaire sont de trois grandes catégories :

- Le canal du taux d'intérêt ;
- Le canal du prix des autres actifs ;
- Le canal du crédit.

II-1-Le canal du taux d'intérêt

Selon S. Brana et M. Cazal⁴⁷, ce canal consiste en l'effet des variations des taux d'intérêt sur la demande finale, à travers les dépenses de consommation et d'investissement des agents non financiers. Le premier effet est transité à travers l'arbitrage entre la consommation et l'épargne. Une hausse des taux d'intérêt rend l'épargne plus attractive au

⁴⁷ S. Brana et M. Cazal, « La monnaie », Ed Dunod, Paris, 1997, P 99.

détriment de la consommation et incitent les agents économiques à faire des placements plutôt que de consommer.

Le second effet consiste à agir sur le patrimoine des agents économiques à travers l'effet de richesse. Selon Milton Friedman, le comportement des agents ne dépend pas seulement de leur revenu courant mais du montant global de leur patrimoine. Toute variation du taux d'intérêt modifie le patrimoine des agents car certains actifs verront leur prix diminuer comme le cas des obligations et par conséquent les ménages modifient leurs comportements de consommation.

Enfin, le dernier effet d'une variation du taux d'intérêt consiste à agir sur le revenu des ménages. Une hausse des taux d'intérêt fait augmenter les charges financières liées à un emprunt, ce qui fait diminuer le revenu courant des ménages et déprimer leur consommation.

II-2-Le canal du prix des autres actifs

Les impulsions monétaires ne sont pas transmises uniquement à travers le taux d'intérêt mais également à travers les prix relatifs d'autres actifs. Ceux-ci concernent les devises et les actions à travers le canal du taux de change et celui des cours des actions.

II-2-1-Le canal du taux de change

Le canal du taux de change fait intervenir l'effet du taux d'intérêt qui va agir sur les exportations nettes et par la suite sur la production globale. Une augmentation de l'offre de monnaie suite à une politique monétaire expansionniste produira une baisse relative des taux d'intérêt nationaux et le placement devient moins attractif que ceux libellés en devises ; ce qui va engendrer une baisse des dépôts en monnaie nationale et la dépréciation de la monnaie nationale. Cette dernière fait baisser les prix des biens nationaux par rapport aux biens étrangers, ce qui traduit une augmentation des exportations nettes et donc de la production globale.

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 attractifs par rapport aux dépôts libellés en monnaie étrangère. La monnaie nationale, va être davantage demandée que la monnaie étrangère, ce qui fait augmenter son prix, en d'autres termes, la monnaie s'apprécie. Cette appréciation renchérit les prix des biens nationaux en devise par rapport aux biens étrangers, ce qui réduit les exportations nettes du pays. La baisse de la demande extérieure tend à réduire la production.

II-2-2-Le canal du cours des actions

Il existe deux canaux importants impliquant les cours des actions pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Il s'agit de la théorie du coefficient de Tobin et l'effet de la richesse sur la consommation.

II-2-2-1- La théorie du coefficient de Tobin

Cette théorie établit un mécanisme selon lequel la politique monétaire affecte l'économie par le biais de ses effets sur la valorisation des actions. Une hausse des prix des actions augmente la profitabilité des investissements mesurée par le ratio Q de « Tobin »⁴⁸, ce qui est favorable à l'investissement. Si Q augmente, la valeur boursière des entreprises va s'accroître par rapport au coût de renouvellement du capital et les nouveaux investissements productifs sont peu onéreux par rapport à la valeur boursière des entreprises, ce qui encourage l'investissement. Lorsque Q est faible, les entreprises ne cherchent pas à acquérir de nouveaux équipements car leur valeur boursière est faible par rapport au coût du capital.

L'existence d'une relation entre le coefficient (Q) de Tobin et les dépenses d'investissements nous permet de comprendre comment la politique monétaire affecte les cours des actions, dans une conception keynésienne et monétariste.

En effet, selon les monétaristes, lorsque l'offre de monnaie augmente, les agents estiment qu'ils disposent trop de liquidité par rapport au niveau souhaité et tentent de réduire leur encaisse en accroissant leur dépenses. À cet effet, le marché financier leur offre une possibilité de dépenser ce surplus, ce qui accroît la demande des actions et fait monter les cours.

Ainsi, pour les keynésiens, la chute des taux d'intérêt suite à une politique monétaire expansionniste rend moins attractif les placements en obligations par rapport aux actions, ce qui suscite une hausse de ces dernières.

II-2-2-2-L'effet de richesse

Le canal de transmission par les cours des actions agit par le biais des effets de richesse sur la consommation. Ce canal a été mis en évidence par Franco Modigliani. Selon lui, les dépenses de consommation sont déterminées par les ressources des consommateurs qui sont constituées du capital humain, du capital matériel et de la richesse financière. Lorsque les

⁴⁸ Selon F. Mishkin, le ratio Q de Tobin est défini comme « le rapport entre la valeur de marché d'une entreprise (cours des actions) et le coût de renouvellement du capital ». F. Mishkin, op. Cit, P 693.

cours des actions s'élèvent, la valeur de ce patrimoine financier s'accroît et les ressources des consommateurs vont augmenter, à leur tour, en conséquence, la consommation augmente.

II-3-Le canal du crédit

Le canal du crédit existe sous deux aspects. Le premier met l'accent sur les flux des prêts à l'intérieur du système bancaire ; c'est le canal des prêts bancaires. Le second, appelé canal du bilan, se focalise sur la santé et la structure financière des prêteurs et des emprunteurs.

II-3-1-Le canal des prêts bancaires

Le canal du crédit bancaire est fondé selon, Brana et M. Cazal ⁴⁹ sur le principe que le rationnement du crédit n'est pas dû seulement à la hausse des taux sur la demande de financement mais aussi sur la diminution de l'offre du crédit par les banques.

En effet, une hausse des taux d'intérêt sur les prêts bancaires aura un double effet : d'une part, augmenter la rentabilité des crédits et d'autre part, rendre les crédits plus risqués car cette hausse augmente la charge de remboursement de l'emprunteur.

Ainsi, la banque peut refuser de prêter à certains agents, alors qu'ils sont disposés à emprunter aux taux élevés. Ceci, peut s'expliquer par l'incertitude des banques par rapport à la solvabilité future de leurs clients. De ce fait, c'est la banque qui réduit son offre de crédit et non la baisse de la demande.

Enfin, cette situation de rationnement de crédit de la part des banques peut pénaliser certains emprunteurs à savoir les ménages et les petites entreprises qui n'ont pas d'autres sources de refinancement autre le crédit bancaires. Ils verront leurs dépenses de consommation et d'investissements diminuer.

II-3-2-Le canal du bilan

Le canal du bilan indique, selon Brana et M. Cazal ⁵⁰, qu'une hausse des taux d'intérêt va se répercuter sur la situation financière de l'entreprise ainsi que celle des ménages.

En effet, une hausse des taux d'intérêt aura une incidence sur la dépense de consommation des ménages financée par crédit car les ménages n'obtiendront pas les financements demandés en raison de la diminution des garanties offertes. Par conséquent, la demande et la production se dépriment.

⁴⁹ Brana et M. Cazal, op. Cit, P 103.

⁵⁰ Idem, P103.

En outre, les entreprises, suite à une augmentation des taux d'intérêt, verront la valeur de leurs actions diminuer, par conséquent la valeur de leur fonds propres diminuer. Cette situation aboutit à une réduction des prêts destinés à financer les dépenses d'investissements.

Enfin, la hausse des taux d'intérêt augmente la charge d'intérêt pour un niveau d'endettement, ce qui provoque des difficultés de trésorerie pour l'entreprise. Dans ce cas là, l'incitation de prêter des fonds va diminuer.

II-4-Le canal des anticipations et les effets d'annonce

Les autorités monétaires, en modifiant certaines variables sous leur contrôle, indiquent aux agents leurs intentions futures. Dans le cadre de leurs décisions, les agents vont intégrer de nombreuses anticipations sur la consommation future, les capacités de production futures et les rémunérations futures, etc. Ils vont faire de la projection à partir d'indicateurs anticipés comme par exemple le taux d'inflation estimé. Par cette action, la banque concernée indique aux agents par avance ses intentions. Il s'agit d'un signal envoyé en direction des agents financiers et surtout des agents non financiers. Cette action permet aussi de rendre plus crédible les actions de la banque centrale.

La banque centrale est chargée de la conduite de la politique monétaire. Elle met en œuvre différentes actions afin d'atteindre les objectifs finaux qu'elle s'est fixée. Pour parvenir à réaliser ses objectifs, elle fixe les objectifs intermédiaires. Par la suite, elle complète son action par un ensemble d'instruments. Ces actions influent sur les objectifs finals au travers des différents canaux appelés les canaux de transmissions de la politique monétaire. L'importance de ces canaux varie en fonction des objectifs fixés par la banque centrale.

Section 2 : Les fondements théoriques des politiques monétaires

L'analyse classique considère que la politique monétaire est inutile, elle n'a pas d'influence sur les grandeurs réelles de l'économie (production et l'emploi) et elle est source d'inflation. Pour eux, les mécanismes du marché restaurent automatiquement et rapidement le plein emploi grâce à la parfaite flexibilité des prix qui assurent l'équilibre entre l'offre et la demande sur tous les marchés.

Avec la crise de 1929, J.M. Keynes marque une rupture avec l'analyse classique en mettant l'accent sur l'incapacité des mécanismes spontanés des marchés d'assurer une croissance économique et le plein emploi. De son point de vue, les mécanismes du marché sont défaillants et ne peuvent rétablir l'équilibre de plein emploi d'où la nécessité des interventions de la puissance publique pour rétablir l'équilibre de plein emploi. Pour cela, il préconise une politique monétaire. Il admet que celle-ci pouvait à court terme stimuler la création d'emploi mais il la rejette globalement sur le long terme.

En réaction à la théorie keynésienne et à la montée de l'inflation dans les années 1970, les monétaristes, en la personne M. Friedman, souligne l'inefficacité de la politique monétaire keynésienne. Partant de la courbe de Phillips, qui montre une relation inverse entre inflation et chômage, il démontre que cette courbe ne fonctionne qu'à court terme et qu'il n'y avait pas d'arbitrage à long terme.

Les nouveaux classiques radicalisent l'approche de M. Friedman en affirmant, qu'à court terme et long terme, dominant des anticipations rationnelles, intégrant les effets d'une politique monétaire de relance (l'inflation). Dès lors, la politique monétaire est non seulement inefficace à long terme mais également à court terme.

Pour mieux appréhender la place et le rôle de la politique monétaire à travers les théories économiques, il y'a lieu de s'étaler, dans la présente section, sur les fondements et les principes de chacune des écoles de pensée.

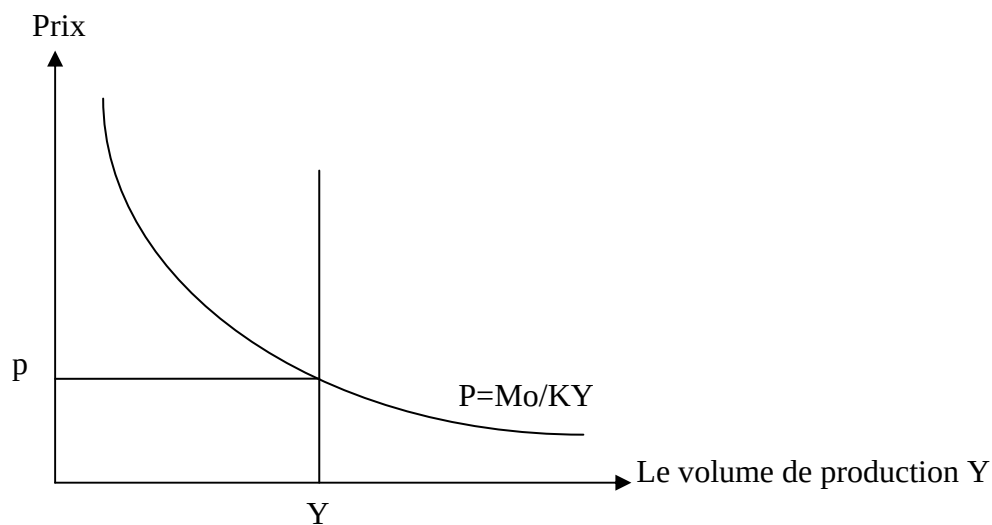
I -Les fondements théoriques de la politique monétaire chez les classiques

À 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.

I-1-L'influence de la politique monétaire sur le secteur monétaire

Le secteur monétaire est constitué du marché de la monnaie. Ce dernier résulte de la confrontation de deux courbes. D'une part la courbe de demande d'offre de monnaie et d'autre part, la courbe de demande de monnaie. Cette confrontation est donnée par la figure ci-dessous

Figure 6 : L'équilibre sur le marché de la monnaie



Source : M. Montoussé et I. Waquet, « 100 fiches de micro et macroéconomie », Ed Bréal, Paris, 2009, P123.

L'offre de monnaie est considérée comme exogène, c'est-à-dire elle est contrôlée par l'autorité monétaire. La demande de monnaie émane de la part des agents économiques à des fins de transaction ou dans un souci de précaution. L'égalité de l'offre et de la demande de monnaie permet de déterminer le niveau général des prix et les conditions d'équilibre monétaire du marché de la monnaie.

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 productions. Il est toujours optimal et ne peut augmenter (la loi des débouchés).

A cet effet, tout accroissement de l'offre de monnaie en circulation pour une vitesse de circulation constante et un volume de production constant se traduisent par un accroissement

du niveau général des prix. Inversement une diminution de la quantité de monnaie en circulation entraîne une baisse du niveau général des prix.

En effet, une augmentation de la monnaie en circulation fait augmenter le pouvoir d'achat des agents économiques qui vont se retrouver avec des encaisses excédentaires qu'ils vont dépenser sur le marché et ces dépenses vont augmenter la demande. Comme l'offre des biens et services ne peuvent augmenter (l'économie en situation de plein emploi de tous les facteurs de productions), il résulte une pression sur la demande, qui fait augmenter les prix en réduisant ainsi la valeur des encaisses excédentaires détenues par les agents. Le mouvement se poursuit jusqu'à ce que les encaisses excédentaires retrouvent leur niveau initial.

Inversement, une diminution de la quantité de monnaie en circulation fait baisser le pouvoir d'achat des agents économiques qui vont se retrouver avec des encaisses jugées très insuffisantes et qui les poussent à les reconstituer en réduisant leurs dépenses. La réduction des dépenses provoque une baisse de la demande qui fait baisser les prix. Le processus de baisse des prix se poursuit jusqu'à ce que avec un moins de monnaie en circulation permet de financer un même volume d'échange, c'est-à-dire les encaisses réelles vont retrouver leur niveau initial.

Enfin, tout accroissement de l'offre de monnaie visant à stimuler l'activité économique aura un effet sur les grandeurs nominales en conduisant à une hausse du niveau général des prix. 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'économie.

I-2-L'influence de la politique monétaire sur le secteur réel

Pour les classiques, la politique monétaire n'a pas d'influence sur le secteur réel de l'économie. Tout déséquilibre qui se manifeste sur ce secteur suite à un accroissement de l'offre de monnaie sera éliminé grâce aux mécanismes d'ajustement du marché.

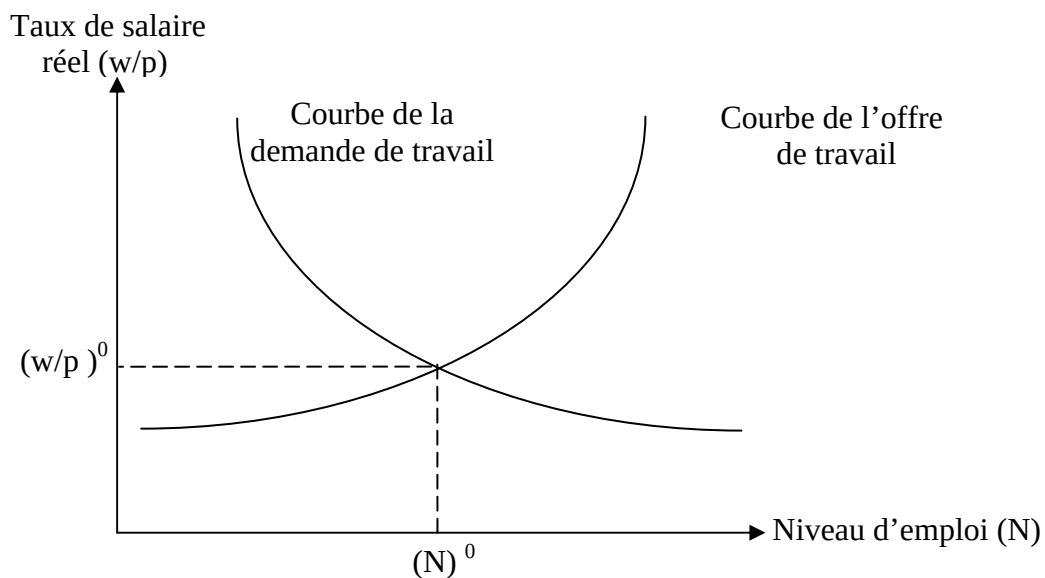
I-2-1-La structure d'équilibre général dans le secteur réel

Le secteur réel est constitué du marché de travail, du marché des biens et services et du marché des capitaux. Sur ces marchés se forment trois équilibres macroéconomiques qui garantissent que l'économie est en situation d'équilibre.

I-2-1-1-L'équilibre du marché de travail

Selon J.L. Bailly, le marché du travail est « le lieu où se fixe simultanément le niveau d'emploi et le taux du salaire réel d'équilibre »⁵¹. Ce marché résulte de l'intersection de deux courbes. D'une part, la courbe de la demande de travail et d'autre part, la courbe d'offre de travail. La confrontation de ces deux courbes est présentée dans la figure ci-dessous.

Figure 7: L'équilibre sur le marché du travail.



Source: J.L. Bailly, op. Cit, P24.

La demande de travail émane de la part des entreprises. Celles-ci fixent le niveau de la demande travail en fonction des salaires pratiqués sur le marché. Plus le niveau du salaire est faible, plus la demande de travail est forte. De ce fait, la courbe de demande de travail est une fonction décroissante du salaire réel noté (w/p) .

L'offre de travail émane des individus qui vendent l'offre de travail. Elle résulte d'un arbitrage de la part des ménages entre travail et loisir en fonction de la contrainte de salaire. Lorsque le taux du salaire réel proposé par les entreprises est plus élevé, les ménages sont amenés à sacrifier le temps de loisir pour le consacrer au travail. C'est pourquoi la fonction d'offre de travail est une fonction croissante du taux du salaire réel.

Au point de rencontre entre la courbe d'offre et la courbe demande de travail se définit un équilibre du marché du travail qui satisfait à la fois les salariés et les entreprises

⁵¹ J.L. Bailly, « Macroéconomie », Ed Bréal, 2^{ème} Ed, Paris, 2006, P 23.

pour un salaire d'équilibre noté $(w/p)^0$ et un niveau d'emploi noté $(N)^0$. Cet équilibre reflète le plein emploi du facteur travail. L'offre de travail égale à la demande de travail. Tout déséquilibre sera résorbé par la flexibilité du salaire qui permet le retour instantané à l'équilibre du marché du travail.

En effet, lorsque le taux de salaire réel est inférieur au salaire réel d'équilibre, la demande de travail de la part des entreprises va augmenter puisque le prix du travail est moins chère, par contre l'offre de travail de la part des ménages va diminuer car pour un salaire diminué les travailleurs seront moins nombreux à vouloir travailler et préfèrent privilégier leurs loisirs. Dans ce cas là, les salaires réels vont augmenter réduisant ainsi la demande de travail et augmentant l'offre de travail. Le processus d'ajustement se poursuit jusqu'à ce que le taux du salaire réel d'équilibre soit restauré et aussi le processus d'ajustement se poursuit tant qu'il existe une demande excédentaire de travail. Le processus similaire à la baisse du salaire réel se met en œuvre en cas où le taux du salaire réel est supérieur au salaire réel d'équilibre. Celui-ci va engendrer une augmentation de l'offre de travail et une baisse de la demande de travail jusqu'à ce que le taux du salaire réel d'équilibre soit restauré.

De ce qui précède, la flexibilité du salaire à la hausse ou à la baisse permet un ajustement équilibré sur le marché du travail qui garantit le plein emploi et par voie de conséquence le chômage n'apparaît pas, sauf pour les ménages qui ne veulent pas travailler pour le salaire réel d'équilibre. Il s'agit d'un « chômage volontaire », pour lequel les ménages n'acceptent pas de travailler au salaire réel d'équilibre.

En définitive, le raisonnement néoclassique débouche sur l'idée selon laquelle la lutte contre le chômage passe principalement par la baisse du salaire. Il n'y a pas de chômage en dehors du chômage volontaire où celui-ci est lié à des rigidités institutionnelles qui bloquent les mécanismes d'ajustement sur le marché du travail.

I-2-1-2-Le marché des biens et services

Dans l'approche classique, le marché des biens et services est en équilibre entre l'offre globale et la demande globale. Cette égalité a été mise en évidence par l'économiste Français Jean. Baptiste Say, dans son ouvrage intitulé « traité d'économie politique » publié en 1803. Selon cette loi, « la production qui crée une demande pour les produits [...]. Un produit créé offre, dès cet instant, un débouché à d'autres produits pour tout le montant de sa

valeur [...]. Le fait seul de la formation d'un produit ouvre, dès l'instant même un débouché à d'autres produits »⁵².

En effet, selon Say, toute production trouvera un débouché dans la mesure ou « l'offre crée sa propre demande ». Toute personne qui offre quelque chose sur un marché, c'est pour se procurer d'autres choses. Les individus offrent leur travail pour se procurer un salaire et le dépenser. De même, les entreprises ne cherchent à vendre leurs produits, qu'en vue d'acheter de nouvelles fournitures et d'investir.

Ainsi les entreprises qui produisent et vendent la production, distribuent l'équivalent sous forme de revenus permettant aux agents économiques de racheter la production produite. Tout le revenu est donc employé pour demander des biens et services. La demande globale est donc équivalente à l'offre globale. Par conséquent, une crise de surproduction comme celle de sous-production ne peut se produire, du moment que tous les biens offerts dans l'économie ont un débouché. Chaque produit fabriqué est nécessairement proposé à la vente.

Tout de même, cette égalité entre l'offre globale et la demande globale ne signifie pas l'absence de déséquilibre. Certains biens peuvent avoir été produits en excédent par rapport à la demande et d'autres en déficit. Les déséquilibres qui peuvent survenir seront rapidement résorbés grâce à la flexibilité des prix. Tout excès de l'offre des biens et services pour le prix existant va engendrer une baisse des prix jusqu'à ce que la demande soit à nouveau équivalente à la production. La baisse des prix va conduire à une réduction de la production et par la suite la demande augmentera. D'une manière symétrique, si la demande excède l'offre, la hausse des prix provoquant à la fois une augmentation de l'offre des biens et services et une diminution de la demande permettant d'obtenir l'équilibre entre l'offre et la demande.

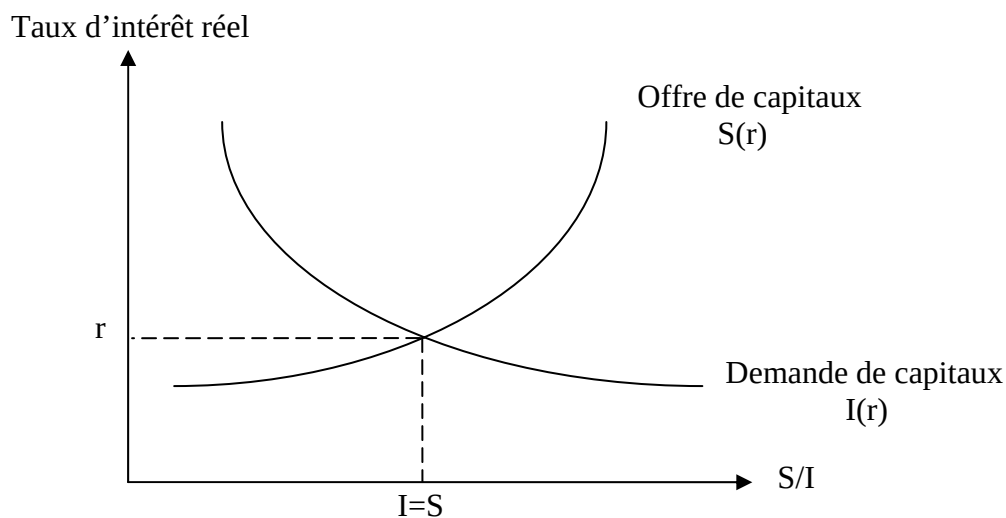
Au total, le marché des biens et services assurent un équilibre entre l'offre globale et la demande globale des biens et services. L'offre et la demande s'adaptent grâce à la flexibilité des prix. Durant le processus d'ajustement, les entreprises ne sont pas incitées à réduire la production et l'emploi. Quand les prix baissent ou augmentent, les salaires nominaux baissent ou augmentent dans les mêmes proportions et le coût réel du travail ne varie pas et par conséquent, l'emploi et la production ne changent pas.

⁵² J.B.Say, op. Cit, P140-141, cité par A. Samuelson, « Les grands courants de la pensée économique », Ed OPU, 2^{ème} Ed, Alger, P 97.

I-2-1-3-Le marché des capitaux

Selon I. Waquet, le marché des capitaux est « le lieu qui met en relation les ménages qui souhaitent placer leurs épargnes en prêtant, en achetant des titres et les entreprises qui financent leurs investissements en empruntant, en émettant des titres »⁵³. Ce marché résulte de la confrontation de deux courbes. D'une part la courbe de demande de fonds prêtables et d'autre part, la courbe d'offre de fonds prêtables comme la montre la figure ci-dessous

Figure 8 : L'équilibre sur le marché des capitaux.



Source : M. Montoussé et I. Waquet, op.Cit, P121.

La demande de fonds prêtables émane généralement de la part des entreprises qui ont besoin de financer leurs investissements. Cette demande d'investissement est une fonction décroissante du coût du capital (taux d'intérêt). Plus le taux d'intérêt est plus élevé, moins les entreprises décident d'accroître leurs investissements devenus moins rentables.

L'offre de fonds prêtables sur le marché des capitaux provient des ménages. Ceux-ci épargnent en fonction de la rentabilité du placement offert sur le marché. Le caractère avantageux du placement est apprécié par la variable du taux d'intérêt. Plus ce dernier est élevé plus les agents renoncent à la consommation aujourd'hui pour consommer plus demain. Ceci dit, l'épargne est une fonction croissante du taux d'intérêt.

⁵³ I.Waquet, « Macroéconomie », Ed Bréal, Paris, 2006, P26.

Au point de rencontre entre la courbe de demande de fonds prêtable et celle d'offre se définit un équilibre du marché du capital qui satisfait à la fois les demandeurs de fonds et les prêteurs de fonds. Tout déséquilibre sera résorbé par la flexibilité du taux d'intérêt qui permet le retour instantané de l'équilibre du marché du capital. Lorsque la demande d'investissement est très importante par rapport à l'épargne disponible dans l'économie, le taux d'intérêt augmentera, par conséquent le volume d'épargne augmentera. Inversement quand la demande d'investissement est faible par rapport à l'offre de l'épargne qui est très importante, le taux d'intérêt diminue, permettant ainsi d'augmenter le volume d'investissement.

L'équilibre sur le marché des capitaux égalisant l'épargne et l'investissement par le taux d'intérêt détermine la structure de production entre l'investissement et la consommation. En d'autres termes, une hausse de l'épargne n'aura pas d'effet sur le montant de la production car cette épargne sera investie et la consommation va diminuer. Dans ce cas là l'épargne ne réduit pas la demande globale et n'affecte pas l'équilibre entre l'offre et la demande globale.

I-2-2-Le modèle d'équilibre classique et l'effet d'une politique monétaire

A travers le modèle d'équilibre classique, l'économie en situation de plein emploi, il n'y a pas de chômage en dehors du chômage volontaire. Tout chômage sera résorbé par la flexibilité du salaire réel. La production est écoulee sans difficulté sur les différents marchés. Il n'y a jamais une crise de surproduction ou une insuffisance de la demande globale. La demande s'adapte à l'offre grâce à la flexibilité des prix. Tout revenu non dépensé à la consommation alimente une épargne qui sera investie sur le marché des capitaux. Sur ce marché, l'épargne est égale à l'investissement grâce à la flexibilité du taux d'intérêt.

Le seul déséquilibre qui se manifeste sur le secteur monétaire, en l'occurrence le marché de la monnaie suite à un accroissement de l'offre de monnaie, visant à stimuler l'activité économique qui aura d'effet sur les grandeurs nominales en conduisant à une hausse du niveau général des prix, mais aucun effet sur les grandeurs réelles de l'économie (l'emploi, le volume de production, l'épargne l'investissement, le taux d'intérêt, le salaire réel).

En effet, sur le marché du travail, la hausse du niveau général des prix conduit à une baisse du salaire réel. La demande de travail augmentera, tandis que l'offre diminue et par voie de conséquence le marché du travail se trouve en situation excédentaire. Le salaire nominal augmentera jusqu'à ce que l'équilibre soit rétabli, pour le même niveau de salaire réel et le même niveau d'emploi. De ce fait, le niveau d'emploi et de production n'est pas affecté par la hausse des prix.

En outre, sur le marché des capitaux, une politique monétaire expansionniste provoque une baisse de la demande des titres publics de la part des ménages sans modifier leur épargne. Cette baisse correspond à une baisse de l'offre de titres émis par l'État. Le taux d'intérêt d'équilibre ne se modifie pas mais le volume de titres échangés sont plus faibles.

Au total, la politique monétaire dans l'approche classique et néoclassique n'a fait que créer de l'inflation et n'a logiquement aucun effet sur les grandeurs réels de l'économie (le salaire réel, le niveau d'emploi, le volume de production, le niveau d'investissement et d'épargne, le taux d'intérêt). En d'autres termes, les variables nominales (prix et 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'économie.

II- La politique monétaire chez les keynésiens

L'analyse keynésienne de la politique monétaire s'inscrit dans le cadre d'une critique adressée à la théorie néoclassique du marché du travail. Ce dernier s'avère inefficace à rétablir l'équilibre de plein emploi.

II-1-La critique de la théorie néoclassique du marché du travail

Pour les économistes néoclassiques, le niveau d'emploi se détermine sur le marché du travail par confrontation entre l'offre et la demande. La flexibilité des salaires permet un ajustement équilibré sur le marché du travail, empêchant de ce fait, toute apparition du chômage sauf s'il s'agit d'un « chômage volontaire ». J.M.Keynes rejette l'idée que le marché du travail puisse fonctionner d'une façon qui assure toujours son équilibre de plein emploi.

En effet, pour lui, une réduction de la demande des biens et services fait baisser la demande de travail au niveau des entreprises. Ces dernières ne peuvent produire davantage en raison d'une demande insuffisante, ce qui les conduit à réduire leur niveau d'emploi et l'économie tend ainsi vers un « chômage involontaire ». Ce chômage ne s'explique pas par l'exigence d'un salaire supérieur au salaire d'équilibre. Les travailleurs qui étaient employés en situation de plein emploi sont toujours disposés à travailler au salaire actuellement payé au niveau des entreprises mais ne trouvent pas d'emploi, car les entreprises ne les embauchent pas, faute de débouchés.

Ainsi, il ajoute que le remède classique au chômage (la baisse des salaires), néglige le double parti du salaire qui est le revenu distribué aux travailleurs. La baisse du salaire réduit le revenu et par conséquent la consommation des travailleurs diminue. Le recul de la consommation déprime encore plus la demande globale, accentue la récession et conduit les entreprises à réduire l'emploi.

Par ailleurs, pour Keynes, le niveau d'emploi est déterminé par le volume de production anticipé par les chefs d'entreprises. Quand les anticipations des entreprises concernant le « climat des affaires » sont mauvaises (pessimistes), il résulte une insuffisance de la demande anticipée qui pousse les entreprises à réduire leurs investissements, ce qui contracte leurs activités, en les conduisant à réduire leur niveau d'emploi et l'augmentation du chômage. Inversement, si les anticipations sont optimistes, les entreprises investissent et embauchent d'avantage, ce qui fait augmenter le niveau d'emploi.

De ce fait, il découle que le niveau d'emploi n'est pas fixé sur le marché du travail comme le souligne les néoclassiques. Il est fixé au niveau des entreprises. Il résulte directement du niveau global de la production qui lui-même résulte non pas sur la base de la demande courante (demande réalisée), mais en fonction de la demande anticipée que Keynes appelle la « demande effective ». Celle-ci est composée à partir de l'anticipation par les entreprises d'un niveau de demande pour les biens de consommation et pour les biens d'équipement.

De ce qui précède, la « demande effective » détermine le niveau de production, qui détermine lui-même le niveau d'emploi global ainsi que la décision d'embauche et de licenciement. Selon Keynes, il n'y a aucune raison pour que le volume d'emploi décidé par les entreprises corresponde au plein emploi : « en cas d'insuffisance de la demande effective, la main d'œuvre est sous employée, en ce sens qu'il y a des hommes sans emploi désireux travailler pour moins que le salaire réel en vigueur »⁵⁴. Le chômage est donc « involontaire » et s'explique par un niveau insuffisant de la « demande effective ».

En définitive, en l'absence d'un mécanisme automatique susceptible de faire remonter la demande des biens et services, le marché du travail restera en situation d'équilibre, mais il s'agit d'un équilibre de sous-emploi. Seule une intervention de l'État, peut résorber le chômage par des mesures visant à augmenter la « demande effective » susceptible de provoquer une hausse du niveau de la production et ainsi d'améliorer la situation de l'emploi,

⁵⁴ J.M. Keynes, op. Cit, P 291, cité par I.Waquet, op. Cit, P26.

et assurer le plein emploi. Les principaux leviers de relance de la « demande effective » selon Keynes sont :

- Une politique de relance monétaire (création de la monnaie afin de baisser le taux d'intérêt pour encourager l'investissement).
- Une politique de relance budgétaire (hausse des dépenses publiques ou baisse des impôts).

Pour les besoins de notre recherche, nous nous limitons à la politique monétaire de relance qui nous semble être plus essentielle pour la suite de notre travail.

II-2-Le mécanisme de la politique monétaire keynésienne

J.M.Keynes soutient qu'en cas d'insuffisance de la « demande effective », l'économie tend vers une situation de sous emploi. Selon lui, l'État doit intervenir pour rétablir l'équilibre de plein emploi par une politique visant à soutenir la «demande effective». la principale politique sur laquelle J.M Keynes met l'accent est la politique monétaire de relance. Il faut créer de la monnaie afin de baisser les taux d'intérêts et encourager l'investissement. Selon Keynes, « l'effet premier d'une variation de la quantité de monnaie sur la demande effective résulte de son influence sur le taux d'intérêt. [...]. Son effet quantitatif pourrait être connu au moyen des trois éléments suivants :- (a) la courbe de préférence pour la liquidité [...], (b) la courbe d'efficacité marginale du capital [...], et (c) le multiplicateur d'investissement [...]. »⁵⁵.

En effet, la baisse du taux d'intérêt aura deux effets. D'une part, pousser les agents économiques à utiliser la monnaie pour des motifs de transaction plutôt que pour des motifs de spéculation, et d'autre part, stimuler les investissements ainsi que l'«efficacité marginale du capital »⁵⁶. Les entreprises vont accroître les investissements tant que le taux d'intérêt est inférieur à l'efficacité marginale du capital.

Par ailleurs, l'augmentation des investissements, une des composante de la « demande effective », va engendrer l'augmentation de la production nationale et donc de l'emploi, via l'« effet du multiplicateur » par le mécanisme suivant⁵⁷:

Une augmentation des investissements va entraîner une augmentation de la production des entreprises qui accroît le revenu à distribuer. Une partie de ces revenus supplémentaires

⁵⁵ J.M. Keynes, op. Cit, Ed Payot, 1985, P299.

⁵⁶ Selon S.Brana et M.Cazalas l'efficacité marginal du capital est : « La rentabilité attendue d'une unité additionnelle d'investissement en capital physique ». Brana et M.Cazalas, op. Cit, P48.

⁵⁷ M. Caron, « Budget et politiques budgétaires », Ed Breal, Paris, 2007, P39.

mesurés par la proportion marginale à consommer va accroître la consommation qui va se transformer en demande supplémentaire, d'où une nouvelle hausse de production ; donc des revenus et ainsi de suite.

Ainsi, le deuxième élément de la demande effective en l'occurrence la consommation se trouve accru grâce à l'augmentation des revenus distribués par les entreprises. Selon Keynes, les individus décident du montant de leur consommation en fonction du revenu. Plus le revenu augmente, plus la consommation des ménages s'accroît, mais la « propension marginale à consommer »⁵⁸ diminue.

Dans ce cadre d'analyse, le volume de la demande effective (la consommation et l'investissement) se trouve accru et, par là, le niveau de production augmente et le niveau d'emploi s'améliore.

Cependant, Keynes explique que cette politique monétaire de relance qui se caractérise par un « accroissement de la quantité de monnaie ne produit absolument aucun effet sur les prix tant qu'il reste du chômage, et (...) toute augmentation qui en résulte dans la demande effective se traduit par une augmentation exactement proportionnelle de l'emploi. (...). Tant qu'il existe du chômage, l'emploi varie proportionnellement à la quantité de monnaie »⁵⁹. En situation de sous emploi, l'accroissement de la quantité de monnaie accroît la « demande effective » qui entraîne une augmentation proportionnelle de la production et, par conséquent, de l'emploi, sans qu'il y ait une hausse des prix, du moment que tous les facteurs de production sont disponibles.

Tout de même, quand le plein emploi est atteint « tout effort pour accroître encore davantage l'investissement suscite une tendance des prix nominaux à monter sans limite, quelque soit la propension marginale à consommer : on est arrivé, en d'autres termes, à un état d'inflation véritable »⁶⁰. En situation de plein emploi, l'accroissement de la quantité de monnaie accroît la « demande effective » mais cette dernière ne peut plus provoquer une augmentation de la production puisqu'il n'y a plus de facteur de production disponible. Il résulte de ce fait, une hausse du niveau général des prix mais aussi une hausse du niveau des salaires qui fixent un nouvel état de plein emploi.

⁵⁸ Selon S.Brana et M.Cazalas, la propension marginale à consommer est « La part du revenu consacré à la consommation ». S.Brana, M.Cazalas « La monnaie », op. Cit, P48.

⁵⁹ J.M.Keynes, op. Cit, P296.

⁶⁰ J.M. Keynes, op. Cit, P 134, cité par M.Montoussé, « 100 fiches de lecture: en économie, sociologie, histoire et géographie économique », Ed Bréal, Paris, 2008, P 70.

Au total, la politique monétaire d'inspiration keynésienne, permettant de répondre au besoin de relance économique par un accroissement de la « demande effective », devient une arme véritable contre le sous emploi tant que le plein emploi n'est pas atteint.

II-3-Les conditions d'efficacité de la politique monétaire

L'efficacité de la politique monétaire keynésienne est alors conditionnée par les conditions suivantes⁶¹ :

- 1) Une demande de monnaie peu élastique au taux d'intérêt (l'offre de monnaie doit avoir une incidence significative sur la baisse du taux d'intérêt pour que les agents acceptent d'absorber la monnaie nouvellement créée) ;
- 2) Une forte élasticité de l'investissement au taux d'intérêt (la relance de l'investissement sera fortement stimulée par la baisse du taux d'intérêt. Si l'investissement est très élastique au taux d'intérêt, toute variation du taux d'intérêt aura un fort impact sur l'investissement. Si, au contraire, l'investissement est faiblement élastique au taux d'intérêt, toute variation du taux d'intérêt n'aura qu'un faible impact sur l'investissement.)
- 3) Un multiplicateur élevé (plus la propension à consommer est forte, plus la hausse de l'investissement aura un effet important sur le niveau de production et l'activité économique).

II-4-La formalisation de la politique monétaire keynésienne dans le modèle IS/LM

Le modèle IS/LM est un modèle économique proposé par John Hicks en 1937. Il s'agit d'une formalisation assez rigoureuse et complète de la politique monétaire keynésienne. Ce modèle considère deux équilibres, celui du marché des biens et services et celui de la monnaie.

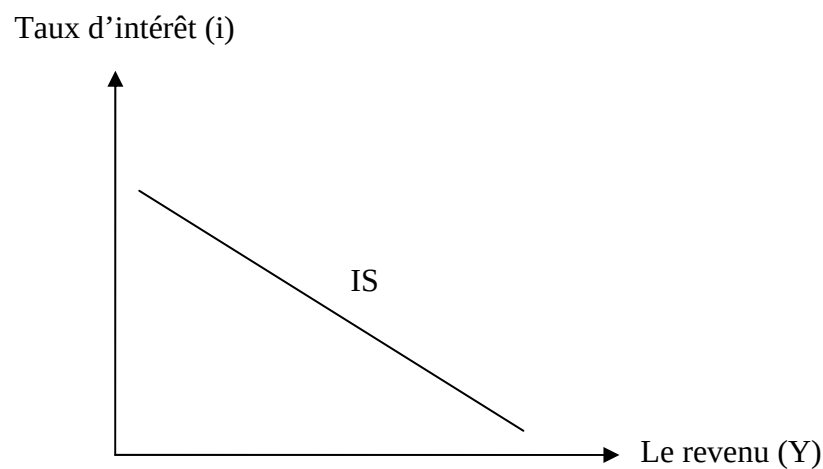
II-4-1-Présentation du modèle IS/LM

Le modèle IS-LM est une intersection entre deux courbes, d'une part la courbe IS qui représente l'équilibre sur le marché des biens et services et, d'autre part la courbe LM qui représente l'équilibre sur le marché de la monnaie.

⁶¹ P.Bassino, J.Y.Leroux et P.Michelen « Les politiques économiques », Ed Foucher, Paris, 1999, P61.

II-4-1-1-L'équilibre sur le marché des biens et services (IS)

Selon J. Généraux, la courbe IS représente « l'ensemble des combinaisons de taux d'intérêt (i) et de revenu (Y) qui assurent l'équilibre du marché des biens et services. »⁶². Cette courbe détermine l'équilibre sur le marché des biens, pour lequel la quantité totale des biens produits égale quantité des biens demandés. Cet équilibre sur le marché des biens et services suppose que l'épargne (S) égale à l'investissement (I), d'où le nom de la courbe IS représentée dans la figure ci-dessous.

Figure 9 : La courbe IS

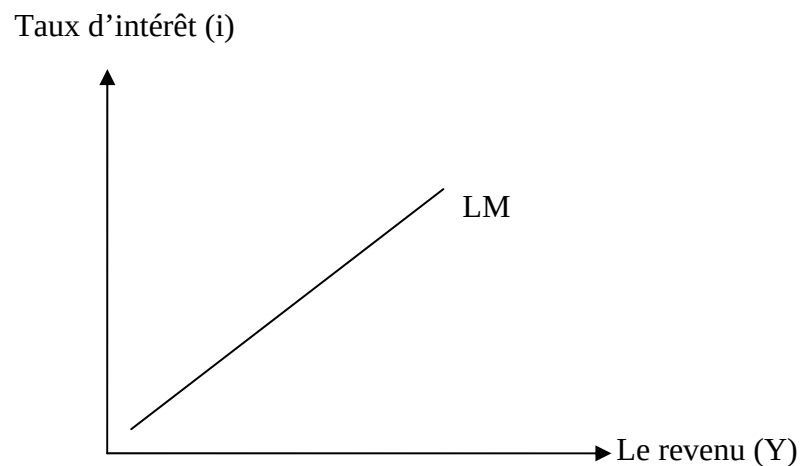
Source : J. Généraux, op. Cit, P72.

Dans l'analyse keynésienne, cette courbe est décroissante, car l'investissement est une fonction décroissante du taux d'intérêt. Plus le taux d'intérêt est bas et plus les projets d'investissement dont l'efficacité marginale est faible peuvent être entrepris. Donc, quand le taux d'intérêt baisse, l'investissement augmente, ce qui augmente le revenu par le jeu de l'effet multiplicateur. Plus le taux d'intérêt est élevé et moins les projets d'investissement dont l'efficacité marginale est faible peuvent être entrepris. Donc, quand le taux d'intérêt augmente, l'investissement baisse, ce qui réduit le revenu par le jeu de l'effet multiplicateur.

⁶² J. Généraux, « Économie politique », Ed Hachette, 3^{ème} Ed, Paris, 2000, P72.

II-4-1-2-L'équilibre sur le marché de la monnaie (LM)

Selon J. Généraux, la courbe LM « représente l'ensemble des combinaisons de taux d'intérêt (i) et de revenu (Y) qui assurent l'équilibre du marché monétaire »⁶³. Elle détermine l'équilibre sur le marché de la monnaie, impliquant que l'offre de monnaie égale à la demande de monnaie. Son nom vient du fait que la demande de monnaie s'écrit L , et l'offre de monnaie s'écrit M .

Figure 10 : La courbe LM

Source : J. Généraux, op. Cit, P76.

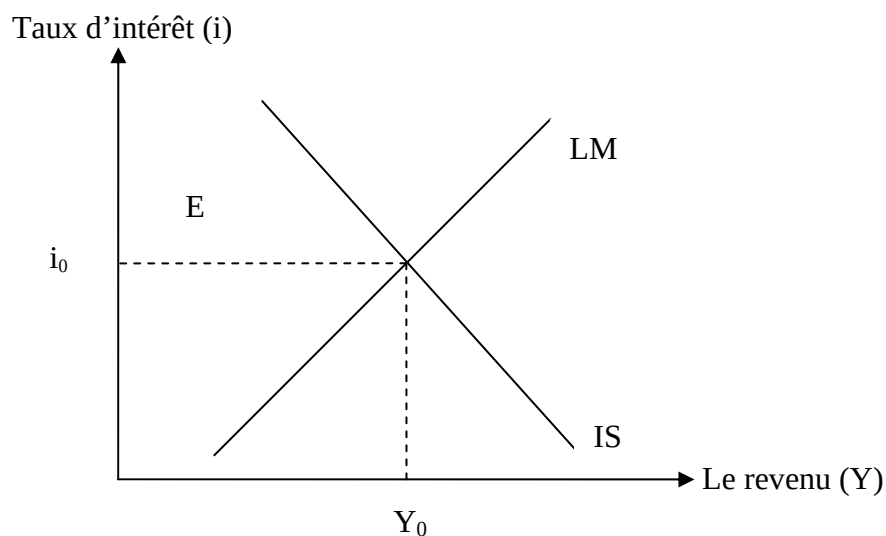
Dans l'analyse keynésienne, l'offre de monnaie est exogène et la demande de monnaie dépend positivement du revenu (demande de monnaie à des fins de transaction et de précaution) et négativement du taux d'intérêt (demande de monnaie à des fins spéculatives). De ce fait, lorsque le revenu augmente, les agents ont besoin davantage de moyens de paiement pour financer les échanges, donc la demande de monnaie à des fins de transaction et de précaution augmente. Pour une offre de monnaie inchangée, cette pression de la demande de monnaie fait monter le taux d'intérêt pour permettre une réduction de la demande de monnaie à des fins spéculatives. D'où la courbe LM est croissante.

⁶³ J. Généraux, op. Cit, P76.

II-4-1-3-L'équilibre sur les marchés de la monnaie et des biens et services

L'intersection entre les courbes IS et LM permet d'obtenir à la fois l'équilibre sur le marché de la monnaie et sur celui des biens et services. Cet équilibre correspond à l'équilibre plein emploi. La courbe IS décrit comment évolue le revenu sur le marché des biens et services quand le taux d'intérêt varie. La courbe LM décrit comment évolue le taux d'intérêt sur le marché monétaire quand le revenu varie. Il en résulte que l'équilibre sur chaque marché dépend de l'équilibre sur l'autre marché. L'intersection de la courbe IS et LM permet d'obtenir l'équilibre simultané sur les deux marchés correspondant à l'équilibre plein emploi.

Figure11 : La courbe IS-LM



Source : J. Généaux, op. Cit, P79.

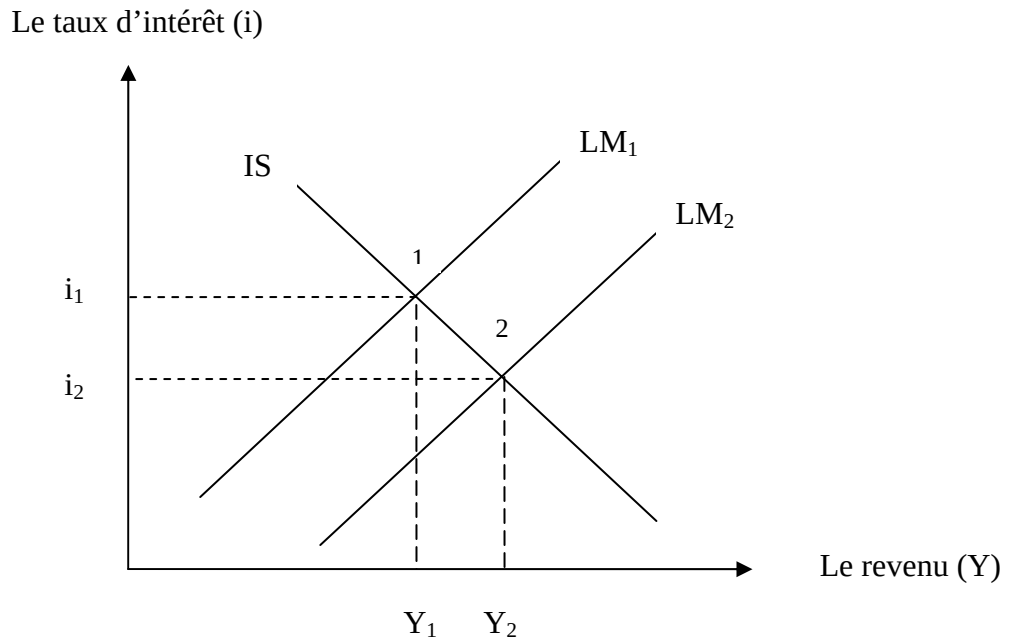
Un apport essentiel du keynésianisme au modèle IS/LM est l'existence potentielle de chômage à cet équilibre, qui est alors un équilibre de sous-emploi dû à une demande effective insuffisante.

II-4-2-La politique monétaire keynésienne dans le modèle IS –LM

L'effet d'une politique monétaire de relance pour parvenir au plein emploi est expliqué dans le modèle IS-LM. Selon ce modèle, tout accroissement de l'offre de monnaie se traduit par une baisse du taux d'intérêt. Graphiquement cette situation se traduit par un déplacement de la courbe LM_1 vers la droite en LM_2 et un déplacement du point d'équilibre simultané du marché des biens et services et de la monnaie vers le point 2. A la suite de

l'offre de monnaie, le taux d'intérêt diminue au niveau i_2 et le revenu d'équilibre s'élève à Y_2 . L'architecture de ce raisonnement est présentée dans la figure ci-dessous :

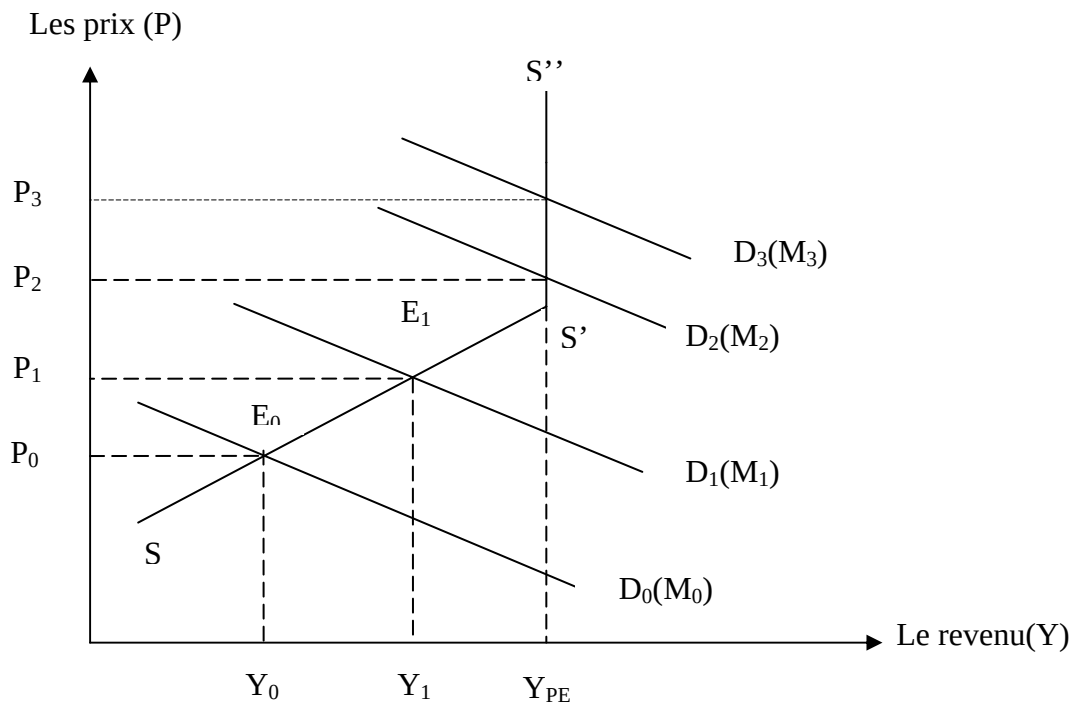
Figure 12: La politique monétaire keynésienne dans le modèle IS-IM



Source: B.Bernier et Y.Siomon « Initiation à la macroéconomie », Ed Dunod, 8^{em} Ed, Paris, P428.

L'augmentation du revenu s'explique par l'influence que le taux d'intérêt exerce sur la dépense d'investissement. Lorsque le taux d'intérêt baisse, les entreprises investissent davantage vu que la rentabilité d'investissement est supérieure par rapport au coût de l'emprunt, par conséquent la dépense d'investissement augmente et le revenu d'équilibre s'élève.

Cette vision de la politique monétaire de relance à travers le modèle IS -LM ne néglige pas l'effet inflationniste de cette politique. Cet effet est présenté dans la figure12 par une droite d'offre verticale $S'S''$, ou tout accroissement de l'offre monnaie au-delà du niveau d'emploi se traduit par une inflation.

Figure13 : La politique monétaires et l'inflation chez Keynes

Source : B.Bernier et Y.Siomon « Initiation à la macroéconomie », Ed Dunod, 8^{em} Ed, Paris, P430.

Au départ, l'économie est au point d'équilibre de sous emploi (E_0), pour une demande globale D_0 associée à une quantité de monnaie M_0 , le niveau des prix est établi à P_0 , et le revenu d'équilibre se situe à Y_0 .

Tout accroissement de l'offre de monnaie de M_0 jusqu'à M_1 se traduit par un déplacement de la demande de D_0 en D_1 . Le niveau des prix augmente de P_0 à P_1 et le revenu se situe en Y_1 , et l'économie tend vers le plein emploi (Y_{PE}). Tout accroissement de l'offre de monnaie au-delà du niveau d'emploi (M_2 vers M_3), se traduit uniquement par une hausse des prix de P_2 vers P_3 , c'est-à-dire de l'inflation.

II-4-3-Les limites de la politique monétaire keynésienne

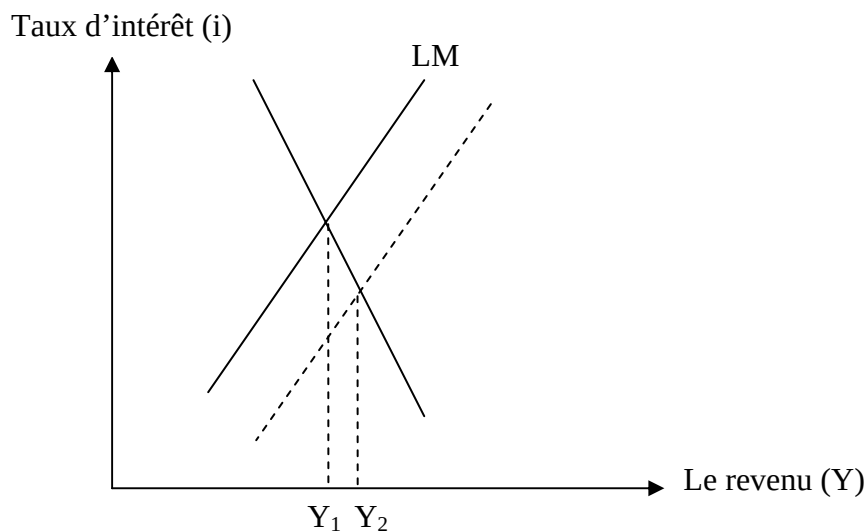
Pour les économistes keynésiens, la politique monétaire de relance risque d'être inefficace à cause, d'une part, de l'insensibilité de l'investissement au taux d'intérêt et d'autre part, de la trappe à liquidité.

II-4-3-1-L'insensibilité de l'investissement au taux d'intérêt

Pour Keynes, la politique monétaire de relance risque d'être inefficace car il se peut qu'un des composantes de la demande effective, en l'occurrence l'investissement, ne réponde favorablement à une relance monétaire.

En effet, Keynes considère qu'en situation de sous emploi, les investissements sont peu sensibles à la variation du taux d'intérêt. La relance monétaire sera donc d'une très faible ampleur. La faible élasticité de l'investissement s'explique par le rôle des anticipations sur la demande des entrepreneurs. Les autorités monétaires abaissent le taux d'intérêt dans des situations de dépression ou de ralentissement économique et si les anticipations des entrepreneurs sur la demande sont aux pessimismes, la baisse du taux d'intérêt n'aura aucun effet sur la relance de l'investissement. La faible élasticité de la demande d'investissement au taux d'intérêt en période de faible activité économique a été reprise par John. Hicks dans le cadre du modèle IS-LM dans la figure ci-dessous.

Figure 14: Le modèle IS-LM avec une faible élasticité de l'investissement au taux d'intérêt



Source : S.G.Jeanneney, « Monnaie et finance », Ed Thémis, Paris, 1998, P131.

D'après ce graphe, la faible élasticité de la demande d'investissement au taux d'intérêt correspond à une droite IS qui s'approche de la verticale, de sorte que le déplacement de la courbe LM vers le bas a peu d'effet sur le revenu.

Au total, seules les anticipations d'une croissance de la demande et une amélioration du climat de confiance, plus précisément « l'état de confiance », sera de nature à augmenter le volume des investissements et incitera les entrepreneurs à investir davantage.

II-4-3-2-La trappe à liquidité

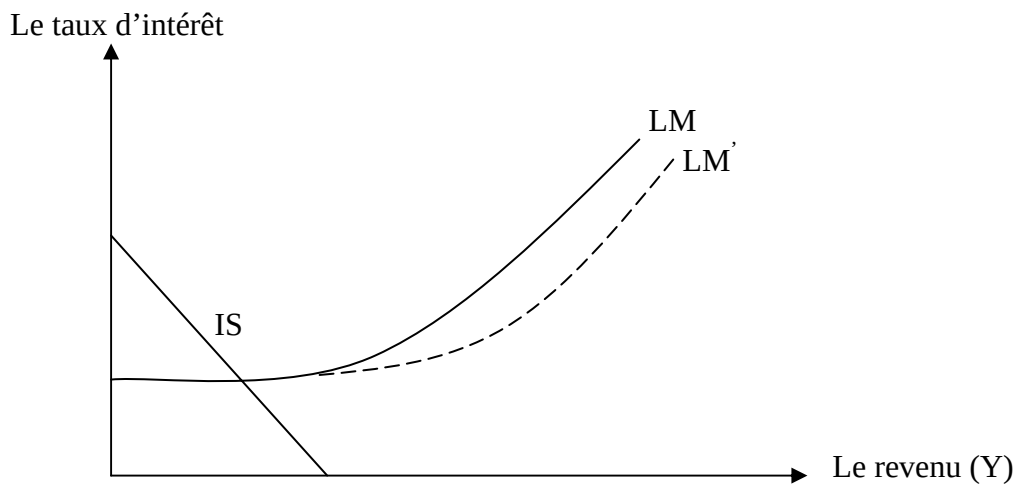
Keynes lui-même a affirmé qu'une politique monétaire de relance, visant à relancer la demande effective, peu s'avérer inefficace. Cela est dû essentiellement à la faible élasticité de l'offre de monnaie par rapport au taux d'intérêt qu'il la qualifie de « trappe à liquidité ».

A ce propos, Keynes écrit : « il se peut que, une fois le taux d'intérêt rendu à un certain niveau, la préférence pour la liquidité devienne virtuellement absolue, en ce sens que presque tout le monde aime mieux garder un avoir liquide qu'une créance qui rapportant un taux d'intérêt faible »⁶⁴.

En effet, Keynes, pour démontrer l'impact de la « trappe à liquidité » sur l'efficacité de la politique monétaire de relance, a mis l'hypothèse d'existence d'un taux d'intérêt plancher tellement bas que tous les agents anticipent sa hausse et donc les cours des titres vont baisser. Par conséquent, les agents échangent la totalité de leurs titres contre des encaisses de spéculation. La préférence pour la liquidité devient plus forte, alors que celle des titres est nulle. Dans ce cadre d'analyse, la politique monétaire de relance s'avère inefficace car l'augmentation de l'offre de monnaie est absorbée par les encaisses de spéculation plutôt que d'être servie au financement de l'investissement productif. De ce fait, la monnaie mise en circulation influence moins le taux d'intérêt.

En outre, La situation de la trappe à liquidité mise en évidence par Keynes dans sa théorie générale a été reprise par John Hicks à travers le modèle IS-LM dans la figure ci-dessous.

⁶⁴ J.M. Keynes, op. Cit, P 222-223, cité par S.G.Jeanneney « Monnaie et finance ». Ed Thémis, Paris, 1998, P136.

Figure 15 : La trappe à monnaie

Source : S.G.Jeanneney , « Monnaie et finance »,Ed Thémis, Paris, 1998, P137.

D'après ce graphe, la courbe LM, qui représente l'équilibre sur le marché de la monnaie devient horizontale pour un niveau faible du taux d'intérêt et tout accroissement de l'offre de monnaie ne parvient pas à déplacer la courbe LM' vers le bas.

En définitive, l'insensibilité de la dépense d'investissement à la variation du taux d'intérêt et la « trappe à liquidité » rendent le taux d'intérêt insensible à l'offre de monnaie.

III -La politique monétaire chez les monétaristes

La politique monétaire de relance keynésienne est remise en cause tout d'abord par les monétaristes qui la considèrent efficace à court terme mais sur le long terme elle est inefficace. Par la suite, le nouveau courant néoclassique affirme que la politique monétaire keynésienne n'est pas efficace que ce soit à court terme ou à long terme.

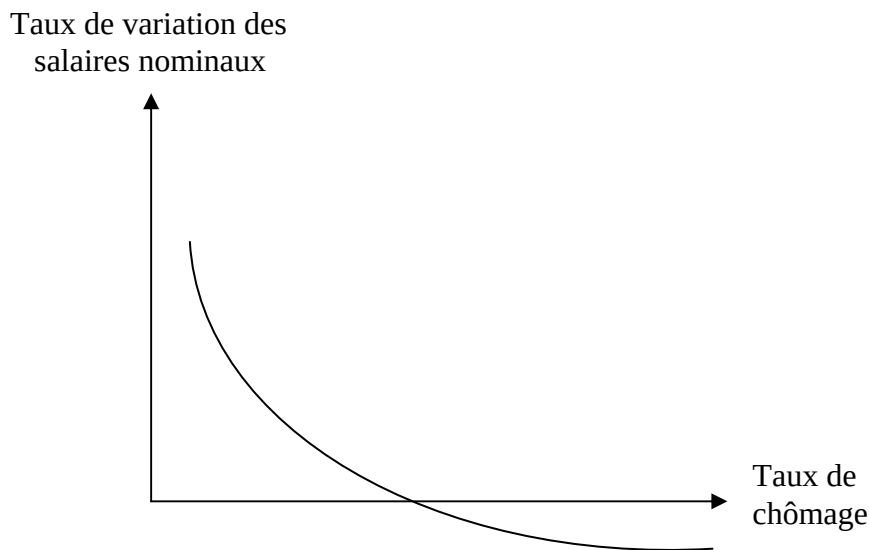
III-1-La critique de la politique monétaire keynésienne par les monétaristes

Le courant monétariste va chercher à démontrer l'inefficacité des politiques keynésienne conjoncturelles de relance. Il va mettre en cause les fondements de la politique économique keynésienne et en particulier la politique monétaire de relance. Pour ce faire, il adresse une critique radicale à la courbe de Phillips.

III-1-1-L'origine de la courbe de Phillips

Originellement, la courbe de Phillips est une relation constatée par son auteur A.W. Phillips, ayant analysé les données de Royaume Unis de chômage, entre 1861 et 1957 en les comparant aux taux de variation des salaires nominaux. Son étude a mis l'accent sur l'existence d'une relation inverse entre le taux de variation des salaires nominaux et le taux de chômage, ainsi comme la montre la figure ci-dessous. 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.

Figure 16: La courbe de Phillips



Source: S.G.Jeanneney, op.Cit, P155.

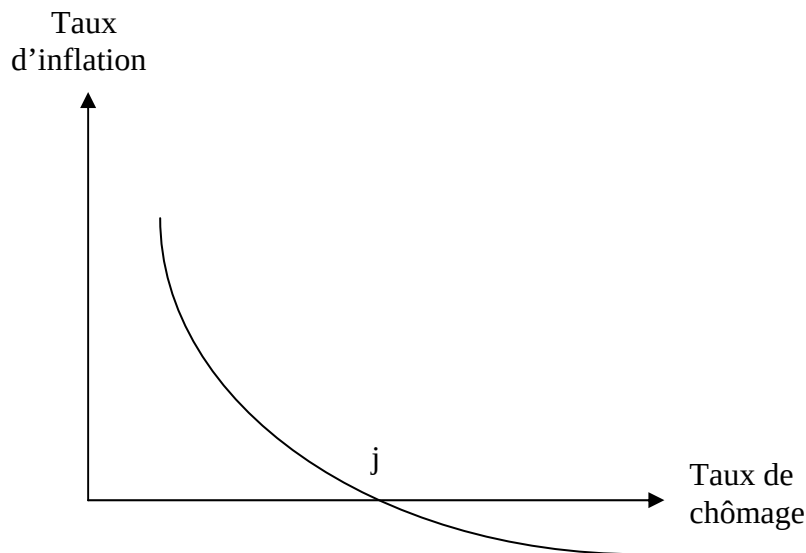
En effet, quand le taux de chômage est faible, les entreprises ont plus de difficultés pour recruter les salariés. Il en résulte une pression à la hausse des salaires dans le but d'attirer de nouveaux salariés en les payant davantage. Ainsi, quand le taux de chômage est important, les entreprises n'éprouvent pas de difficulté pour recruter les salariés. La tendance à la hausse des salaires par les entreprises est relativement faible, voir même baisseront pour certains travailleurs.

III-1-2-La relation inflation /chômage

La relation mise en évidence par Phillips reliant le chômage aux variations des salaires nominaux est rapidement réinterprétée, dès 1960, par les keynésiens notamment

P. A. Samuelson et R. M. Solow comme une relation entre inflation et chômage comme la montre la figure ci-dessous.

Figure 17: L'interprétation de la courbe de Phillips par les keynésiens



Source : G.Jacoud, « L'Europe monétaire », Ed Armand Colin, Paris, 2006, P143.

Cette courbe montre qu'un arbitrage est possible entre le taux de chômage et le taux d'inflation. Le point « j » de cette courbe correspond à la stabilité des prix, tandis que le plein emploi n'est pas réalisé. Les autorités monétaires peuvent faire baisser le taux de chômage au prix d'une progression de l'inflation. Inversement, accepter davantage de chômage afin de venir à bout de l'inflation. Cet arbitrage s'effectue à travers deux politiques économiques : une politique monétaire de relance et de rigueur et une politique budgétaire de relance et de rigueur.

En effet, le choix de la politique économique par les gouvernements s'effectue selon la conjoncture économique du pays. Ils arbitrent en fonction de l'état des indicateurs économiques entre inflation et chômage.

Cependant, dans l'analyse keynésienne, l'inflation n'est pas vraiment la priorité des gouvernements. De ce fait, le dilemme inflation- chômage n'est qu'une interprétation de la politique monétaire d'inspiration keynésienne où les autorités monétaires doivent arbitrer entre inflation et chômage en acceptant un peu plus d'inflation pour réduire le chômage.

Enfin, la validité de la courbe de Phillips ne se vérifie pas après le premier choc pétrolier où de nombreux pays ont connu une inflation et paradoxalement le chômage ne recule pas. D'où la remise en cause de la courbe de Philips par les monétaristes.

III-1-3-La critique de la courbe de Phillips par les monétaristes

Pour M.Friedman, la politique monétaire de relance keynésienne peut, à court terme, stimuler la création d'emploi mais celle-ci à long terme s'avère inefficace de rétablir le plein emploi. Son effet à court terme est dû selon lui à « l'illusion monétaire »⁶⁵ et les « anticipations » erronées pesant d'une façon symétrique sur les salariés et les employés.

En effet, les autorités monétaires sont amenées à mener une politique monétaire de relance pour passer sous la limite du chômage. Une hausse de l'offre de monnaie tend à diminuer le taux d'intérêt et donc stimuler la demande des biens de consommation et d'investissement. Pour une augmentation de l'offre des biens, les employeurs vont devoir augmenter l'emploi pour attirer cette nouvelle main d'œuvre. Ils vont devoir augmenter les salaires nominaux. À court terme, cette politique se traduit par une hausse des prix.

Ainsi, si la hausse des prix est un événement non anticipé par les salariés, la hausse des salaires nominaux est considéré, par eux, comme une augmentation de leur pouvoir d'achat et une hausse de leur salaire réel. De ce fait, ils acceptent d'accroître leurs offres de travail.

Simultanément, les employeurs ayant les mêmes anticipations que les travailleurs sur le niveau général des prix constatent qu'ils peuvent élever les prix des biens qu'ils produisent et croient bénéficier d'une hausse des prix des ces biens. De ce fait, ils considèrent que les salaire réels qu'ils versent aux employés ont diminué et donc accroissent leur demande de travail ou l'offre d'emploi.

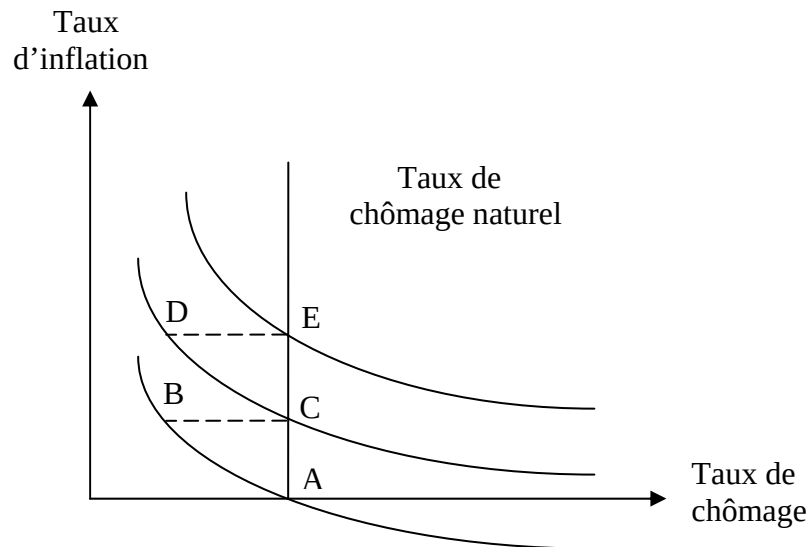
Par ailleurs, sur le long terme, les agents économiques se rendent compte que leurs rémunérations augmentent moins vite que les prix et que leur pouvoir d'achat a diminué. Ils prennent conscience de cet état de fait et réclament des augmentations des salaires. Le coût de travail se met alors à augmenter et amène les entreprises à réduire l'emploi et le chômage revient à son niveau initial (situation C). Tout nouvel effort pour réduire le chômage n'amènera qu'une amélioration temporaire (situation D) et le chômage revient à son niveau antérieur (situation E).

Dans ce cadre d'analyse, chaque période où les salariés anticipent un nouveau taux d'inflation correspond une nouvelle courbe de Phillips augmentée du taux d'inflation

⁶⁵ Selon M.Delaplace, l'illusion monétaire est un comportement qui consiste à « confondre accroissement des encaisses monétaires et accroissement du pouvoir d'achat. ». M.Delaplace, op. Cit, P46.

anticipé. Si les autorités monétaires décident d'une nouvelle relance monétaire, celle-ci accroît le niveau général des prix sans pour autant baisser le chômage. La courbe de Phillips se verticalise montrant que ces mesures s'avèrent inefficaces pour passer sous le niveau de chômage. Celui-ci ne baisse pas et l'inflation augmente. L'interprétation de la courbe de Phillips par les monétaristes est présentée dans la figure ci-dessous.

Figure 18: L'interprétation de la courbe de Phillips par les monétaristes



Source : G .Jacoud, op.Cit, P144.

En définitive, la politique monétaire keynésienne sur le court terme est efficace mais n'a aucun effet réel à long terme sur le taux de chômage. A long terme, la courbe de Phillips est représentée par une droite verticale. Si un gouvernement souhaite faire baisser durablement le chômage en dessous du taux naturel, il ne peut le faire qu'au prix d'une accélération de l'inflation. D'où l'échec de la politique monétaire keynésienne de relance.

III-2- La critique de la politique monétaire keynésienne par les nouveaux classiques

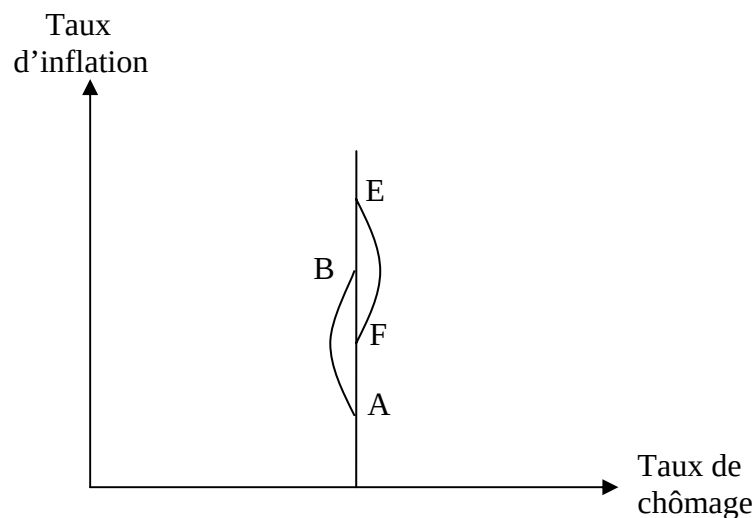
Les nouveaux classiques dont le chef de file est Robert Lucas prolonge la critique des monétaristes en affirmant que la politique monétaire de relance keynésienne non seulement inefficace à long terme, mais également à court terme. Pour justifier cette idée, il s'appuie sur le comportement des agents économiques fondé sur le rôle des « anticipations rationnelles » et émet l'hypothèse que l'économie est composée d'agents économiques qui sont parfaitement rationnels, informés des conséquences économiques de leurs décisions, et qui visent à

maximiser, sous contrainte, une fonction objectif. Par ailleurs, tous ont une connaissance parfaite de la théorie économique disponible au moment où ils prennent une décision. »⁶⁶

En effet, selon la théorie des «anticipations rationnelles », les anticipations des agents économiques sont rationnelles. Ils intègrent dans leur plan de décision les effets d'une politique monétaire de relance annoncée à l'avance et donc l'inflation. En d'autres termes, ils anticipent immédiatement les effets de la politique monétaire de relance. C'est-à-dire la hausse des prix futurs, et n'attendent pas sur plusieurs années pour rectifier leur anticipation à la hausse et réclamer une hausse des salaires.

Dans ce cadre d'analyse, le délai des erreurs des agents économiques est nul et il est impossible pour les autorités monétaires de créer un écart de relance. De ce fait, la politique monétaire de relance à court terme est vouée à l'échec. La courbe de Phillips est une droite verticale à court terme et à long terme comme la présente la figure ci-dessous.

Figure 19: L'interprétation de la courbe de Phillips par les nouveaux classiques



Source : J.P. Gourlaouen, « Économie générale », Ed Vuibert, Paris, 1986, P63.

En définitive, la politique monétaire keynésienne selon l'approche monétariste et les nouveaux classiques est inefficace que ce soit sur le court terme ou le long terme. Le chômage pour les monétaristes ne peut être combattu par des politiques monétaires, du moment que tout accroissement de l'offre de monnaie s'avère inefficace pour relancer la croissance économique et lutter contre le chômage. Cela signifie que la monnaie est neutre et

⁶⁶ E. Bosserelle, « Croissance et fluctuations », Ed Sirey, Paris, 2001, P165.

elle n'a pas d'influence sur les variables réelles de l'économie (le chômage). L'inflation est un phénomène monétaire, du essentiellement à un accroissement de l'offre de monnaie en circulation. De ce fait, les monétaristes préconisent des politiques monétaires orientées contre l'inflation ce qui implique un contrôle strict de l'offre de monnaie.

III-3-La politique monétaire préconisée par les monétaristes

La politique monétaire préconisée par Milton Friedman découle de la « théorie quantitative de la monnaie », selon laquelle l'inflation vient d'une quantité de monnaie excessive par rapport aux biens et services produits (PIB). La monnaie est neutre et elle ne peut être utilisée pour relancer la croissance économique ni lutter contre le chômage. Une politique monétaire de relance ne fait qu'augmenter la masse monétaire et reste sans effet sur la production et la croissance.

En effet, la politique monétaire des monétaristes bute sur un seul objectif, la lutte contre l'inflation, en contrôlant la croissance de la masse monétaire afin qu'elle augmente dans la même proportion que la production. Cela permet d'éviter les effets inflationnistes qui selon Friedman est « toujours et partout la même : un accroissement anormalement rapide de la quantité de monnaie par rapport au volume de la production ».

Enfin, pour les monétaristes, la politique monétaire doit s'appliquer sur un principe réglementaire et non discrétionnaire. A cet effet, ils suggèrent que la banque centrale chargée de la conduite de la politique monétaire soit indépendante pour ne pas subir des pressions des gouvernements, ainsi qu'elle soit crédible sur des règles de comportement.

La politique monétaire a fait l'objet de débats et de controverses. Les classiques et néoclassiques excluent le fait qu'une politique monétaire puisse produire des effets sur l'activité économique. Elle est source d'inflation. Cependant, les keynésiens, contrairement aux classiques, la politique monétaire a des effets sur l'activité économique. Elle est capable d'agir sur le niveau production et d'emploi. Les monétaristes excluent le fait que la politique monétaire puisse avoir des effets à long terme sur l'activité économique. Les nouveaux économistes classiques refusent toute politique monétaire qu'ils jugent inutile et inefficace.

Conclusion du chapitre 2

Au terme de ce chapitre, nous avons essayé de comprendre, dans un premier temps, la politique monétaire, ses objectifs, ses instruments et ses canaux de transmission. Nous avons, ensuite examiné les différentes approches théoriques de la politique à savoir et les

mécanismes d'ajustement du marché. Nous avons, enfin, pu cerner la vision des classiques et des keynésiens sur l'impact de la monnaie sur l'économie. Ceux-ci nous en permet de conclure que la politique monétaire chez les classiques ne servent à rien puisque les mécanismes d'ajustement du marché qui assurer le retour au plein emploi. Elle est source d'inflation.

L'analyse keynésienne s'oppose à la vision économique classique. Elle considère que le système économique peut se trouver en situation de déséquilibre auxquels les mécanismes des marchés ne peuvent rétablir l'équilibre. La politique monétaire de relance s'avère utile pour corriger les déséquilibres. Les monétaristes renoncent au politique de relance d'inspiration keynésienne. La seule politique adoptée est celle de lutte contre l'inflation.

Conclusion de la partie I

Cette partie, relative aux fondements théoriques des politiques monétaires, nous a permis d'explorer les théories monétaires et de construire un cadre conceptuel à notre travail. En effet, dans le premier chapitre, on a vu que la monnaie jouait un rôle élémentaire dans les échanges. Elle s'est développée au cours de l'histoire. Elle a fait l'objet de débat. Ce dernier se structure sur la question de savoir si la monnaie a un impact sur la sphère réelle de l'économie. Les classiques et néoclassiques excluent le fait qu'une variation de la monnaie puisse produire des effets sur l'activité économique. Cependant, les keynésiens, contrairement aux classiques, intègrent la monnaie dans l'activité économique. Les monétaristes restent dans l'optique classique et considèrent que la monnaie est neutre à long terme. Elle n'agit que sur le niveau des prix. Sur le court terme, la monnaie agit sur les variables réelles de l'économie.

Les réponses données par les théoriciens de la monnaie, nous ont permis de comprendre, dans le second chapitre, le rôle de la politique monétaire, d'une part et son influence sur l'activité économique, d'autre part. Pour le courant keynésien, la politique monétaire s'avère utile pour parvenir au plein emploi. Les monétaristes ne sont pas d'accord et critiquent la politique de relance d'inspiration keynésienne. Pour eux, la seule politique à adopter est celle de la lutte contre l'inflation.

Introduction à la partie II

L'Europe accusée d'être vieille et sclérosée, a décidé de réaliser une action audacieuse et sans précédent. Il s'agit d'unifier onze monnaies en une seule, l'euro. Le nombre de pays qui utilisent l'euro est destiné, en perspective, à s'accroître. L'institut d'émission dont l'Europe s'est dotée pour accomplir cette mission, est la Banque Centrale Européenne. La création de celle-ci constitue une étape cruciale de l'unification monétaire et une innovation profonde dans l'histoire de l'Europe. Toutefois, cette innovation n'est pas issue du néant, elle remonte au projet de l'union économique et monétaire initié au sommet de la Haye en 1969.

Cette institution est chargée de la conduite de la politique monétaire unique au sein de l'Union Européen. Cela a nécessité l'institution d'un cadre institutionnel spécifique dénommé le système européen de banques centrales créé en juin 1998. Il regroupe la Banque centrale européenne (BCE) ainsi que les vingt-sept banques centrales nationales (BCN) des pays membres de l'Union Européenne ayant adopté la monnaie unique.

Depuis sa mise en place le 01/01/1998, dont le siège est à Francfort, elle a été amenée à jouer un rôle important dans la conduite de la politique monétaire unique. Cette dernière se fixe comme objectif principal la stabilité des prix. L'avènement de la crise immobilière américaine, de l'été 2007, a poussé la Banque Centrale Européenne à utiliser tous les leviers possibles de sa politique monétaire.

L'objectif de cette seconde partie est de comprendre comment la Banque Centrale Européenne a mis en œuvre la politique monétaire dans la zone euro dans le contexte de la crise des « subprimes ». Pour y parvenir, nous subdivisons cette partie en deux chapitres. Le premier chapitre sera consacré à présenter les fondements théoriques de la politique monétaire de la BCE et, ensuite voir dans le second chapitre, comment la BCE a réagi par le biais de sa politique monétaire, pour endiguer cette crise.

Chapitre I : Les fondements théoriques de la politique monétaire de la BCE

Introduction du chapitre

Le contexte historique de la réalisation de l'Union Économique et Monétaire (UEM) européenne à la fin du vingtième siècle constitue une étape cruciale vers l'adoption de la monnaie unique et par la suite à la création d'une institution monétaire dénommée la Banque Centrale Européenne chargée de la conduite d'une politique monétaire unique. Cette dernière a nécessité l'institution d'un cadre institutionnel spécifique dénommé le Système Européen des Banques Centrales.

La responsabilité de la définition de la politique monétaire au sein du Système Européen des Banques Centrales appartient à la Banque Centrale Européenne .Celle-ci se fixe comme objectif principal la stabilité des prix. Afin de parvenir à réaliser cet objectif, elle définit une stratégie connue sous l'approche des deux piliers. En plus de cela, elle a mis en œuvre un ensemble d'instruments et de procédures.

Pour une mise en évidence de la stratégie poursuivie par la Banque Centrale Européenne pour atteindre l'objectif de la stabilité des prix, nous allons dans ce chapitre, dans une première section relater le contexte historique qui a donné lieu à la création de la Banque Centrale Européenne ainsi que les aspects juridiques, institutionnels et organisationnels qui fonde cette institution et nous verrons, dans une seconde section, comment la Banque Centrale Européenne définit et met en œuvre sa politique monétaire pour atteindre l'objectif de la stabilité des prix.

Section 1 : Les fondements juridiques, institutionnels et organisationnels de la BCE

Le contexte historique de la naissance de la BCE se trouve dans le projet de l'Union Économique et Monétaire initiée à l'occasion du sommet de la Haye en décembre 1969. Ce dernier prévoit la réalisation de ce projet en trois phases distinctes. C'est dans ce cadre que l'Union Européenne s'est dotée d'un Institut Monétaire prélude à la création de la Banque Centrale Européenne.

I- L'origine historique de la naissance de la Banque Centrale Européenne

L'origine historique de la naissance de la Banque Centrale Européenne (BCE) est indissociable du projet de l'Union Économique et Monétaire et du passage à la monnaie unique l'«euro».

I-1-La genèse du projet de l'union économique et monétaire

A la fin de la seconde guerre mondiale, la majorité des pays européens se sont heurtés à des problèmes d'ordre monétaire qui ont fait naître pour ces pays l'idée de la construction de leur avenir sur la base d'une stabilité monétaire. Cette idée, fut concrétisée, au départ, par la création de l'Union Européenne des Paiements (l'U.E.P) le 19 Juin 1950 chargé de conduire les monnaies européennes à la convertibilité entre elles et avec le dollar américain. De même, un Accord Monétaire Européen (l'A.M.E) fut signé le 5 Août 1955 qui mettra en place un Fond Européen destiné à aider les États à équilibrer leur balance de paiement et réduire les marges de fluctuation de leur monnaie.

L'idée de la stabilité monétaire fut renforcée dans le traité de Rome du 25 Mars 1957 qui institue une Communauté Économique Européenne (C.E.E) ayant pour objet la création d'un marché commun et une union douanière autour de six pays (la France, l'Allemagne, l'Italie, la Belgique, le Luxembourg et les Pays-Bas).

Ce pendant, la réalisation des ces deux objectifs a fait ressentir le besoin d'une harmonisation monétaire entre les États de la communauté économique européenne (C.E.E) capable de garantir à long terme la stabilité et la convertibilité des monnaies des États européens. C'est ainsi qu'un Mémoire présenté par Robert Marjolin le 24/10/1962 démontre la volonté d'adopter la fixité des taux de change en vue de la création d'une union monétaire. Pour parvenir à réaliser ce dernier, trois décisions ont été prises⁶⁷:

- La création d'un comité des gouverneurs des banques centrales (CGBC) pour examiner la politique des banques centrales des États membres ;
- La construction d'un comité de politique budgétaire afin d'examiner les politiques budgétaires des États membres ;
- La collaboration entre les États membres en matière de relations monétaires.

L'idée de la coopération monétaire au sein de la (C.E.E) se voit confirmer dans un nouveau Mémoire daté, du 12/02/1969, connu sous le nom de Plan Barre. L'idée fondamentale du plan Barre est que « les progrès monétaires ne peuvent venir que d'une coordination accrue des politiques économiques »⁶⁸. Cette idée fera l'objet du sommet de la Haye en décembre 1969 qui sera matérialisé par la création d'un projet de l'Union Économique et Monétaire (L'U.E.M). Ce dernier sera confié à un groupe d'experts sous la

⁶⁷ M. Lelart, «La construction monétaire européenne », Ed Dunod, Paris, 1998, P 11-12.

⁶⁸ Idem, P13.

résidence de Pierre Werner, ministre des finances de Luxembourg, pour élaborer un rapport permettant de « dégager les options fondamentales d'une réalisation par étape de l'U.E.M »⁶⁹.

I-2- La réalisation de l'union économique et monétaire et le passage à l'euro

Les ambitions du plan Werner qui prévoit la réalisation de l'union économique et monétaire sont revues à la baisse en raison de « l'effondrement du système de Bretton Woods entre 1971 et 1973, le premier choc pétrolier 1974, l'introduction par de nombreux pays européens d'un contrôle sur les mouvements des capitaux, les amples et brusques variation du taux de change, l'augmentation et les différences de taux d'inflation »⁷⁰.

En dépit de ces obstacles, la C.E.E a relancé le projet d'U.E.M. Ce dernier s'est concrétisé par la création du Système Monétaire Européen (S.M.E) en 1979 qui constitue l'une des phases du prolongement du plan Barre mais aussi l'évolution du plan Werner. Celui-ci a permis de réaliser certaines actions en vue de la concrétisation de l'U.E.M. La première action consiste en l'introduction d'un dispositif permettant de limiter les variations du taux de change des monnaies en Europe. Ce dispositif est connu sous le nom du « serpent monétaire ». La seconde action consiste en la fondation d'une unité monétaire européenne en 1975 sous forme d'une monnaie panier connue sous l'appellation de l'European Currency Unit (E.C.U), composée d'unités fixes de toutes les devises de la communauté européenne.

Par ailleurs, et dans une perspective d'achèvement du projet de l'union économique et monétaire, un comité présidé par Jacques Delors fut chargé en Avril 1988 de proposer les étapes concrètes menant à cette union. A cet effet, un rapport du 17 avril 1989, connu sous le nom « Rapport Delors » a proposé la réalisation de l'U.E.M. en trois phases distinctes :

- La première phase débutera le 1/01/1990 et prendra fin 1993.
- La seconde phase débutera le 1/01/1994 et prendra fin le 1998 ;
- La troisième phase débutera le 1/01/1999.

Cette première étape est consacrée à consolider et à fonder l'U.E.M grâce à la levée de toutes les restrictions aux mouvements des capitaux entre les États de la C.E.E et la libéralisation des mouvements des capitaux. Concernant le domaine monétaire, deux décisions ont été arrêtées. D'une part, l'unification des marchés financiers et, d'autre part, la coordination des politiques monétaires. A l'issue de cette phase, la C.E.E est remplacée par l'Union Européenne (U.E).

⁶⁹ M. Lelart, Op.cit, P16.

⁷⁰ F. Papaliq et C. Santino, « La Banque Centrale Européenne », Ed Paris, 1999, P 18.

La seconde étape est caractérisée par la mise en place de l'Institution Monétaire Européenne (l'I.M.E), le 1/01/1994, et qui devient précurseur de la Banque Centrale Européenne (BCE). Cette institution a été créée, à titre transitoire, pour mener les travaux préparatoires de la dernière phase de l'U.E.M. Les principales missions attribuées à cette institution consistent en⁷¹ :

- Le renforcement de la coopération entre les banques centrales et la coordination des politiques monétaires ;
- Assurer les préparatifs nécessaires à l'instauration du système européen des banques centrales (SEBC) ;
- Faciliter le développement de l'ECU.

Le 13 et le 14 décembre 1996, le Conseil Européen a adopté un accord sur l'ensemble des éléments nécessaires à la mise en place de la monnaie unique à savoir⁷² :

- Le cadre juridique de l'utilisation de l'euro ;
- Le pacte de stabilité de la croissance destiné à assurer le respect de la discipline budgétaire ;
- La structure du nouveau mécanisme de change pour les États membres ne participant pas à la zone euro.

Par la suite, le conseil de l'Union Européenne a conclu, à l'unanimité, que 11 États membres (la France, l'Allemagne, l'Italie, la Belgique, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche, l'Irlande, le Portugal, la Finlande et l'Espagne) remplissent les conditions nécessaires à l'admission de la monnaie unique le 01/01/1999. La BCE entre en fonction le 1^{er} juillet 1998 mais commence à exercer ses fonctions à partir du 1/01/1999. Elle forme avec les banques centrales nationales des États membres de l'union le Système Européen des Banques Centrales.

La dernière étape de l'U.E.M. démarre par la fixation irrévocable des taux de change des monnaies des États membres y participant. Elle prévoit ensuite l'introduction de l'euro comme monnaie unique.

II -Le Système Européen de Banques Centrales : organisation, objectifs et missions.

La conduite de la politique monétaire unique de l'Union Européenne a nécessité l'institution d'un cadre institutionnel spécifique dénommé le Système Européen des Banques

⁷¹ Hanspeter k. Scheller, « La Banque Centrale Européenne: histoire, rôle et fonctions », 2^{ème} Ed, 2006, P22.

⁷² Idem, P24.

Centrales. Les grandes lignes de son organisation ainsi que ses objectifs et missions sont fixées par le traité de l'Union Européenne.

II -1-L'organisation du Système Européen de Banques Centrales (SEBC)

Le Système Européen des Banques Centrales. (SEBC) a été créé en juin 1998. Il regroupe la Banque Centrale Européenne (BCE) ainsi que les vingt-sept Banques Centrales Nationales (BCN) des pays membres de l'Union Européenne ayant adopté la monnaie unique⁷³ l'«euro» mais aussi ceux qui ne l'ont pas adoptée. Seul les pays ayant adopté la monnaie unique forme avec la BCE ce qu'on appelle « l'eurosystème ».

II-1-1-La Banque Centrale Européenne

La Banque Centrale Européenne est mise en place le 01/01/1998 dont le siège est à Francfort. Elle gère, depuis le 1/01/1999, le système monétaire en euro est amenée à jouer un rôle important dans la conduite de la politique monétaire unique de la zone euro.

II-1-1-2-Le cadre juridique de la Banque Centrale Européenne

La Banque Centrale Européenne jouit d'une personnalité juridique qui lui permet d'arrêter des règlements et prendre des décisions pour tous les États membres de l'Union Européenne. Elle émet des recommandations, des avis et inflige des amendes et astreintes en cas de non respect de ses règlements et de ses décisions. Elle donne des orientations et émet des instructions à toutes les BCN membres de l'Eurosystème.

En tant qu'institution morale, elle est habilitée, entre autres, à conclure des accords internationaux et participer aux travaux d'organisations internationales telles que le Fonds Monétaire International (FMI), la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et l'Organisation de Coopération et de Développement Économique (OCDE).

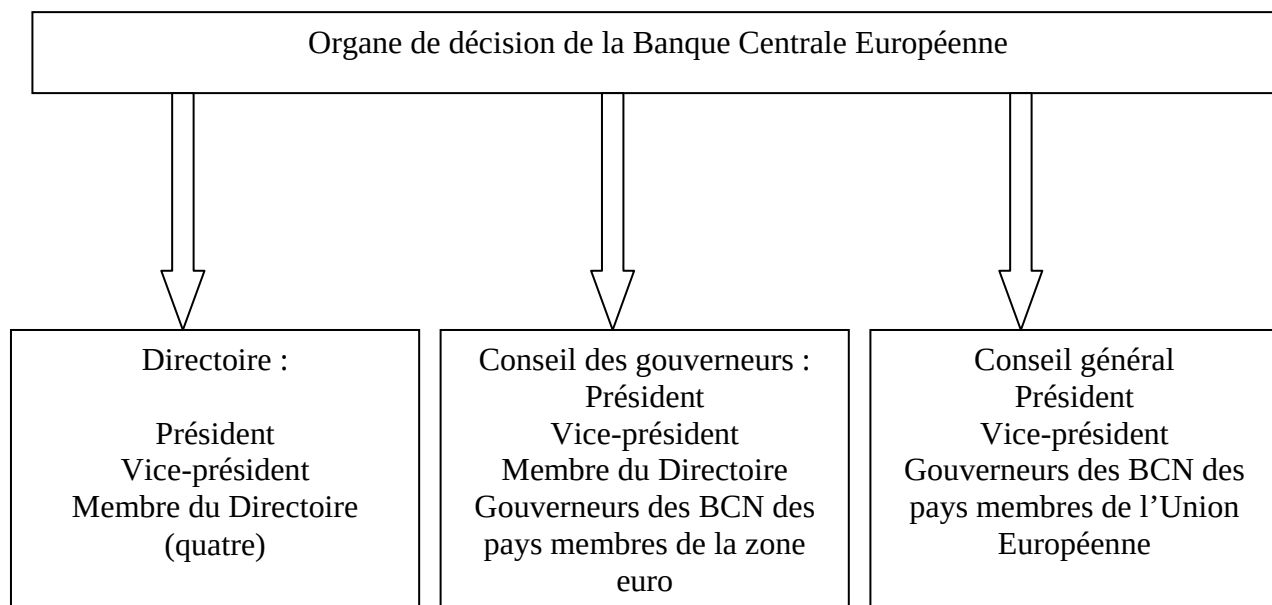
La BCE possède un statut d'indépendance. Ce dernier se traduit en termes de politique, de moyens financiers et possède son propre budget. Elle a donc le droit d'acquérir et de disposer des propriétés corporelles et incorporelles en son nom propre.

⁷³ Les Banques Centrales Nationales des États membres de l'Union Européenne n'ayant pas adopté la monnaie unique conservent leurs pouvoirs dans le domaine de la politique monétaire conformément à leur législation nationale et ne sont donc pas partie prenante à la conduite de la politique monétaire unique.

II -1-1-3-Le cadre organisationnel de la Banque Centrale Européenne

Le Système Européen des Banques Centrales est dirigé par les organes de décision de La Banque Centrale Européenne. Ceux -ci sont le directoire, le conseil des gouverneurs et le conseil général.

Figure 20 : Les organes de décision de la Banque Centrale Européenne



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

Comme nous pouvons le remarquer dans la figure ci-dessus, le SEBC est dirigée par les organes de décision de la BCE. Ceux-ci sont le directoire, le conseil des gouverneurs et le conseil général.

II -1-1-3-1-Le directoire

Le directoire constitue l'organe exécutif de la BCE. Il est composé d'un président, d'un vice président et de quatre autres membres nommés, d'un commun accord, par les chefs d'États et des gouvernements des États membres participant à la monnaie unique pour un mandat non renouvelable pendant huit ans. Il se charge de la mise en œuvre de la politique monétaire, au jour le jour, conformément aux décisions et aux orientations du conseil des gouverneurs. En plus de cette fonction principale, le directoire est chargé de préparer les réunions du conseil des gouverneurs, gérer les affaires courantes de la BCE et exercer certains pouvoirs de nature réglementaire qui lui sont délégués par le conseil des gouverneurs.

II -1-1-3-2-Le conseil des gouverneurs

Le conseil des gouverneurs constitue le principal organe de décision de la BCE. Il est composé des six membres du directoire et des gouverneurs des banques centrales nationales des États membres participant à la monnaie unique. Son rôle consiste à définir la politique monétaire de la zone euro et à arrêter les orientations nécessaires à sa mise en œuvre. Le conseil des gouverneurs adopte le règlement intérieur sur l'organisation interne de la BCE et de ses organes de décisions. Enfin, il exerce des fonctions consultatives de la BCE et décide de manière dont le SEBC doit être représenté en matière de coopération internationale.

II -1-1-3-3-Le conseil général

Le conseil général constitue l'organe dirigeant du SEBC. Il réunit le président du directoire de la BCE et les gouverneurs de toutes les BCN de l'Union Européenne. La mission exercée par le conseil général est de renforcer la coopération entre les BCN et coordonner la politique monétaire au sein de l'union européenne en vue d'assurer la stabilité des prix.

II -1-1-4-Le rôle de la Banque Centrale Européenne au sein du SEBC

Selon M.Ruimy,⁷⁴ le rôle de la Banque Centrale Européenne au sein du Système Européen de Banques Centrales consiste à:

- ✓ La formulation de la politique monétaire ;
- ✓ L'émission des billets et des pièces ;
- ✓ La collecte des informations statistiques ;
- ✓ Les fonctions consultatives.

II-1-1-4-1-La formulation de la politique monétaire

La responsabilité de la définition de la politique monétaire au sein du SEBC appartient au conseil des gouverneurs de la BCE. La décision de cette dernière s'impose à l'ensemble de l'Union Européenne. De ce fait, il n'y a pas de politique monétaire nationale ou régionale au sein de l'Union Européenne.

II -1-1-4-2-L'émission des billets et des pièces

La BCE est la seule habilitée à autoriser l'émission des billets de banque en euro. Le SEBC émet ces billets qui sont les seuls à avoir un cours légal dans les pays de l'Union

⁷⁴ M. Ruimy, Op.cit, P139-140.

Européenne. Les pièces sont émises par les États membres sous réserve de l'approbation par la BCE sur le volume d'émission.

II -1-1-4-3-La collecte des informations statistiques

La Banque centrale européenne assistée par les Banques centrales nationales collecte des informations statistiques nécessaires auprès des autorités compétentes ou directement auprès des agents économiques pour assurer les missions du SEBC. Les principaux domaines d'activité de la BCE dans le domaine des statistiques sont les suivants :

- ✓ Les statistiques monétaires bancaires et financières, les statistiques relatives aux agrégats monétaires et leurs contreparties, aux taux d'intérêt, aux titres de créance et actions cotées et aux institutions financières non monétaires.
- ✓ Les statistiques relatives à la balance des paiements et aux avoirs de réserve de l'Eurosystème, le taux de change effectifs nominaux et réels de l'euro.
- ✓ les statistiques de finance publique.

En plus de la collecte des informations statistiques, La Banque centrale européenne publie une large gamme de données relatives à son domaine. Ceux-ci concernent les statistiques sur l'indice des prix à la consommation, les prix, les coûts, la production et les marchés du travail. Ces statistiques sont établies par l'office statistique des communautés européennes (Eurostat).

II -1-1-4-4-Les fonctions consultatives

La BCE est consultée par le conseil de l'Union Européenne ou par les autorités des États membres et donne son avis sur tout projet de règlement relevant de son domaine de compétence, notamment en ce qui concerne les questions monétaires, les moyens de paiements, les données statistiques, les systèmes de paiement et de règlement, le contrôle bancaire, etc.

II -1-2-La Banque Centrale Nationale

Les Banques Centrales Nationales, en vertu de l'article 12.1 des statuts sont chargées d'exécuter les missions de l'Eurosystème qui leur ont été déléguées par la BCE et agissent conformément aux orientations et aux instructions de la Banque centrale européenne selon l'article 14.3 des statuts du Système Européen de Banques Centrales.

En effet, les services de la Banque centrale nationale contribuent avec ceux de la Banque centrale européenne et sous l'impulsion du directoire à la préparation des décisions de la politique monétaire et leur mise en œuvre.

De plus, elles gèrent également les réserves de change, réalisent les interventions de change, assurent la gestion et supervision des systèmes de paiement et remplissent la fonction du contrôle prudentiel sur les systèmes bancaires, les marchés financiers et les intermédiaires non bancaires.

Cependant, les Banques centrales nationales des États membres de l'Union européenne ne participant pas à la zone euro sont également membres du Système Européenne de Banques centrales, mais elles sont dotées d'un statut spécial. Elles sont responsables de leur politique monétaire nationale et sont ainsi exclues des activités centrales de l'Eurosystème, en particulier la conduite de la politique monétaire unique. Leurs gouverneurs ne sont pas membres du Conseil des gouverneurs de la BCE et ne prennent pas part au processus de décision concernant les activités centrales de l'Eurosystème.

Enfin, ces Banques centrales nationales ne sont pas impliquées dans la mise en œuvre de la politique monétaire unique et les fonctions qui y sont liées. Néanmoins, elles sont attachées aux principes d'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix.

II -2-Les objectifs et missions du Système Européen de Banques Centrales

Les objectifs et les missions du Système Européen de Banques Centrales sont fixés par le traité de l'Union Européenne et par le protocole sur les statuts du SEBC et de la BCE qui lui est annexé.

II -2-1-Les objectifs du Système Européen de Banques Centrales

Selon l'article 105 du traité sur l'Union Européenne, l'objectif principal du Système Européen de Banques Centrales est de maintenir la stabilité des prix. Cette dernière est définie comme « une hausse annuelle du niveau des prix inférieur à 2% dans le moyen terme ».

En plus de cet objectif principal, le système européen de banques centrales (SEBC) apporte son soutien aux politiques économiques de la communauté européenne en vue de contribuer à la réalisation des objectifs définis dans l'article 2 du traité sur l'Union Européenne qui consistent à « promouvoir un développement harmonieux et équilibré des activités économiques (...), un niveau d'emploi (...) élevé, une croissance soutenable et non

inflationniste(...), un degré élevé de compétitivité et de convergence des performances économiques »⁷⁵.

II-2-2-Les missions du Système Européen de Banques Centrales (SEBC)

L'article 105 (2) du Traité et l'article 3.1 énumèrent quatre missions fondamentales du Système Européen de Banques Centrales (SEBC) ⁷⁶:

- ✓ La définition et la mise en œuvre de la politique monétaire ;
- ✓ La conduite des opérations de change ;
- ✓ La détention et la gestion des réserves de change ;
- ✓ La promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement.

II-2-2-1-La définition et la mise en œuvre de la politique monétaire

Selon l'article 105-2 des statuts du SEBC, la politique monétaire de l'Union Européenne est définie par La Banque Centrale Européenne et mise en œuvre par le Système Européen des Banques Centrales (SEBC) selon le principe de la décentralisation. Dans ce cadre, la BCE recourt aux BCN pour l'exécution des opérations faisant partie des missions de l'eurosystème.

II -2-2-2-La conduite des opérations de change

Le SEBC se charge de conduire toutes les opérations de change et veille à ce que ces dernières restent conformes aux objectifs de la politique monétaire. Ces opérations de change peuvent être effectuées dans les monnaies de pays ne faisant pas partie de l'Union Européenne, dans le cadre de la politique de change de la zone euro. La mission de la conduite des opérations de change est confiée à l'eurosystème et qui sont exécutées uniquement à partir des réserves de change détenues par la Banque centrale européenne. A cet effet, les avoirs de réserve qui demeurent dans les Banques centrales nationales seront transférés et gérés par celles-ci.

II -2-2-3-La détention et la gestion des réserves de change

Le Système Européen de Banques Centrales détient et gère les réserves de change officielles (or et devises) des États membres participant à l'Union Européenne. A cette fin, un

⁷⁵ Banque de France, « La Banque Centrale Européenne, l'Eurosystème et le Système Européen de Banques Centrales », Direction de la communication, N°139, 2009, P2.

⁷⁶ H.Scheller, « La Banque Centrale Européenne ; histoire, rôle et fonctions », 2^{ème} Ed, 2006, P48.

échange d'informations interviendra entre le conseil de l'Union Européenne et la BCE sur le taux de change de l'euro à l'égard des devises non communautaires. Pour les États membres de l'Union Européenne n'ayant pas adopté la monnaie unique, un mécanisme de change européen (MCE II) a été créé pour relier leurs monnaies à l'euro. Dans le cadre de la gestion de ce mécanisme, des marges de fluctuation maximales sont définies les uns par rapport à l'euro.

II -2-2-4-La promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement

Système Européen de Banques Centrales veille au bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement au sein de la communauté européenne. A cet fin, un système de paiement dénommé «TARGET (système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut réel) a été lancé le 1/01/1999 pour les règlements des opérations de banque centrale résultant de l'alimentation des banques centrales nationales en liquidité ou des opérations de prêt et emprunt interbancaires.

Pour répondre à l'importance des paiements de montant élevé en euro, le système européen de banques centrales a mis en place en novembre 2007 une nouvelle génération du système de paiement appelé TARGET 2. Ce dernier est géré par la Banque de France, de l'Italie et de l'Allemagne.

Les deux systèmes de paiement ont contribué à l'intégration du marché de l'euro et à améliorer la sécurité des paiements et permet ainsi au marché monétaire de l'euro de fonctionner comme un marché unique et de ce fait, rendre possible la conduite d'une politique monétaire unique.

Enfin, en plus des missions principales, le système européen de banques centrales contribue, selon l'article 105(5) du traité de l'Union Européenne, « à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier »⁷⁷.

Le Traité de l'Union Européen qui a créé l'Euro a donné naissance à une institution dénommée la Banque Centrale Européenne (BCE) chargée de mener une politique monétaire commune aux pays adhérents à la monnaie unique. Cette politique a pour objectif d'assurer la stabilité des prix. Pour mieux appréhender comment la Banque Centrale Européenne réalise

⁷⁷ H.Scheller, « La Banque Centrale Européenne ; histoire, rôle et fonctions », 2^{ème} Ed, 2006, P49.

cet objectif, il y'a lieux de s'étaler, dans la seconde section, sur les éléments stratégiques de sa politique monétaire.

Section 2 : La politique monétaire de la BCE

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

I- L'objectif et la stratégie de la politique monétaire de l'Eurosystème

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

I-1-L'objectif de la politique monétaire de l'Eurosystème

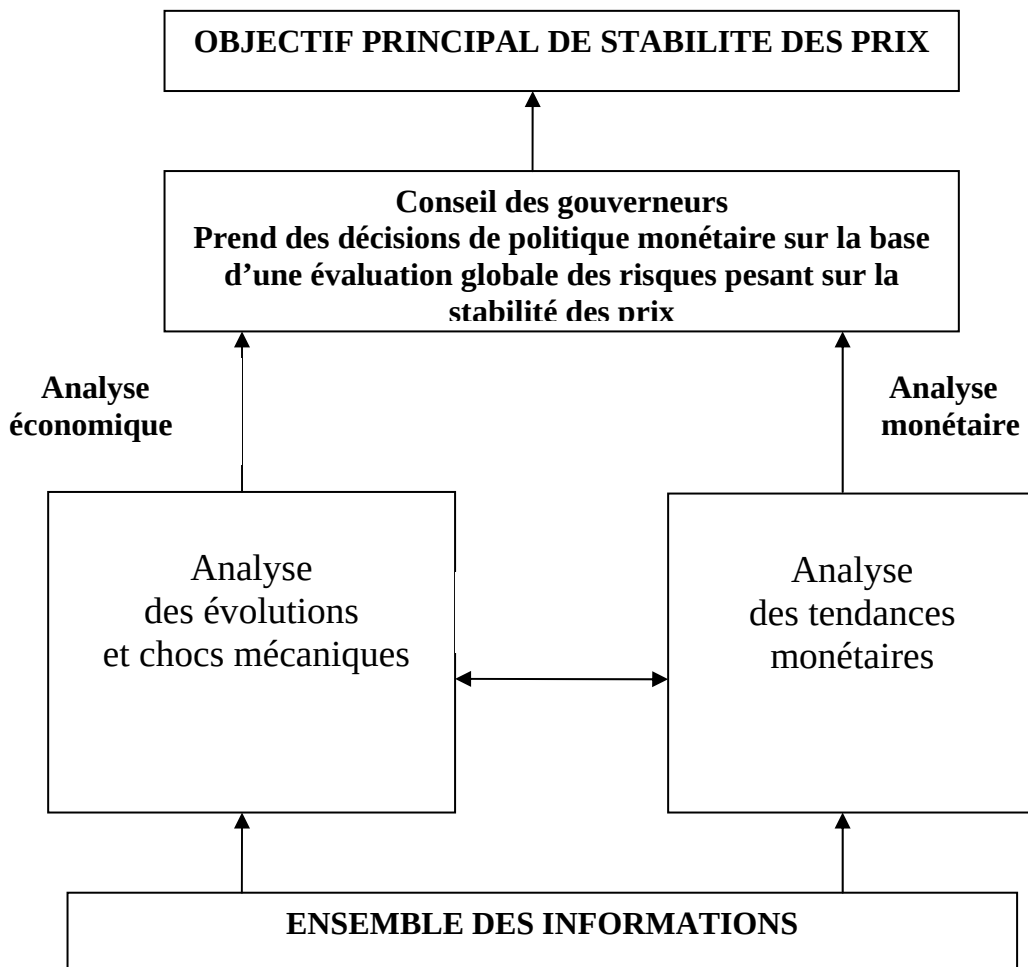
L'objectif final de la politique monétaire de l'Eurosystème a été déterminé par l'article 105 du traité de la communauté européenne. Il s'agit de garantir la stabilité des prix. Cette dernière est définie par le conseil des gouverneurs de la BCE sur le moyen terme, comme une « progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % dans la zone euro »⁷⁸.

I-2-Les éléments stratégiques de la politique monétaire de l'Eurosystème

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

⁷⁸ H.Scheller, « La Banque Centrale Européenne ; histoire, rôle et fonctions », 2^{ème} Ed, 2006, P80.

Figure 21: La stratégie de la politique monétaire de la BCE axée sur la stabilité des prix



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

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

I-1-1-L'analyse économique

Selon M.Ruimy⁷⁹, l'analyse économique est axée principalement sur l'évaluation des évolutions économiques et financières et des risques à court et à moyen terme qui pèsent sur la stabilité des prix.

⁷⁹ M.Ruimy, op.cit, P82.

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

I-1-2-L'analyse monétaire

La stratégie de la politique monétaire de la Banque centrale européenne ne se limite pas, selon M.Ruimy⁸⁰, aux seules indications à court et moyen terme fournies par l'analyse de la situation économique, mais également à partir des considérations relatives à la monnaie et à la liquidité.

Pour manifester son attachement à l'analyse monétaire et fournir une référence en matière d'évaluation des évolutions monétaires, la BCE a annoncé une valeur de référence pour la croissance de l'agrégat large M3 fixé à 4,5 % en moyenne annuelle sur le moyen terme. Ce taux de référence est compatible à un taux d'inflation inférieure à 2 %, une croissance économique comprise entre 2 % et 2,5 % et une diminution de la vitesse de circulation de la monnaie s'inscrivant dans une fourchette de 0,5 % et 1 % par an.

L'analyse monétaire de la BCE ne se limite pas à l'évaluation de la croissance de M3 par rapport à sa valeur de référence. Elle concerne aussi l'analyse des composantes de l'agrégat M3, notamment M1, qui fait l'objet d'une attention particulière dans la mesure où il reflète plus étroitement les motifs de transaction à l'origine de la demande de monnaie et, de ce fait, peut-être le plus corrélé à la dépense globale.

II- Le cadre opérationnel et le mécanisme de transmission de la politique monétaire

Pour atteindre l'objectif principal de la stabilité des prix, l'Eurosystème dispose d'un ensemble de moyens, d'instruments et de procédures de politique monétaire qui constitue son cadre opérationnel. Ce dernier est utilisé pour mettre en œuvre la politique monétaire unique au sein de la zone euro.

⁸⁰ M.Ruimy, Op.cit, P81.

II-1-Le cadre opérationnel de la politique monétaire de l'Eurosystème

La politique monétaire de l'Eurosystème est centralisée dans ses décisions prises par le conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne et décentralisée dans sa mise en œuvre sur le marché monétaire par l'intermédiaire des Banques centrales nationales.

Le cadre opérationnel de la politique monétaire de l'Eurosystème vise à déterminer le niveau des taux d'intérêt du marché monétaire mesuré dans la zone euro par « l'Eonia » nécessaire au maintien de la stabilité des prix à moyen terme.

Pour ce faire, la banque centrale européenne prévoit le montant total de la liquidité nécessaire à l'économie. Une fois que celle-ci est déterminée, elle fixe un objectif pour le taux du marché interbancaire. Celui-ci est appelé « le taux de refinancement » ou le taux de « repos » et le plus souvent le « taux directeur ».

Dans sa stratégie, la Banque centrale européenne vise à ce que le taux du marché interbancaire (l'Eonia) soit plus proche du taux directeur. Cette situation selon F.Mishkin⁸¹, est la plus favorable ou les prévisions sur lesquelles la Banque Centrale Européenne s'est appuyée pour déterminer son offre de la liquidité sont parfaitement vérifiées.

En outre, la gestion de la liquidité ne vise pas à maintenir le taux d'intérêt au jour le jour aussi proche que possible du taux directeur, mais aussi à garantir le bon fonctionnement du marché monétaire. Celui-ci signale pour les autorités monétaires l'orientation de la politique monétaire. De ce fait, la banque centrale européenne aide les établissements de crédit à satisfaire leurs besoins de liquidité sans difficulté et dans de bonnes conditions.

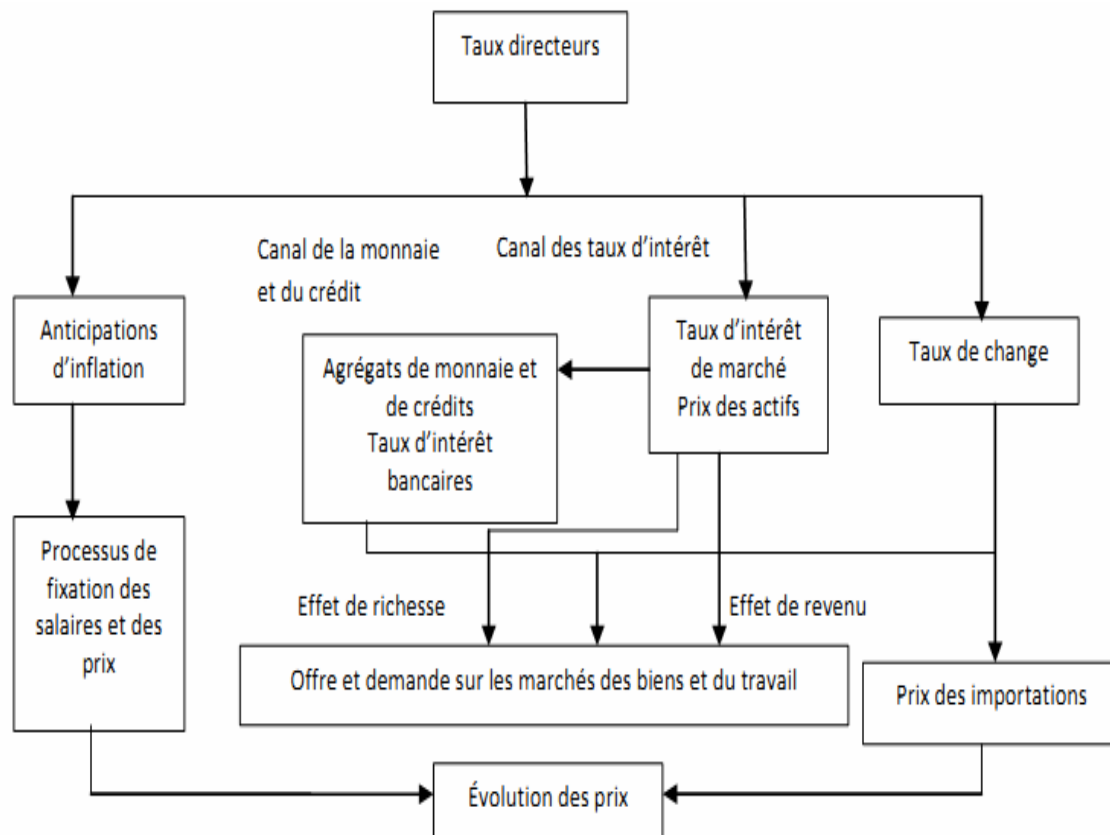
En définitive, le cadre opérationnel de la politique monétaire vise à stabiliser le taux à court terme du marché interbancaire (l'Eonia) à un niveau proche du taux directeur afin d'atteindre l'objectif de la stabilité des prix. Cette mise en œuvre de la politique monétaire passe essentiellement par l'utilisation d'une panoplie d'instruments et de procédures.

II-2-Les mécanismes de transmission de la politique monétaire de l'Eurosystème

Le Conseil des gouverneurs de la BCE fait ressentir son action sur l'économie en général et sur le niveau des prix à travers un ensemble de canaux de transmission de la politique monétaire qui sont présentés dans la figure ci-dessous :

⁸¹ F.Mishkin, op.Cit, P 497.

Figure 22: Le mécanisme de transmission de la politique monétaire de la BCE



Source : Rapport annuel de Banque Centrale Européenne, 2004, P 45.

La Banque Centrale Européenne est chargée de la mise en œuvre de la politique monétaire. Son objectif prioritaire est de préserver la stabilité des prix dans la zone euro. Pour atteindre cet objectif, son instrument principal est le pilotage des taux d'intérêt à court terme (le taux directeur). Ceux-ci ont un impact sur les taux d'intérêt des banques et du marché et, par là, sur la facilité d'obtention des crédits, sur le prix des actifs financiers, sur les taux de change, puis par ricochet sur les conditions d'offre et de demande sur les marchés des biens, le marché du travail, les marchés financiers et le marché de change.

Ce mécanisme de transmission conduit à une modification du niveau des prix des biens domestiques et des biens importés et, ainsi, du rythme de l'inflation. D'une façon générale, on peut résumer en disant qu'une augmentation des taux contribue à ralentir l'inflation mais pèse sur l'activité, alors qu'une baisse des taux a tendance à favoriser l'investissement et à ralentir l'inflation.

III-La mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème

La mise en œuvre de la politique monétaire au sein de la zone euro par la Banque centrale européenne s'effectue à travers trois instruments principaux : les opérations d'open market, les facilités permanentes et le système des réserves obligatoires.

III-1-L'open market

L'open market est le principal instrument utilisé par la Banque Centrale Européenne pour atteindre l'objectif de la stabilité des prix. Il est à l'initiative des BCN. Son objectif consiste à piloter le taux d'intérêt du marché interbancaire, indiquer l'orientation de la politique monétaire et la gestion de la liquidité sur le marché monétaire.

III-1-1-Les formes d'opérations d'open market

Les opérations d'open market de l'Eurosystème peuvent être regroupées en quatre catégories d'opérations : les opérations principales de refinancement, les opérations de refinancement à long terme, les opérations de réglage fin, les opérations structurelles.

III-1-1-1-Les opérations principales de refinancement

Les opérations principales de refinancement constituent l'outil principal de la politique monétaire de la BCE. Elle consiste en une « cession temporaire d'actifs bien noté par les établissements bancaires contre de la liquidité ». Elle se déroule une fois par semaine (Hebdomadaire) pour une durée de deux semaines par des appels d'offre normaux (Annexe 2 et 3) dont le délai est de vingt quatre heures entre l'annonce de l'appel d'offre et celle de la répartition de la monnaie centrale.⁸²

La BCE annonce qu'elle va procéder à un appel d'offre pour une quantité prévue de monnaie centrale. Les BCN transmettent l'information aux institutions financières nationales et collectent les offres. La BCE annonce ensuite, en fonction des informations recueillies par les BCN, sa décision de répartition de la monnaie centrale. La BCE peut choisir entre des appels d'offres à taux fixe ou à taux variable.

Dans le premier cas, la BCE indique à l'avance le taux d'intérêt et les établissements répondent en indiquant le montant pour lequel ils souhaitent être servis. Les offres reçues sont additionnées et ce qui permet à la BCN de déterminer la quantité de la monnaie centrale à fournir. Si l'offre globale dépasse le montant total de la liquidité disponible, les

⁸² A partir du 10 mars 2004, la durée est passée de deux semaines à une semaine.

établissements de crédit seront servis au prorata du rapport entre le montant à adjuger et le montant de l'offre globale.

Dans le second cas, les établissements de crédit répondent à l'appel d'offre en indiquant la quantité de la monnaie centrale qu'ils souhaitent obtenir ainsi que les taux d'intérêts qu'ils sont prêts à accepter. La BCE peut fixer un taux d'intérêt minimal en deçà duquel elle ne servira pas les demandes. Les établissements de crédit répondent en annonçant la quantité de la monnaie centrale pour différents niveaux du taux d'intérêt. Les établissements de crédit ayant annoncé le taux d'intérêt le plus élevé sont servis en priorité. La BCE établit alors la liste des demandes à satisfaire par ordre décroissant des taux d'intérêt. Ceux qui ont indiqué le taux d'intérêt sont ensuite servis successivement par ordre du taux d'intérêt décroissant jusqu'à épuisement du montant de la monnaie centrale à adjuger.

III-1-1-2-Les opérations de refinancement à long terme

Les opérations de refinancement à long terme sont destinées à fournir des liquidités à plus long terme au système bancaire avec une fréquence d'un mois et d'une échéance de trois mois. Elles sont utilisées pour éviter de renouveler l'ensemble de la liquidité du marché monétaire toutes les semaines ou toutes les deux semaines et de permettre aux contreparties d'accéder au refinancement à plus long terme. Elles sont exécutées uniquement par voie d'appels d'offres à taux variable avec annonce préalable du montant à allouer.

III-1-1-3- Les opérations de réglage fin

Les opérations de réglage fin ont pour but d'atténuer les variations du taux du marché interbancaire (l'Eonia) résultant des chocs exogènes par un apport ou retrait de la liquidité. Ces opérations prennent la forme de cession temporaire par voie d'appel d'offre rapide (annexe 4) dans un délai d'une heure entre l'annonce et le résultat.

III-1-1-4- Les opérations structurelles

Les opérations structurelles visent à agir sur le montant des liquidités disponibles sur le marché à long terme. Ces opérations peuvent être exécutées sous forme d'opérations de cession temporaire pour apporter des liquidités durablement ou bien sous forme d'émission de certificat de dette pour augmenter le besoin de financement. La BCE peut également effectuer des opérations fermes.

III-1-2-Les instruments de l'open market

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

III-1-2-1-Les opérations de cession temporaire

Les opérations de cession temporaire constituent l'instrument le plus important dont dispose l'eurosystème. Il s'agit « des opérations par lesquelles l'Eurosystème achète ou vend des actifs éligibles dans le cadre d'accords de pension ou octroie des prêts garantis par des actifs éligibles »⁸³.

Les prêts garantis sont assortis de la détention des titres en garantie par la banque centrale contrairement à l'accord de pension où le titre de garantie est vendu provisoirement à la banque centrale et l'emprunteur s'engage à le racheter à l'échéance.

Ces opérations de cession temporaire constituent le principal instrument d'open market. Il est utilisable pour les quatre formes d'opérations d'open market à savoir, les opérations principales de refinancement, les opérations de refinancement à long terme, les opérations de réglage fin et les opérations structurelles.

III-1-2-2-Les opérations ferme

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

III-1-2-3-L'émission de certificat de dette

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

III-1-2-4- Les opérations d'échange de devises

Les opérations d'échange de devise sont des opérations effectuées à des fins de politique monétaire. Elles consistent en des achats ou vente euro contre devises effectués

⁸³ J-L Bailly, « Économie monétaire et financière », Ed Bréal, 2^{ème} Ed, Paris, 2006, P221.

simultanément au comptant et à terme. Elles peuvent être utilisées pour le réglage fin, principalement en vue de gérer la situation de la liquidité sur le marché et de piloter les taux d'intérêts.

III-2-Les facilités permanentes

Les facilités permanentes permettent de fournir ou de retirer des liquidités au jour le jour, d'indiquer l'orientation générale de la politique monétaire et d'encadrer les taux du marché interbancaire au jour le jour. A cet objectif, l'Eurosystème propose deux facilités d'une part, les facilités de prêt marginal et, d'autre part, la facilité de dépôt.

III-2-1-La facilité de prêt marginal

La facilité de prêt marginal est utilisée par les contreparties pour obtenir contre des actifs éligibles, sans limite et sans restriction, des liquidités au jour le jour. Le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal constitue un plafond pour le taux d'intérêt du marché au jour le jour. Pour cette facilité, il n'existe aucune limite ni aucune restriction à l'accès des contreparties à la facilité, mise à part l'obligation de présenter suffisamment d'actifs en garantie.

III-2-2-La facilité de dépôt

La facilité de dépôt permet aux contreparties d'effectuer des dépôts au jour le jour auprès des BCN, sans limite et sans restrictions. Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt constitue un taux plancher pour le taux d'intérêt du marché au jour le jour. Il n'existe aucune limite de dépôt ni autre restriction à l'accès des contreparties à cette facilité.

Par la fixation de ces deux taux de la facilité permanente, le Conseil des gouverneurs détermine un corridor à l'intérieur duquel les taux d'intérêt au jour le jour peuvent fluctuer. Ces deux facilités sont assorties d'une échéance de 24 heures et sont à la disposition des contreparties à leur propre initiative.

III-2-3-La corrélation entre le taux de la facilité de dépôt et de prêt marginal

Le taux de la facilité de dépôt et le taux de la facilité de prêt marginal sont des taux directeurs de la BCE. Ils forment un « corridor » à l'intérieur duquel fluctuent les taux du marché monétaire à savoir le taux d'intérêt au jour le jour (l'Eonia) et le taux d'opérations principales de refinancement ou le taux directeur. Le graphique ci-dessous représente cette corrélation.

Graphique 1: La corrélation entre le taux de la facilité de dépôts et de prêt marginal

Source : Rapport annuel de Banque Centrale Européenne, 2004, P 81.

D'après ce graphique, le taux du marché interbancaire (Eonia) est nécessairement inférieur aux taux de la facilité de prêt marginal et supérieur aux taux des appels d'offres des opérations principales de refinancement.

Le taux du marché interbancaire (Eonia) est inférieur aux taux de la facilité de prêt marginal, sinon les banques s'adressent à la banque centrale plutôt qu'aux autres banques sur le marché interbancaire pour assurer l'équilibre de leur besoin de liquidité. De même, le taux du marché interbancaire est nécessairement supérieur au taux des appels d'offres des opérations principales de refinancement sinon aucune banque ne souscrit aux appels d'offres puisque les banques éprouvant des besoins en liquidité peuvent trouver les fonds dont elles ont besoin à meilleurs prix auprès des banques ayant des liquidités excédentaires.

En définitive, la BCE fixe le niveau du taux du marché interbancaire par une augmentation ou une baisse des taux de la facilité de prêt marginal et le taux des offres des opérations principales de refinancement. L'écart entre les taux des appels d'offre et la facilité de prêt marginal est de 100 points de base (1 points des taux d'intérêt). Cet écart est aussi de 100 points de base pour le taux des appels d'offre et le taux de la facilité de dépôt.

III-3-Les réserves obligatoires

Les réserves obligatoires sont le troisième instrument utilisé par la BCE. Cette dernière est habilitée à imposer aux établissements de crédit établis de constituer des réserves obligatoires auprès d'elles et auprès des banques centrales nationales.

Ce système répond à un double objectif, d'une part, stabiliser les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire et d'autre part, créer un besoin structurel de refinancement du système bancaire.

Le tableau suivant résume les instruments utilisés par la BCE pour la conduite de la politique monétaire unique ainsi que la fréquence, l'échéance et les procédures.

Tableau 1: Les instruments de la politique monétaire de la BCE.

Opérations de politique monétaire	Types d'opérations		Échéance	Fréquence	Procédure
	Apport de liquidité	Retrait de liquidité			
Opérations d'open market					
Opérations principales de refinancement	Opérations de cession temporaire	-	1 semaine	Hebdomadaire	Appels d'offres normaux
Opérations de refinancement à plus long terme	Opérations de cession temporaire	-	3 mois	Mensuelle	Appels d'offres normaux
Opérations de réglage fin	Opérations de cession temporaire Swaps de change	Opérations de cession temporaire Reprise de liquidité en blanc Swaps de change	Non standardisée	Non régulière	Appels d'offres rapides Procédures bilatérales
	Achats ferme	Ventes ferme	-	Non régulière	Procédures bilatérales
Opérations structurelles	Opérations de cession temporaire	Émission de certificats de dette	Standardisée/ non standardisée	Régulière et non régulière	Appels d'offres normaux
	Achats ferme	Ventes ferme	-	Non régulière	Procédures bilatérales
Facilités permanentes					
Facilité de prêt marginal	Opérations de cession temporaire	-	24 heures	Accès à la discrétion des contreparties	
Facilité de dépôt	-	Dépôts	24 heures	Accès à la discrétion des contreparties	

Source : M. Ruimy, op.Cit, P 91.

IV-Les contreparties et les garanties des opérations de politique monétaire de la BCE

La Banque Centrale Européenne fait participer un large éventail de contreparties à ses opérations de politique monétaire. Celles-ci doivent respecter certains critères d'éligibilité pour toutes les opérations monétaires. La fourniture de la liquidité est fondée sur la aux livraison d'actifs par des contreparties.

III-1-Les contreparties

Les contreparties des opérations de politique monétaire de la BCE doivent « être assujetties au système de réserves obligatoires de l'eurosystème et présenter une situation financière saine et respecter tout critère opérationnel spécifié dans les dispositions contractuelles ou réglementaires appliquées par leur BCN (ou par la BCE) afin d'assurer la conduite efficace des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème»⁸⁴.

Les établissements de crédit satisferont aux critères généraux d'éligibilité peuvent accéder aux facilités permanentes de l'eurosystème et participer aux opérations d'open market effectuées par voie d'appels d'offres normaux par l'intermédiaire de la BCN de l'État membre dans lequel il est situé.

Pour les opérations de swaps de change effectuées à des fins de politique monétaire, l'éventail des contreparties correspond aux contreparties établies dans la zone euro qui sont retenues pour les interventions de change de l'eurosystème.

En ce qui concerne les autres opérations fondées sur les appels d'offres rapides et les procédures bilatérales (interventions de réglage fin effectuées au moyen d'opérations de cession temporaire et de reprises de liquidité en blanc), chaque banque centrale nationale sélectionne un ensemble de contreparties parmi les établissements implantés dans son État membre qui répondent aux critères généraux d'éligibilité. (Il s'agit de tous les établissements assujettis à la constitution de réserve obligatoire).

La définition de ces critères répond au souci de garantir l'égalité de traitement des établissements dans l'ensemble de la zone euro et de veiller à ce que les contreparties remplissent certaines obligations de nature opérationnelle et prudentielle.

III-2-Les garanties

Toutes les opérations de fourniture de liquidité du SEBC aux banques sont fondées sur des livraisons d'actifs mobilisables par les contreparties soit sous forme d'une cession en

⁸⁴ Rapport annuel de Banque Centrale Européenne, 2004, P79.

propriété (dans le cas d'opérations fermes ou de pensions) soit sous forme de nantissement ou de cession à titre de garantie (dans le cas de prêts garantis).

A cette fin, l'Eurosystème a établi deux catégories d'actifs éligibles aux opérations de politique monétaire. Ces deux catégories sont désignées sous les appellations respectives de niveau 1 et de niveau 2.

III-2-1-Les actifs éligibles niveau 1

Les actifs éligibles niveau 1 sont constitués par des certificats de dette de la Banque Centrale Européenne et autres titres de créances négociables sur les marchés répondant aux critères d'éligibilité définis par la BCE pour l'ensemble de la zone euro et qui sont les suivants⁸⁵ :

- ✓ Ils doivent être des titres de créance ayant un montant principal prédéfini et un coupon qui ne peut donner lieu à un flux financier négatif ;
- ✓ Ils doivent présenter un degré élevé de qualité de signature ;
- ✓ Ils doivent être gérés en comptes courants ;
- ✓ Ils doivent être déposés ou enregistrés (émis) auprès d'une banque centrale ou d'un dépositaire central de titres ;
- ✓ Ils doivent être libellés en euros ;
- ✓ Ils doivent être inscrits ou cotés sur un marché réglementé.

Tous les actifs de niveau 1 peuvent faire l'objet d'une utilisation transfrontière, de sorte que la contrepartie puisse recevoir des crédits de la banque centrale nationale de l'État membre dans lequel elle est établie par la mobilisation des actifs localisés dans un autre État membre. Ils sont éligibles à l'ensemble des opérations de politique monétaire, c'est-à-dire aux opérations de cession temporaire et aux transactions fermes d'open market ainsi qu'à la facilité de prêt marginal.

III-2-2-Les actifs éligibles niveau 2

Les actifs niveau 2 sont constitués d'actifs complémentaires, négociables ou non négociables, qui répondent à des critères d'éligibilité définis par les BCN et approuvés par la BCE. Les critères d'éligibilité sont énumérés ci-après⁸⁶ :

⁸⁵ La BCE, « La politique monétaire unique au sein de la zone euro », Avril 2002, P41.

⁸⁶ Idem, P 44.

- ✓ Ils peuvent être des titres de créance ayant un principal prédéfini et un coupon qui ne peut donner lieu à un flux financier négatif ;
- ✓ Il doit s'agir d'actions ou de titres de créance émis par des entités considérées comme étant financièrement solides par la banque centrale nationale ;
- ✓ Ils doivent être aisément accessibles à la banque centrale nationale ;
- ✓ Ils doivent être émis (ou bien garantis) par des entités implantées dans la zone euro ;
- ✓ Ils doivent être localisés dans la zone euro.

Ces deux catégories d'actifs sont également éligibles aux différents types d'opérations de politique monétaire du SEBC (le SEBC, toutefois, n'utilise pas normalement les actifs de niveau 2 dans le cadre de ses opérations fermes). Ils font aussi l'objet d'une utilisation transfrontière comme les actifs niveau1.

Conclusion du chapitre

Le projet de l'union économique et monétaire, la naissance de l'euro en 1999 et enfin l'abandon des monnaies pièces et papier nationale en 2002 viennent couronner trente ans d'efforts visant à faire de l'Europe un espace économique unifié avec comme objectif certaine convergence en matière monétaire.

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

Depuis la mise en place de l'euro dans l'Union européenne, le 1^{er} janvier 1999, la BCE suit un objectif final unique, à savoir la stabilité des prix dans cette zone. Maintenant que nous avons décrit les objectifs et les instruments de la politique monétaire européenne, nous allons, à présent, examiner la façon dont elle entend réaliser ses objectifs. Cet aspect fera l'objet du second chapitre.

Chapitre II : La politique monétaire de la BCE face à la crise des subprimes

Introduction au chapitre

Face à la crise financière qui a secoué l'économie mondiale à partir de mai 2007 et qui s'est propagée à l'économie réelle, la Banque Centrale Européenne a été amenée à utiliser tous les leviers possibles de sa politique monétaire.

La réponse de la Banque Centrale Européenne à la crise s'est traduite par des innovations marquées du cadre opérationnel de la politique monétaire. Ces innovations se sont soldées par l'adoption et le recours à des instruments de politique monétaire dits « non conventionnels ».

Pour mieux appréhender la façon dont la Banque Centrale Européenne a mis en œuvre sa politique monétaire dans le contexte de la crise financière, nous allons, dans une première section, présenter les causes et origines de cette crise ainsi que ses mécanismes d'amplification et de contagion et nous verrons, dans la seconde la section, l'action menée par la BCE pour juguler cette crise.

Section 1 : La crise financière des subprimes

La crise financière internationale dite la crise de « subprime » est l'une des crises les plus importantes qu'a connu la sphère financière mondiale que Michel Aglietta et Sandra Rigot l'ont qualifiée de « la plus grave crise financière et économique depuis la fin de la seconde guerre mondiale »⁶³. Elle s'est déclarée en 2007, aux États-Unis sur le marché des prêts hypothécaire pour s'étendre à l'ensemble des marchés financiers et a fini par atteindre l'économie réelle à la fin de l'année 2008. Cette crise financière, en raison à la fois de son ampleur et de sa spécificité a suscité de multiples interrogations notamment quant à ses sources originelles et vecteurs de propagation explicatifs de sa dimension actuelle.

I- Le marché des crédits subprimes Américain : définition et évolution

Les crédits subprimes se sont développés aux États-Unis. Ils ont connu une évolution spectaculaire durant la dernière décennie grâce à l'évolution du marché des crédits hypothécaires.

⁶³ S. Rigot, « Crise et rénovation de la finance », Ed Odile Jacob, Paris, 2009, P 11.

I-1- La définition et les caractéristiques des crédits subprimes

Le terme anglophobe « subprime » est un dérivé de prime « Lending rate » qui est le taux d'intérêt accordé aux emprunteurs les plus fiables qui disposent de la capacité de remboursement de leurs crédits. Dans son ouvrage intitulé « La crise subprime », L. Klein définit les crédits subprimes comme des « prêts destinés à permettre l'accès à la propriété à une clientèle qui se trouve dans l'impossibilité de souscrire à des crédits classiques en raison de sa faible solvabilité et d'un historique de crédit inexistant ou défavorable »⁶⁴. Contrairement aux crédits primes qui sont souscrits par des emprunteurs qui offrent d'excellentes garanties de remboursement.

Ces crédits subprimes sont regroupés en deux catégories. La première catégorie concerne les crédits subprimes de type « ARM » (Adjustable Rate Mortgages) qui sont souvent octroyés pour les deux premières années en général à taux fixe (taux attractif) puis à 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'intérêts variables restent faibles et stables et une hausse du prix du bien hypothéqué. Le remboursement s'échelonne en moyen sur une longue durée (vingt- cinq ou trente ans). La seconde catégorie concerne les crédits subprimes « Fixed Rate Mortgages » (FRM) dont le taux d'intérêt est fixe et les mensualités de remboursement sont constantes de l'initiation jusqu'à maturité. L'emprunteur n'est donc pas exposé à la hausse des taux. Ce pendant, il est exposé à la baisse des taux.

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

I-2- L'évolution du marché des crédits hypothécaires subprimes

Le marché des crédits hypothécaires subprimes a connu une forte expansion sur la période 2001 et 2006. Le volume des crédits hypothécaires accordé est passé de 190 milliards de dollars en 2001 pour atteindre 600 milliards de dollars en 2006. Cette expansion est dû selon L. Klein à trois facteurs⁶⁵ :

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

⁶⁴ L. Klein, « La crise subprime », Ed Revue Banque, Paris, 2008, P 27.

⁶⁵ Idem, P 22, 27, 28.

I-2-1- La bulle immobilière et l'abondance monétaire

Suite à l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques⁶⁶ en 2000 et au lendemain des événements du 11 septembre 2001, les autorités monétaires américaines (la FED) pour enrayer une éventuelle récession économique a baissé son principal taux directeur de 6,5 % à 1 % en moins de trois ans (2001 et 2004)⁶⁷.

Une telle décision a engendré des coûts de refinancement moins chers et un boom de crédit notamment ceux crédits hypothécaires qui sont passés de « 4800 milliards de dollars en 2000 à 9800 milliards de dollars en 2006 »⁶⁸, conduisant ainsi à une appréciation du prix de l'immobilier d'où le phénomène de « bulle immobilière ».

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 à des emprunteurs risqués, élément supplémentaire à l'origine de l'expansion des crédits subprimes.

I-2-2- Les restrictions à l'accès aux crédits classiques

Les restrictions à l'accès aux crédits classiques sont à l'origine mêmes de l'émergence du marché des crédits subprimes. Ce dernier a été encouragé et renforcé aux États-Unis en vertu de la législation de mille neuf cent soixante dix sept (1977) (Community Reinvestment ACT) qui oblige tous les établissements de crédit et autres institutions de dépôt de répondre aux besoins de crédit de l'intégralité de leur communauté. Cette législation fut renforcée en 1995 puis révisée en 2002.

I-2-3-La titrisation

La titrisation est un mécanisme adapté par les établissements financiers accordant des prêts hypothécaires à risque élevé. C'est une opération financière qui consiste pour une banque de « transformer des prêts bancaires traditionnellement illiquides en titres aisément négociables sur des marchés, par l'intermédiaire d'une entité juridique ad hoc. »⁶⁹.

⁶⁶ Il s'agit d'une bulle spéculative réalisée sur les marchés financiers qui ont surévalué les actions des produits liés aux nouvelles technologies (télécommunications, l'informatique). Cela a duré de la fin des années 1990 à mars 2000.

⁶⁷ <http://www.trader.forcx.fr/forum/analyses-forex-professionnelle/2472-la-fed-baisse-son-taux-directeur-Chronologie.html>, consulté le 12/02 :2012.

⁶⁸ L. Klein, Op.cit, P 23.

⁶⁹ M. Barra P. Artus Bricongne, J.M. Fournier, V. Lapègue et O.Monso , « La crise des subprimes », Conseil d'Analyse Économique N°78, la Documentation française, Paris, 2008, P36.

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 titrisation⁷⁰, 75% des 600 milliards de dollars crédits subprimes accordés furent titrisés en 2006.

Dans le cadre de cette technique, les banques cèdent les prêts hypothécaires à un véhicule ad hoc (« Special Purpose vehicles »- SPV) qui finance cette acquisition en vendant des obligations sur les marchés non régulés à des investisseurs. Ces derniers qui achètent ces titres perçoivent en contrepartie les revenus (intérêts et remboursement du principal) issus des prêts.

La titrisation concerne initialement des prêts hypothécaires MBS (« Mortgage-Backed Securities »- MBS) par la suite, elle a évolué à d'autres types de crédits de type (Asset-Backed Securities »- ABS) incluant les crédits aux ménages et aux entreprises (crédits automobiles, prêts étudiant, encours de cartes bancaires, crédit à la consommation...). Les MBS et ABC peuvent aussi faire l'objet d'une titrisation de second degré⁷¹ qui donnera en contrepartie des produits de type (« Collateralized Debt Obligations »-(CDO) ainsi que des dérivés de crédit (les Credit Default Swaps ou CDS).

Enfin, cette technique de titrisation a permis aux banques de mieux répartir les risques de crédit et d'élargir la quantité de fonds disponibles pour consentir de nouveaux crédits.

II- Les facteurs à l'origine de la survenance de la crise des subprimes

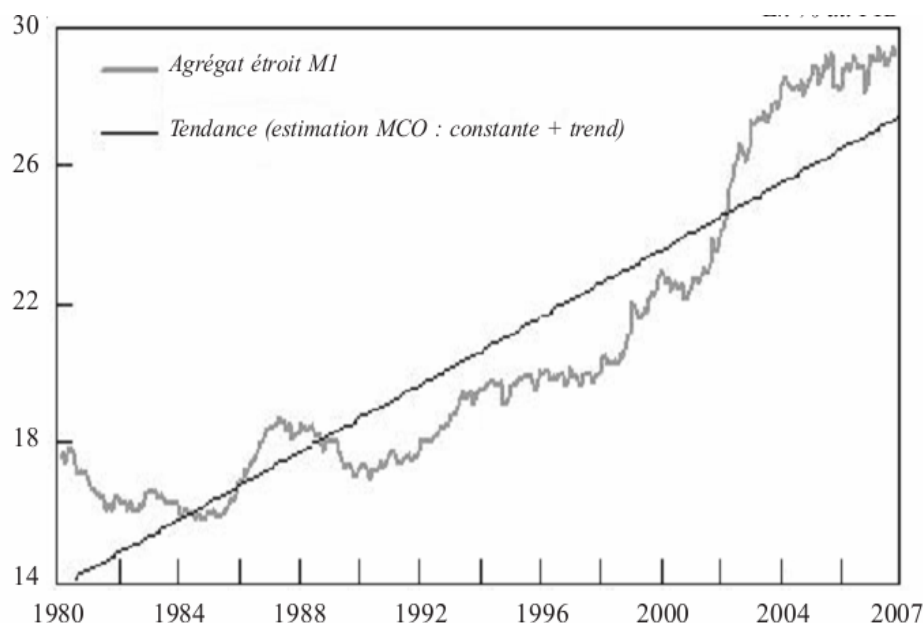
La crise des subprimes a été alimentée par la jonction de deux facteurs, d'une part des facteurs macroéconomiques et, d'autre part, des facteurs microéconomiques.

II-1-Les facteurs macroéconomiques

L'environnement macroéconomique mondial a joué un rôle important dans l'avènement de la crise des subprimes après le ralentissement mondial provoqué par l'éclatement de la bulle Internet en 2001. Celui-ci est caractérisé par une stabilité se traduisant par un excès de la liquidité au niveau mondial et une baisse de la volatilité de la croissance ainsi comme le montre le graphique ci-dessous :

⁷⁰ L. Klein, Op. Cit., P 16.

⁷¹ M. Aglietta, S. Rigot, « Crise et rénovation de la finance », Ed Odile Jacob, Paris, 2009, P32.

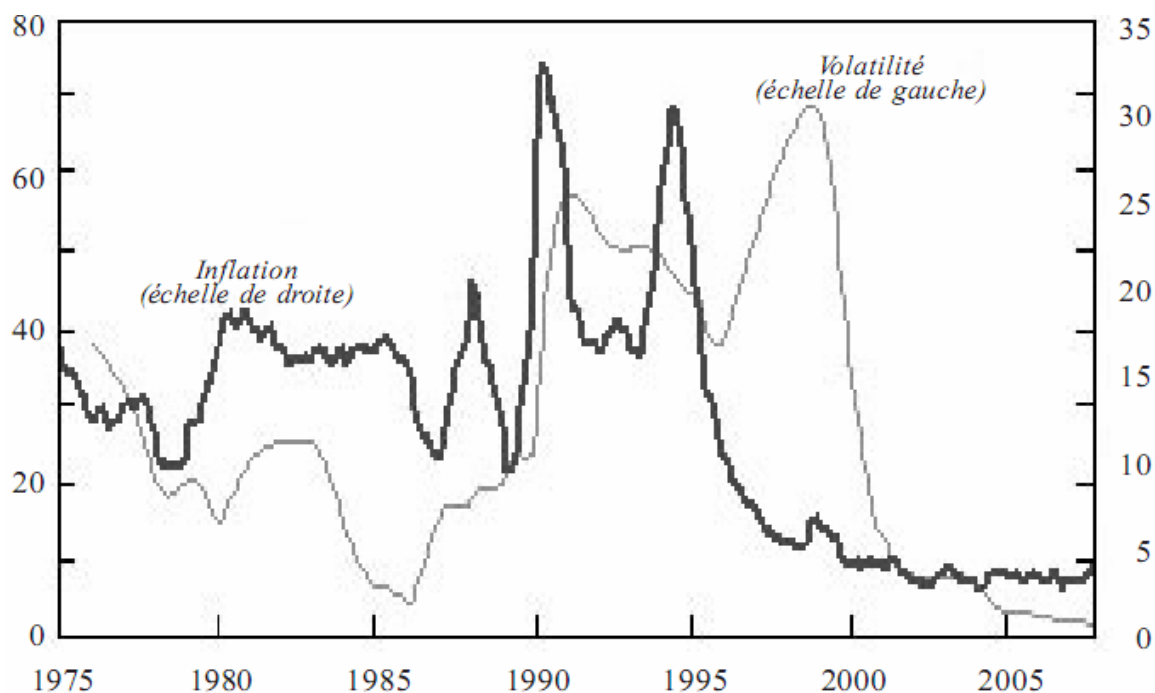
Figure 23 : La liquidité au niveau mondial (en % du PIB)

Source : M. Barra P. Artus Bricongne, J.M. Fournier, V. Lapègue et O.Monso, « La crise des subprimes », Conseil d'Analyse Economique, N°78, la Documentation française, Paris, 2008, P 14.

Le niveau de la liquidité au niveau mondial pour les six grands pays (États-Unis, zone euro, Japon, Chine, Royaume-Uni et Canada) mesuré par l'évolution de la base monétaire n'a cessé d'augmenter passant « de 18% à 20% en moyenne sur la période 1980 et 2000 à plus 26% à partir de 2002 pour atteindre 30% entre 2006 et 2007 »⁷². Celle-ci, paradoxalement, n'a pas entraîné des tensions inflationnistes. L'inflation au niveau mondial n'a cessé de baisser, passant d'un niveau moyen de « 12% à 5% entre 1995 et 2005 »⁷³ ainsi comme l'illustre la figure ci-dessous :

⁷² M. Barra P. Artus Bricongne, J.M. Fournier, V. Lapègue et O.Monso, « La crise des subprimes », Conseil d'Analyse Économique, N°78, la Documentation française, Paris, 2008, P 15.

⁷³ Idem, P15

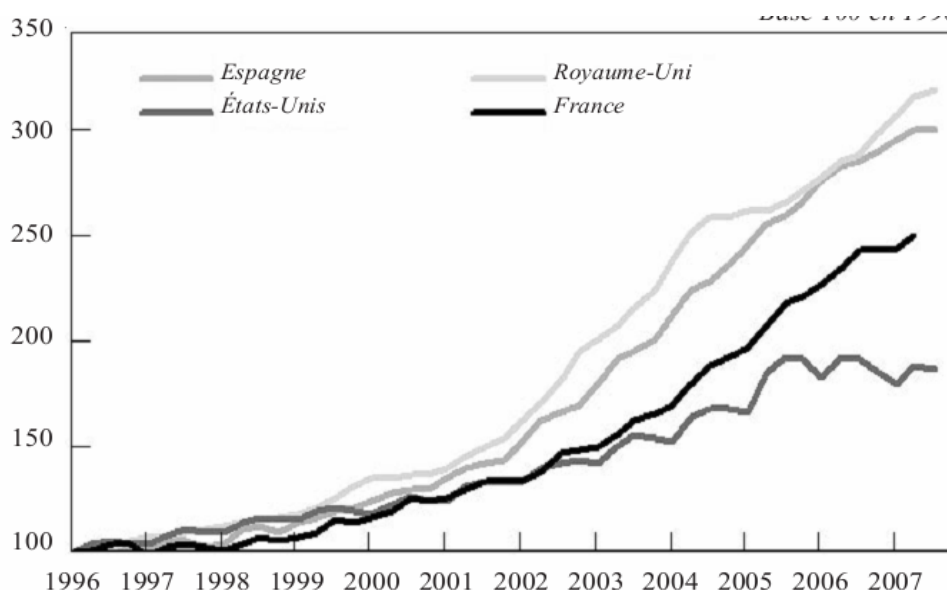
Graphique 24 : L'inflation mondiale depuis 1990 (en %)

Source : M. Barra P. Artus Bricongne, J.M. Fournier, V. Lapègue et O.Monso, « La crise des subprimes », Conseil d'Analyse Économique, N°78, la Documentation française, Paris, 2008, P16.

L'importance de la liquidité mondiale a poussé les acteurs du marché à chercher des placements plus risqués pour un meilleur rendement. Comme la liquidité mondiale est très abondante, la prime liée à la rémunération de ses placements a diminué.

La baisse de l'inflation combinée à la baisse des primes de risque a conduit à une baisse des taux d'intérêts qui a alimenté ainsi un crédit abondant et bon marché dans un contexte non inflationniste et l'augmentation des opérations à « effet de levier » non seulement pour les banques commerciales mais aussi pour les intermédiaires financiers non bancaires.

Les crédits abondants ont soutenu la hausse des prix des actifs en particulier ceux des marchés des actions et de l'immobilier. Ce dernier a connu une augmentation spectaculaire depuis les années 2001. La figure ci-dessous retrace cette évolution :

Figure 24: L'évolution des prix de l'immobilier (en point de base)

Source : M. Barra P. Artus Bricongne, J.M. Fournier, V. Lapègue et O.Monso, « La crise des subprimes », Conseil d'Analyse Économique, N°78, la Documentation française, Paris, 2008, P 24.

Cette croissance des prix des actifs (les actions, l'immobilier) « ont nourri, selon un mécanisme classique, des anticipations de hausse des prix futures, entraînant la formation de la bulle. »⁷⁴.

II-2-Les facteurs microéconomiques

Suite à la chute des valeurs boursières en 2000 à cause de l'éclatement de la bulle des nouvelles technologies, les intermédiaires financiers ont dû, pour satisfaire leurs clients, trouver d'autres placements offrant une rentabilité élevée. Pour faire face à cette exigence de rentabilité renforcée par la concurrence des nouveaux intermédiaires financiers (hedge funds, les fonds de pension, les fonds de private equity ou de capital investissement), les banques ont adopté deux types de stratégie. D'une part, augmenter leur volume d'activité en relâchant les conditions d'attribution des prêts et, d'autre part, innover par la création et le développement de nouveaux produits sophistiqués tels que la titrisation et les produits dérivés. Ces innovations ont permis aux banques de revendre une partie du crédit pour obtenir immédiatement de la liquidité et donc développer leur activité de crédit.

⁷⁴J C.Bricongne, V.Lapègue et O.Monso, « La crise des subprimes, de la crise financière à la crise économique », P26, disponible sur le site Internet : http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys_conj/archives/mars2009_d1.pdf.

III-Le déroulement de la crise des subprimes

La crise des subprimes s'est déclenchée au second semestre de 2006 sur un segment à risque élevé (subprime) des prêts hypothécaires aux ménages américains. Elle a commencé avec des problèmes et difficultés rencontrés par les ménages américains pour rembourser leurs crédits qui leur avaient été consentis pour l'achat de leur logement.

III-1-Le déclenchement de la crise

L'élément à l'origine du déclenchement de la crise des subprimes est le retournement du marché immobilier aux États-Unis suite à la politique monétaire restrictive menée par la FED.

En effet, depuis la crise financière due à l'explosion de la bulle Internet, les États-Unis et notamment la Réserve fédérale américaine (FED) a mené une politique monétaire trop laxiste en baissant le taux directeur de « 6,5% en 2000 à un taux de 1,75 % fin 2001 et 1 % en 2003 ».

Cette situation a permis aux établissements financiers d'accorder des crédits à des emprunteurs peu solvables, faisant augmenter la demande des logements sur le marché provoquant ainsi la formation de la « bulle immobilière ».

A partir de 2004, la Fed, pour éviter une inflation trop forte et réduire le volume des crédits a fait progressivement relever son taux directeur sur le marché monétaire de « 1% en 2004 à plus de 5,25% en 2006. »⁷⁵.

Cette hausse du taux directeur a été répercutée sur les taux d'intérêts variables des crédits subprimes par les établissements financiers (les banques). En conséquence, les ménages se sont retrouvés dans l'impossibilité de faire face à leurs échéances et rembourser leurs crédits à cause de l'augmentation des charges financières. Cette situation a débouché sur une forte montée des taux de défaut de paiement des ménages qui n'a cessé d'augmenter en passant de « 11% au début de 2006 à 14% au début 2007 pour dépasser 20% en 2008 »⁷⁶.

L'amplification des défauts de paiement sur les crédits subprimes a entraîné la saisie de ces biens immobiliers sur les marchés par les banques faisant augmenter l'offre sur le marché immobilier et une baisse de la demande. Ce déséquilibre entre l'offre et la demande a conduit à une chute de la valeur de l'immobilier et à l'éclosion de la bulle immobilière. En l'espace

⁷⁵ <http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm>.

⁷⁶ N. Couderc, « Les politiques économiques à l'épreuve de la crise », Cahiers français n° 359, P4.

d'un an (troisième trimestre 2006 et troisième trimestre 2007) « le prix de l'immobilier avait chuté de 4.5% »⁷⁷.

Avec la baisse du marché immobilier américain, la valeur des prêts hypothécaires est devenue inférieure à la valeur du crédit qu'il était censé garantir. Ainsi, les établissements de crédit, espérant pouvoir récupérer leurs mises en vendant les habitations hypothéquées ont subi des pertes importantes.

De plus, ces crédits à risque ont été regroupés avec d'autres crédits plus ou moins risqués dans des CDO « Collateralized Debt Obligations » et ensuite vendus sur les marchés. Ces regroupements ont donc été, en grande partie, rachetés par les banques. Avec les difficultés rencontrées par les emprunteurs pour honorer leurs dettes, ces CDO ont perdu énormément de leur valeur en impactant encore les comptes des banques.

En définitive, la banque centrale Américaine (la FED) est donc en partie responsable du déclenchement de la crise actuelle puisque la remontée des taux d'intérêt directs a conduit à des problèmes de remboursement pour les ménages mais aussi pour de nombreux établissements de crédits immobiliers.

III- 2-L'effet de contagion de la crise

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

III- 2-1-La contagion dans le système bancaire

Cette crise financière qui s'est amorcée sur le marché immobilier aux États-Unis a connu un effet de contagion via les banques qui étaient fortement exposées sur le marché des prêts hypothécaires à risque et qui avaient investi directement ou indirectement dans ce type de crédit. En conséquence, elles ont subi des pertes importantes via la détention de ces actifs en raison de la chute de leur valeur sur les marchés. Selon le FMI (2009), « jusqu'en janvier 2009, environ 792 milliards de dollars de dépréciation ont été enregistrés par les établissements bancaires dans le monde »⁷⁸.

Ces dépréciations ont fait chuter en conséquence les capitaux propres des banques et créer un climat de méfiance pour les banques ayant un excès de liquidité qui se sont montrées

⁷⁷ L. Klein, Op. Cit, P 95.

⁷⁸ C.Bricongne, V.Lapégue et O.Monso, «La crise des subprimes, de la crise financière à la crise économique », P30, disponible sur le site Internet : http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys_conj/archives/mars2009_d1.pdf

de plus en plus réticentes à prêter aux banques ayant un besoin de liquidité ; ce qui a débouché à une crise de la liquidité en dégénérant en une crise de confiance. Le tableau ci-dessous montre l'ampleur des pertes réalisées par les grandes banques.

Tableau 2 : Les pertes des principales banques internationales

PAYS	Résultat net 2007 en milliards	Variation par rapport à 2006	Pertes estimées en milliards
Allemagne (en euros)			
Deutsche Bank	6.5	+6.6%	4.8
Commerzbank	1.9	+20%	0.8
Dresdner Bank	0.366	-59%	1.3
France (en euros)			
Crédit Agricole	4.04	-16.8%	3.3
Société Générale	0.947	-82%	2.6
BNP Paribas	7.8		1.2
Natixis	1.1	-45%	1.72
Benelux (en euros)			
ING	9.2	+20.1%	0.194 (T4-2007)
Fortis	4	-8.2%	1.7
Espagne/Italie (euros)	21.76		
Royaume-Uni (livres)			
HSBC (en dollars)	16	+21%	17
HBOS	4.05	+4.3	0.227
Royal Bank of Scotland	-	---	1.6
Barclays	7.1	-1%	1.6
Northern Rock	- 0.168	+0.63Mds (en 2006)	0.894
Suisse			
UBS	- 2.72 (en euros)	+7.6Mds (en 2006)	18.1 (en dollars)
Crédit Suisse	---	--	5.45 (en dollars)
Etats unis (en dollars)			
Bank of America	15	-29%	5.28
Citigroup	3.62	---	22.4
JP Morgan Chase	15.4	---	2.4
Morgan Stanley	1.5 (T1-2008)	-42% (T1-2007)	11.7
Merril Lynch			24.5
Japon (en yens)	---	----	475

Source : C. Bouzar, « Le cycle de vie » de la crise des subprimes », Revue Campus N°15, Septembre 2009, P21.

III- 2-2-La contagion dans les marchés financiers

Cette crise des subprimes a connu aussi un effet de contagion sur les marchés financiers avec une série de mini krachs et une forte baisse des indices boursiers. Ainsi « du 01/01/2008 au 24/10/2008, le Cac 40 baisse de 43,11%, le Dax (Allemagne) de 46,75%, le

FTSE 100 (Royaume Uni) 39,86%, le Nikkei (Japon) de 50,03% et le Dow Jones (États Unis) de 36,83% »⁷⁹.

L'effondrement des valeurs boursières observé durant cette période ne s'est pas limité au marché des actions, il a aussi concerné l'ensemble des secteurs d'activité notamment celui de l'énergie, service de télécommunication, des industries de base.... etc, qui ont aussi enregistré un important recul comme le montre aussi le graphique ci-dessous :

Figure 25 : L'évolution des indices sectoriels dans le monde en euro (en %)



Source : Rapport annuel de l'Autorité des marchés financiers, 2008, P 51.

Par ailleurs, les capitalisations boursières se sont inscrites en forte baisse en 2008 sous l'influence de la baisse des valorisations boursières et de la diminution du nombre d'entreprises cotées sur les marchés d'action. Le tableau ci-dessous illustre la forte baisse des capitalisations boursières dans la plupart des places financières.

⁷⁹ [http://fr.wikipedia.org/Crise des_subprimes](http://fr.wikipedia.org/Crise_des_subprimes), consulté le 23-02-2012.

Tableau 3: La capitalisation boursière des différentes places financières

Rang	Bourse	Montant en milliards d'euros	Variation sur un an en euros	Variation sur un an en monnaie locale
1	NYSE	6 609,3	- 38,3%	- 41,2%
2	Tokyo SE	2 236,2	- 24,5%	- 41,4%
4	NASDAQ	1 719,9	- 37,4%	- 40,3%
3	Euronext*	1 508,4	- 47,8%	- 47,8%
	<i>dont Euronext Paris*</i>	<i>1 059,7</i>	<i>- 43,6%</i>	<i>- 43,6%</i>
5	London SE	1 340,8	- 49,1%	- 33,4%
6	Shanghai SE	1 023,0	- 59,5%	- 64,0%
7	Hong Kong Exchanges	953,7	- 47,5%	- 50,2%
9	Deutsche Börse	797,1	- 44,6%	- 44,6%
8	TSX Group	741,7	- 50,4%	- 41,8%
10	BME Spanish Exchanges	680,6	- 44,1%	- 44,1%

Source : Rapport annuel de l'Autorité des marchés financiers, 2008, P52.

Enfin, la crise financière a eu de fortes répercussions sur l'activité des marchés d'action. Elle a fait diminuer le nombre d'introduction en bourse. « A Paris, le nombre d'introductions sur Eurolist et Alternext est passé de 65 à 20 entre 2007 et 2008, les autres places européennes ont connu des évolutions similaires. A Londres, les introductions ont ainsi diminué de 60%. »⁸⁰.

III- 2-3-La contagion à la sphère réelle de l'économie

Les défaillances des banques et du système financier en général ont affecté l'économie réelle par des contractions du crédit préjudiciable à l'investissement, à l'activité économique et à l'emploi. En effet, sous l'effet de la crise, les banques sont devenues plus averses au risque et augmentent leur rationnement du crédit pour l'économie. En conséquence, les entreprises ont réduit leurs investissements, ce qui a engendré une réduction de l'emploi. 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. A titre d'exemple, aux États-Unis, la consommation a connu un très fort ralentissement en décembre 2007 et ne progresse que de 0,2% et

⁸⁰ Rapport annuel de l'Autorité des marchés financiers, 2008, P 52.

l'investissement de son côté, a faiblement augmenté aux Etats-Unis (les commandes de biens durables n'ont augmenté que de 1% après 6,3% en 2006). Dans la zone euro, la consommation a diminué lors du dernier trimestre 2007 avec un recul de 2%.

Au final, la raréfaction du crédit conjugué à une baisse de la consommation et de l'investissement a pour conséquence de limiter la croissance économique des pays. Ainsi, « le Fonds Monétaire International a annoncé, début novembre 2008, une baisse de la prévision de croissance économique mondiale qui ne pourrait atteindre en 2009 que 2,2 %, contre 4,1 % prévu en août 2008. »⁸¹.

IV-La propagation de la crise

Le facteur majeur de la propagation de la crise financière actuelle est l'opération de la titrisation. Les banques qui ont accordé des crédits immobiliers aux ménages se sont adressées à des structures spécialisées appelées SPV (Special Purpose Companies) qui transforment les créances de la banque en plusieurs titres financiers revendus sur les marchés à des investisseurs. Ces titres ont été cotés par les agences de notation par la note « AAA » (sans risques).

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

Lorsque les premières difficultés financières liées au marché de subprime apparaissent, les établissements financiers solvables qui détiennent des titres risqués en portefeuille ont essayé de les vendre rapidement pour en tirer la plus haute valeur de liquidation possible. Ils vendent donc les titres adossés à des crédits « subprimes » dont la valeur diminue à mesure que l'offre de ces produits sur le marché financier augmente. La demande pour ces produits désormais trop risqués a diminué. Tous les détenteurs des titres se sont mis à vendre ces produits financiers en vue de minimiser le plus possible leurs pertes provoquant ainsi une chute des prix des titres « subprimes » affectant les banques américaines et étrangères investissant sur le marché boursier des États-Unis.

⁸¹ F.Gajewski et M.Sabatie, « La crise financière : causes et conséquences », dossier N° 125, décembre janvier 2008 et 2009, P4. Disponible sur le site Internet : <http://www.jiteconline.com/sts/www-jiteconline-com/fch/ds/86.pdf>.

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

La propagation de cette crise et sa contamination à l'économie réelle a conduit les grandes banques centrales, en l'occurrence la Banque Centrale Européenne, la réserve fédérale des États-unis et la banque d'Angleterre à mettre en œuvre leur politique monétaire. Cette étude fera l'objet de la seconde section où nous nous limitons à examiner exclusivement les actions menées par la Banque Centrale Européenne.

Section 2 : La gestion de la crise des subprimes par la Banque Centrale Européenne

A partir de septembre 2007, l'annonce par les différentes banques de leur exposition aux créances subprimes a entraîné une crise de confiance et un blocage du marché interbancaire. En d'autres termes, les banques ayant des liquidités disponibles n'ont pas voulu prêter aux autres banques (de peur de ne pas être remboursées) et celles qui étaient en besoin de liquidité ne trouvent plus les prêts nécessaires à leurs activités. La Banque Centrale Européenne a répondu à cette crise en utilisant tous les instruments possibles de sa politique monétaire.

I- Le cadre opérationnel de la politique monétaire de la BCE durant la crise des subprimes

Selon C. Bordes et L.Clerc, la réponse de la Banque Centrale Européenne à la crise des subprimes de 2007 est développée en quatre phases différentes⁸²:

- La période de turbulence financière (9 Août 2007- 15 Septembre 2008) ;
- La période d'intensification de la crise (15 Septembre 2008- Décembre 2009) ;
- La période d'amélioration temporaire de la situation sur les marchés (3 Décembre 2009- 7 Mai 2010) ;
- La crise de la dette souveraine (7 Mai 2010).

Durant les quatre étapes, la Banque Centrale Européenne a répondu, avec vigueur, en utilisant tous les leviers possibles de sa politique monétaire afin de restaurer la confiance sur les marchés financiers et soutenir le système bancaire.

II- L'analyse du cadre opérationnel de la politique monétaire de la BCE

Pour endiguer la crise financière, la Banque Centrale Européenne a réagi en adoptant un cadre opérationnel au rapport avec le contexte de développement de la crise des subprimes.

II-1-La période de turbulence financière

Durant la première période de turbulence financière (9 août 2007- 15 Septembre 2008), Banque Centrale Européenne est intervenue massivement sur le marché interbancaire pour rétablir la confiance entre les banques et faire face à la crise de la liquidité. Son cadre opérationnel consiste à fournir de la liquidité au système bancaire⁸³.

⁸² C. Bordes et L.Clerc, « La BCE : quels scénario (s) de sortie de crise », P117-118, disponible sur le site Internet : <http://www.eifr.eu/files/file8771036.pdf>.

⁸³ Idem, P117

II-1-1- L'origine de la crise de la liquidité bancaire

Les engagements directs et indirects des établissements financiers en matière de crédit à risque (crédits subprimes) a entraîné des dysfonctionnements du marché monétaire, plus particulièrement le marché interbancaire et une crise de liquidité entre les banques.

En effet, les banques qui ont accordés des crédits subprimes à des ménages à faible revenu ont transformé ces crédits en titres de créance et qui ont été achetés par des investisseurs en capacité de financement. Avec les défauts de paiement des ménages suite au retournement du marché immobilier, un grand nombre de titres deviennent risqués et douteux et les investisseurs ont pris conscience que les titres qu'ils avaient achetés étaient en réalité risqués et veulent s'en débarrasser car ils ne sont plus rentables. Ceci a entraîné la chute des cours de ces titres sur les marchés financiers.

Par ailleurs, les banques ont réintroduit dans leurs bilans des actifs en voie de titrisation en prêtant de la liquidité pour les « SIV » qui n'étaient plus en mesure de lever des capitaux sur les marchés. De ce fait, elles ont subi des pertes importantes en raison des moins-values en capital sur les actifs subprimes détenus.

Cette situation a engendré, d'une part, une crise de confiance entre les banques qui se sont montrées plus réticentes à prêter aux banques ayant un besoin de liquidité et, d'autre part des appels de fonds importants et non anticipés entraînant à cet effet des tensions sur le marché interbancaire.

Au total, la crise de confiance entre les banques a entraîné une paralysie quasi-complète du marché bancaire et un assèchement monétaire qui a nécessité des interventions massives et coordonnées des banques centrales (la FED, la BCE, la BOE, la BNS et BOJ) pour rétablir la liquidité aux marchés et aux banques. Pour le besoin de notre travail de recherche, nous limitons notre recherche uniquement sur l'action de la banque centrale européenne (BCE).

II-1-2-La gestion de la crise de la liquidité par la BCE

La Banque Centrale Européenne est massivement intervenue sur le marché interbancaire depuis le début de la crise afin d'assurer la liquidité suffisante aux banques et restaurer la confiance. Ces interventions consistent en assouplissement des conditions de refinancement des banques par l'approvisionnement du marché monétaire en liquidité et des apports de liquidité en dollars en coordination avec la banque centrale des États-Unis (Fed).

En effet, Banque Centrale Européenne, dans un premier moment, a agi par le biais d'opération de réglage fin en proposant des liquidités pour les établissements de crédit sous la

forme d'un prêt à un jour pour un montant de « 95 milliards d'euros du 09/08/2007 au 14/08/2007 »⁸⁴.

Par la suite, elle a diminué cette liquidité supplémentaire en proposant des appels d'offre. Cette opération est renouvelée en deux fois le « 20/03/2008 et le 31/03/2008 pour un montant de 15 milliards d'euros »⁸⁵.

En dépit de l'incertitude sur les besoins en liquidité des établissements de crédit pour les jours à venir pour la constitution des réserves obligatoires, ceux-ci ont souhaité prendre de l'avance pour se refinancer auprès de Banque Centrale Européenne, générant à cet effet, une forte demande de la liquidité bancaire.

La Banque Centrale Européenne a répondu à cette demande massive en injectant des liquidités plus que son « Benchmark »⁸⁶ le 15/08/2007 par le biais des opérations principales de refinancement à une échéance d'une semaine). Le montant injecté est estimé jusqu'au « 28/12/2007 à 348 milliards d'euros »⁸⁷, soit presque le double du « Benchmark ». En fin de période, cette liquidité a été retirée.

Peu à peu, la Banque Centrale Européenne a allongé à partir du 24/08/2007 la durée de ses prêts avec une augmentation des montants des prêts à trois mois (opérations de refinancements à long terme) et une diminution de ceux des prêts à 7 jours. Pour cela, elle a proposé, en août et septembre 2007, deux opérations de refinancement à long terme dont le montant est estimé à « 40 milliards dollars et 75 milliards dollars respectivement »⁸⁸. Cette opération a été renouvelée le 8/11/2007 et le 7/02/2008 pour un montant de 60 milliards d'euros respectivement⁸⁹.

Par ailleurs, et dans le même sillage d'apport de liquidité au marché monétaire, la Banque Centrale Européenne a concerté ses actions avec la banque centrale américaine pour fournir des liquidités en dollars aux banques qui ne sont pas basées aux États-Unis.

Le tableau ci-dessous retrace les montants de la liquidité injectés par la BCE en dollars en coordination avec la FED.

⁸⁴ G.Bentoglio et G.Guidoni et H.Baron « les mesures prises par la BCE pour gérer la crise de liquidité », étude économique n°18, P4, disponible sur le site Internet : http://www.allianzgi.fr/fileadmin/contribution/pdf/Eco_marches/Etudes/Etude18_reactionBCEalacrise.pdf

⁸⁵ Voir annexe 1.

⁸⁶ Selon G.Bentoglio et G.Guidoni et H.Baron « Le benchmark représente le besoin de liquidité à une date donné. C'est le montant qui permet aux contreparties de remplir leurs obligations de réserves de façon lissée tout au long de la période de constitution des réserves », P2.

⁸⁷ G.Bentoglio et G.Guidoni et H.Baron, Idem, P5.

⁸⁸ Idem, P5-6.

⁸⁹ Voir annexe 1.

Tableau 4: Les injections de la liquidité en dollars de la BCE en conjonction avec la Fed.

Date de début du prêt	Montant alloué (milliards de dollars)	Bid-to-cover ratio	Taux fixe	Nombre de jours
20/12/07	10	2.2	4.65	28
27/12/07	10	1.4	4.67	35
17/10/08	10	1.5	3.95	28
31/01/08	10	1.2	3.12	28
27/03/08	15	2.1	2.62	28
10/04/08	15	2.1	2.82	28
24/04/08	15	2.0	2.87	28
08/05/08	25	1.6	2.22	28
22/05/08	25	2.4	2.10	28
05/06/08	25	2.6	2.26	29
19/06/08	25	3.1	2.36	28
03/07/08	25	3.4	2.34	28
31/07/08	25	4.1	2.35	28
14/08/08	10	3.9	2.75	84

Source : G.Bentoglio et G.Guidoni et H.Baron, «Les mesures prises par la BCE pour gérer la crise de la liquidité », Étude économique n°18, Septembre 2009, P7.

Les premières opérations de prêt en dollars à taux fixe ont commencé le 20/12/07 pour une maturité de 28 et 35 jours et un montant de 10 milliards de dollars. Elles ont été renouvelées en deux reprises, le 27/03/08 pour un montant de 15 milliards de dollars et le 08/05/08 pour 25 milliards de dollars. La dernière opération a pris fin à partir du 14/08/08 par une injection de 10 milliards de dollars pour une longue période (84 jours).

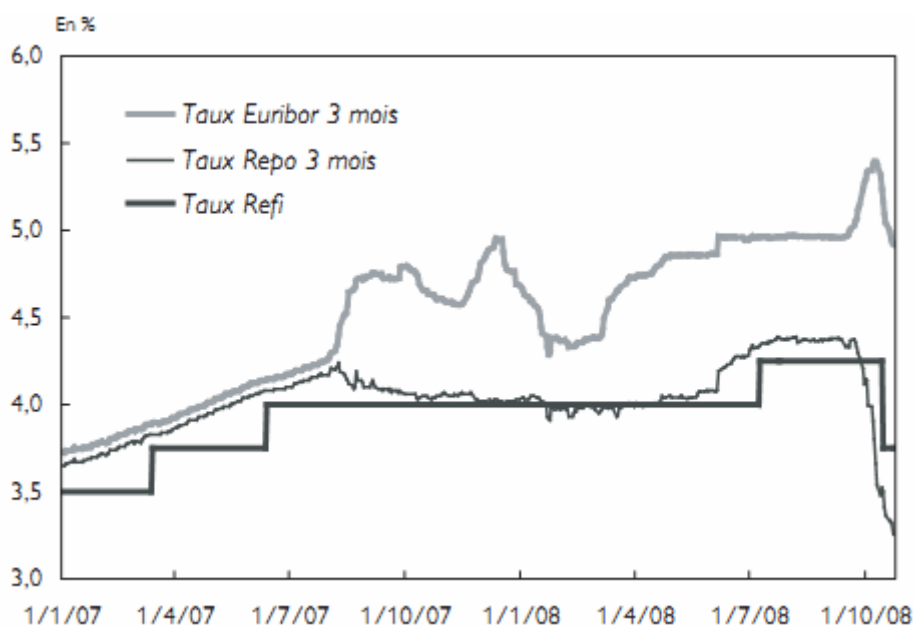
En définitive, la réponse de BCE au début de la crise des subprimes s'est traduite par des injections massives de liquidité pour restaurer la confiance sur les marchés et faire face à la crise de la liquidité. Elle a laissé son taux directeur inchangé depuis le début de la crise, mais à partir de juillet 2008, elle le relève de 4% à 4.25 %, soit une augmentation de 25 points de base afin de contrer les craintes inflationnistes qu'aurait pu susciter ces injections de liquidité.

II-1-3- L'impact des mesures d'intervention de la BCE

Les modalités de refinancement de la banque centrale européenne et les différentes actions concertées avec la banque centrale américaine (Fed) pour faire face à la crise de la liquidité bancaire ont modifié, selon G.Bentoglio et G.Guidoni, la durée de la liquidité injectée ainsi que le profil de cette liquidité. En ce sens, les opérations de refinancement à 7 jours qui représentent « 66% dans leur totalité avant la crise sont passées à 38% le 29/09/2008 au profit des opérations de refinancement à plus long terme »⁹⁰.

Cependant, ces mesures ont permis aux banques de trouver des liquidités suffisantes mais les tensions sur le marché interbancaire ne sont pas apaisées ainsi comme l'illustre le graphique ci-dessous :

Figure 26 : L'écart entre l'Euribor à trois mois et le taux directeur (taux de Refi)



Source : M.Lemoine, C.Rifflart et C.Mathieu, « Politiques monétaires : dans la trappe ? », Revue de l'OFCE N°107, Octobre 2008, P 299.

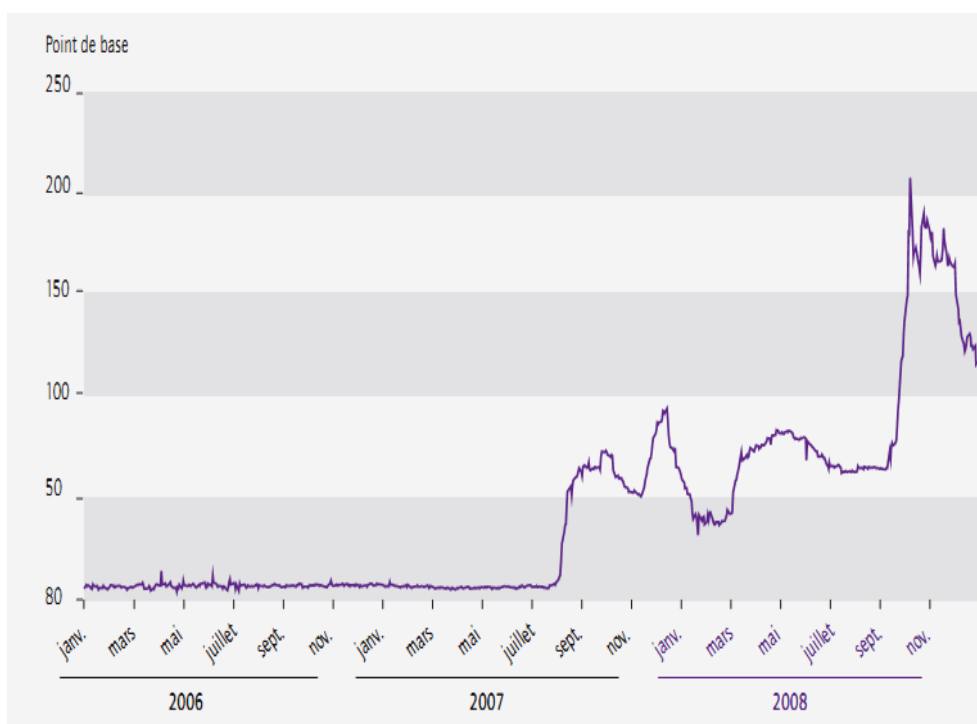
Le taux du marché interbancaire à trois mois (Euribor) auquel les banques empruntent n'a pas diminué par rapport au taux directeur. L'écart entre ces deux taux (spread) a évolué de 0,75 de base alors que, dans une situation normale, cet écart ne dépasse pas

⁹⁰ G.Bentoglio et G.Guidoni, « Les banques centrales face à la crise », P42, disponible sur le site Internet : <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/documents/crise2009/crise31.pdf>

les « 20 points de base (0,20%) du taux directeur »⁹¹. Cette situation, selon le marché, est un signe de tension sur les marchés interbancaires.

En outre, le coût de la liquidité mesuré par l'écart entre l'Euribor à 3 mois et le taux de swap indexé sur l'Eonia a été multiplié par trois passant de 60 à plus de 200 points de base ainsi comme le montre le graphique ci-dessous :

Figure 27 : L'écart entre l'Euribor 3 mois et le taux de swap indexé sur l'Eonia



Source : Rapport annuel de l'Autorité des marchés financiers, 2008, P 30.

L'augmentation de la prime de risque et du coût de refinancement sur le marché interbancaire a entraîné un dysfonctionnement du marché du crédit de la zone euro. En ce sens, une enquête réalisée par la Banque Centrale Européenne concernant l'évolution des conditions d'octroi du crédit bancaire pour les entreprises et les ménages a montré que les banques ont durci leurs conditions d'octroi du crédit bancaire. De ce fait, la demande des crédits de la part des ménages et entreprises a reculé. A titre illustratif, les flux du crédit pour les ménages ont reculé en 2008, revenant à 1,8 % en décembre 2008, contre 6,2 % fin 2007 selon les statistiques de la BCE.

⁹¹ P.Arthus, M.P.Virard, « La liquidité incontrôlable », ED Pearson, Paris, 2008, P18.

Par ailleurs, les injections de liquidités n'ont pas permis le redémarrage de la distribution de l'offre de crédit dans la zone euro puisque les liquidités prêtées aux banques ont été stockées par les banques sous forme de réserves excédentaires. Les banques préfèrent placer leurs liquidités auprès de la BCE au taux de la facilité de dépôt, certes moins attractif, plutôt de la prêter aux taux d'intérêt au jour le jour (Eonia). L'encours des facilités de dépôt des banques auprès de la BCE s'élève « à plus de 300 milliards d'euros le 9 janvier 2009 »⁹².

Au final, la période de turbulence financière a montré la limite des techniques d'intervention de la Banque Centrale Européenne pour rétablir la liquidité sur le marché interbancaire et redonner confiance aux banques. Celle-ci a poussé la BCE à introduire de nouvelles formes d'intervention durant la seconde période d'intensification de la crise.

II-2- La période d'intensification de la crise

L'ampleur du dysfonctionnement du marché interbancaire et l'inefficacité des mesures traditionnelles de la politique monétaire ont poussé la Banque Centrale Européenne à mettre en œuvre, d'une part, sa politique de taux d'intérêt et, d'autre part, des mesures non conventionnelles regroupées par la BCE sous le nom de « politique de soutien renforcé du crédit » dans le but de faciliter les conditions de refinancement des banques sur le marché monétaire.

II-2-1- La politique de taux d'intérêt

Depuis le début de la crise financière, la BCE n'a jamais baissé son taux directeur, ni celui de la facilité de prêt marginal. Elle se contente uniquement de mener la politique monétaire visant à stabiliser les marchés monétaires en injectant des liquidités suffisantes.

Avec l'intensification de la crise des subprimes, la Banque Centrale Européenne a utilisé l'arme des taux d'intérêt dont l'objectif, d'une part, est de détendre les conditions du refinancement des banques et, d'autre part, de réduire le coût du crédit à l'économie. Elle a baissé son taux directeur de « 4.25% à 1.50% en moins de 5 mois entre octobre 2008 et janvier 2009 ». Elle a continué à baisser ce taux pour le « ramener à 1% le 7 mai 2009 »⁹³.

De plus, la Banque Centrale Européenne, a réduit à partir du 9 octobre 2008, l'écart entre les taux des facilités permanentes de dépôts et de prêts de 200 à 100 points de base pour

⁹² C. Choulet et L. Quignon, « Banques européennes : les plans de soutien à l'épreuve de la récession », P17,

⁹³ C. Lucia, J. M. Lucas, « BCE et Réserve fédérale : portraits croisés sur fond de crise financière », P4, disponible sur le site Internet : http://www.lyc-arsonval-brive.ac-limoges.fr/jp-simonnet/IMG/pdf/C1006_F1.pdf

alléger les pressions sur les banques qui font recours à la facilité de prêt marginal pour emprunter à une échéance de 24 heures.

A compter de juillet 2009, la Banque Centrale Européenne a porté le taux de la facilité de dépôt à 0% pour inciter forcément les établissements à faire circuler leur excédent de liquidité sous forme des crédits⁹⁴.

II-2-2- Les mesures monétaires non conventionnelles

Les mesures monétaires non conventionnelles regroupent l'ensemble des mesures destinées « à encourager les banques à maintenir et accroître le crédit à la clientèle [...] et assouplir les conditions de financement des banques et des entreprises »⁹⁵.

Dans le cadre de cette politique, la Banque Centrale Européenne a adopté à partir de septembre 2008 des mesures portant sur :

- La fourniture de liquidité aux banques de la zone euro en quantité illimitée ;
- L'allongement de la durée des opérations de refinancement à long terme ;
- L'extension de la liste des actifs admis en garantie ;
- La fourniture de liquidité en devises étrangères (notamment en dollars) ;
- Les achats fermes d'obligations sécurisées.

II-2-2-1-La fourniture de liquidité en quantité illimitée

A la suite de la première mesure non conventionnelle, le Conseil des Gouverneurs de la Banque Centrale Européenne a décidé à partir du 15 octobre 2008, de fournir de la liquidité aux institutions financières par le biais des opérations de refinancement à taux fixe et pour des montants illimités afin « de réduire autant que possible l'incertitude relative à la fourniture de la liquidité et à son coût de façon à débloquer le marché monétaire ». Par cette disposition, toutes les demandes ont été servies par la BCE.

Dans le cadre de cette première mesure, la BCE a alloué lors, des opérations de refinancement principal, « 310 milliards d'euro le 15 octobre, 305 milliards d'euro le 22 octobre et 325 milliards d'euro le 29 octobre »⁹⁶. Ainsi, elle a alloué « 103 milliards d'euros lors d'opération de refinancement à 3 mois à taux fixe »⁹⁷.

⁹⁴ M.P.Ripert, « Les différentes mesures non conventionnelles : la BCE et la FED », Natixis- Flash Économie, N°524, 22 / Juillet /2012/, P6.

⁹⁵ Bulletin mensuel de la BCE, Janvier 2010, P 68-69.

⁹⁶ BNP Paribas, « Assouplissement monétaire : nouvelle vague », P6, disponible sur le site Internet : http://entreprises.bnpparibas.fr/file?q=DOC&i=17582_DOC.pdf

⁹⁷ Idem

II-2-2-L'allongement de la durée des opérations de refinancement à long terme

Dans le cadre de la seconde mesure, la Banque Centrale Européenne a introduit des opérations de refinancement portant sur des échéances allant de trois à six mois pour un montant de « 25 milliards d'euro, la première est introduite en octobre 2008, la seconde est introduite juillet 2008 »⁹⁸. De même, la Banque Centrale Européenne a introduit trois opérations de refinancement d'une échéance de 12 mois. La première opération est introduite en « juin 2009 pour un montant de 442 milliards d'euros, la seconde est introduite en septembre pour un montant de 75 milliards d'euros et la dernière en décembre pour un montant de 96 milliards d'euros. ».

L'objectif de cette mesure est « de faire baisser les primes de risque sur le marché interbancaire [...] et procurer plus de financements à terme, de façon à compenser les insuffisances [...] et à assurer l'accès aux financements offerts par la banque centrale. »⁹⁹.

II-2-2-3-L'extension de la liste des actifs admis en garantie

Dans le cadre de la troisième mesure non conventionnelle, la BCE a annoncé qu'elle élargit, à partir du 15 octobre 2008 et jusqu'à la fin de l'année 2009, la liste des actifs acceptés en collatéral lors de ses opérations de refinancement en euros par l'assouplissement des critères d'éligibilité des collatéraux. Pour ce faire, la Banque Centrale Européenne a abaissé la qualité minimale des actifs admis en garantie pour satisfaire la demande de refinancement des banques. Le seuil des qualités de ses collatéraux est abaissé de « A- » à « BBB » sauf pour les « ABC » pour lesquels le seuil reste « A ». De plus, la BCE a décidé d'admettre comme collatéral les titres de créances en dollars, en livre sterling et en yen à condition qu'ils soient émis dans la zone euro et enfin les titres de créances émis par des institutions de crédit à savoir les certificats de dépôts et certains titres de créances négociables subordonnés.

Ces décisions présentent un double avantage, d'une part, redonner la liquidité à certain marchés dans le sens que les banques vont acheter certains titres qu'elles peuvent les utiliser comme collatéral et, d'autre part, doubler la quantité de la liquidité demandée et donc le nombre de collatéraux mobilisés.

⁹⁸ G.Bentoglio et G.Guidoni et H.Baron, «Les mesures prises par la BCE pour gérer la crise de la liquidité », Étude économique, Septembre 2009, P6, disponible sur le site Internet :

http://www.allianzgi.fr/fileadmin/contribution/pdf/Eco_marches/Etudes/Etude18_reactionBCEalacrise.pdf.

⁹⁹ Rapport annuel de la Banque de Règlement Internationaux (BRI), 2009, P 107.

II-2-2-4-Les achats fermes d'obligations sécurisées.

Depuis le début de la crise financière, les banques européennes se trouvent face simultanément à des problèmes de liquidité et des problèmes de solvabilité liés à l'érosion de leurs fonds propres à cause des pertes liées au marché immobilier américain. Celles-ci découlent directement des prêts détenus dans leur bilan ou de titres obligataires émis par les véhicules de titrisation.

Cette situation défavorable s'est répercutée sur la capacité de ces banques à lever la dette sur les marchés et sur le coût de ces financements, à travers une élévation très forte des primes de risque exigées par les investisseurs. En conséquence, l'émission des titres obligataires réalisés par les banques s'est traduite par une contraction. Sur l'ensemble de l'année 2008, leurs émissions ont reculé de -41%.¹⁰⁰

Dans ce contexte et afin de redynamiser ce marché et dégonfler les primes de risque, le Conseil des Gouverneurs de la BCE a mis en place, le 7 mai 2009, un programme d'achat des obligations sécurisées (Covered Bond Purchase Programme – CBPP) à des fins de politique monétaire émises par les institutions de crédit (les banques) pour un montant total prévu de 60 milliards d'euro, et arrivant à échéance fin juin 2010. Cette mesure vise à lever une partie des incertitudes pesant sur le financement des banques à moyen terme et créer une incitation pour les banques à financer de nouveaux crédits dans la zone euro.

II-2-2-4-La fourniture de liquidité en devises étrangères

La BCE a décidé de fournir de la liquidité en devises étrangères aux contreparties de la zone euro qui ont des difficultés d'accès au marché interbancaire en devises étrangères. A cet effet, elle a conclu un accord de swap avec la Réserve fédérale Américaine à partir du 13 octobre 2008 jusqu'à janvier 2009.

II-2-3-L'impact des mesures monétaires non conventionnelles

Les mesures monétaires non conventionnelles adoptées durant la deuxième étape de la crise des subprimes ont modifié d'une part, la taille du bilan de la BCE et, d'autre part la, structure des postes de l'actif et du passif.

¹⁰⁰ J. P.Jouyet, « Cartographie 2009 des risques et des tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne » Autorité des Marchés Financiers N°8, Juin 2009, P27.

II-2-3-1-L'augmentation de la taille du bilan de la BCE

En conséquence des réponses de politique monétaire non conventionnelles aux turbulences financières qui ont débuté à l'été 2007, la taille et la composition du bilan de l'Eurosystème se sont sensiblement modifiées. Le graphique ci-dessous présente l'évolution de la taille du bilan de la Banque Centrale Européenne.

Graphique 2 : La taille du bilan de la BCE (en milliards d'euros)

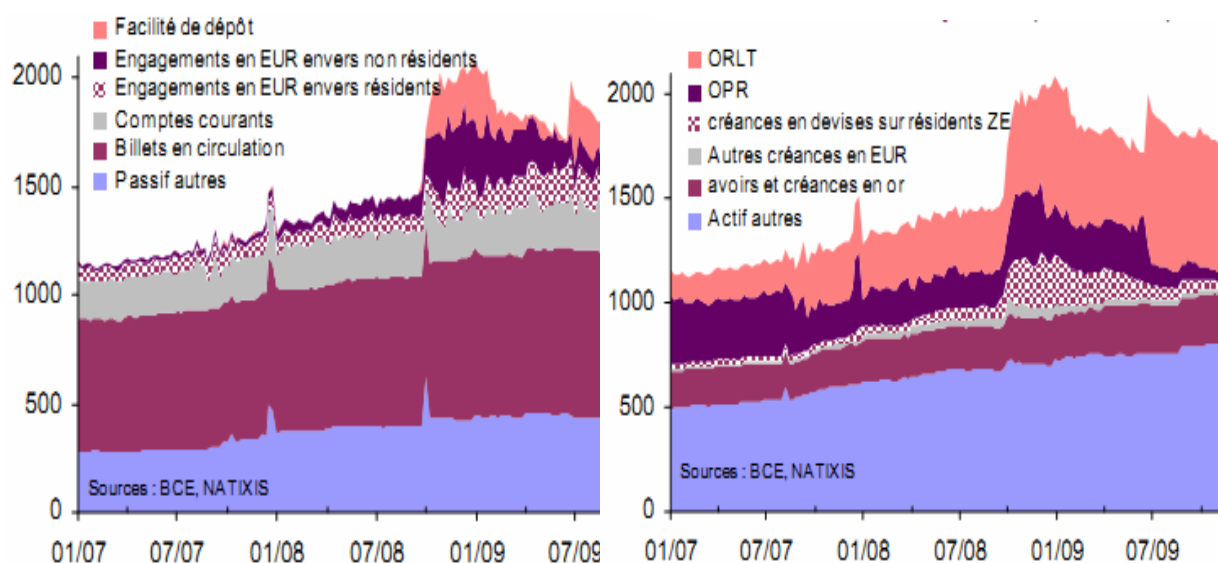


Source : Y. Broyer, N. Dezeure, I. Mufteeva et C. Thellier, « Politiques monétaires : a-t-on trouvé la sortie ? », Natixis - Flash Économie, 3 décembre 2009 - N° 535, P 8

Le bilan de la banque centrale européenne a connu une augmentation entre juillet 2007 et décembre 2009, passant de moins 1460 milliards d'euros en septembre 2008 à 1973 milliards d'euros en octobre 2008 et se stabilise à 2000 milliards d'euros. Cette augmentation s'explique par les mesures prises par la banque centrale européenne à savoir les opérations de refinancement (fourniture illimitée de liquidité à taux fixe, liste élargie des collatéraux, allongement de la maturité des opérations de refinancement), les apports de liquidité en devises, les achats directs de titres.

II-2-3-2-L'évolution des postes de l'actif et du passif

Les mesures non conventionnelles prises par la BCE durant la crise des subprimes ont conduit à l'augmentation du poste de l'actif et du passif du bilan de la BCE. Le graphique ci-dessous illustre cette évolution.

Figure 28 : L'évolution de l'actif et du passif de la BCE (en milliards d'euros)

Source : Y. Broyer, N. Dezeure, I. Mufteeva et C. Thellier, « Politiques monétaires : a-t-on trouvé la sortie ? », Natixis- Flash Économie, 3 décembre 2009 - N° 535, P11.

L'augmentation de l'actif est due principalement au montant des prêts de la BCE en devises (essentiellement en dollars), les opérations de refinancement à long terme (1, 3, 6 et 12 mois) à taux fixes et le programme d'apport de liquidité via l'achat ferme de 60 milliards d'euros d'obligations sécurisées lancées en mai 2009. La hausse du passif s'explique essentiellement par l'augmentation du montant des dépôts des banques auprès de la banque centrale européenne sous forme de réserves excédentaires et les prêts en dollars financés par des swap avec la Fed.

II-3- La période d'amélioration de la situation sur les marchés

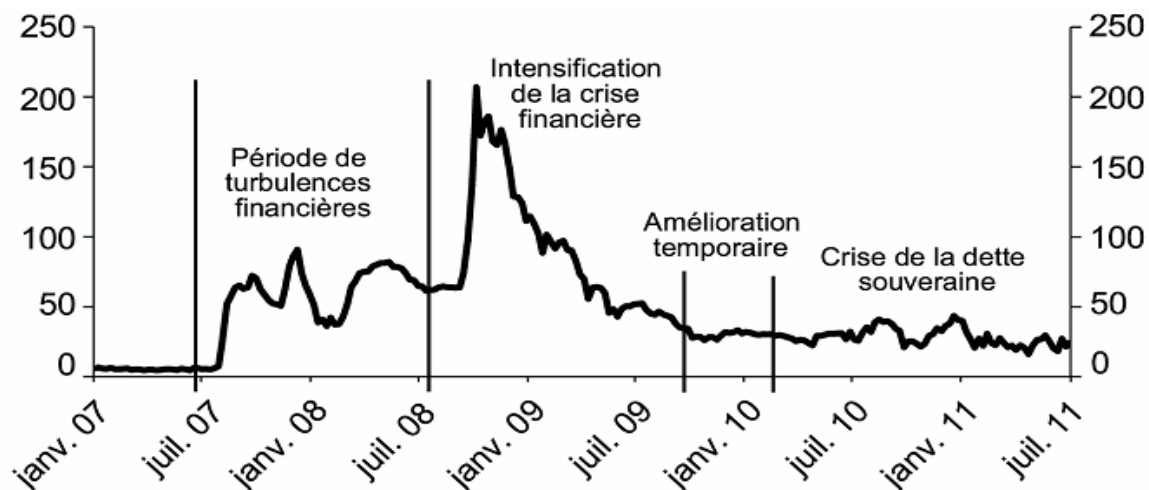
Les mesures non conventionnelles prises dans le cadre de la politique de « soutien renforcé du crédit » par la BCE pour restaurer la confiance et rétablir la liquidité sur le marché monétaire ont permis, selon C. Bordes et L. Clerc¹⁰¹, d'améliorer la liquidité du marché interbancaire et faciliter le financement des banques. Cette amélioration est justifiée par l'indicateur de tension sur le marché interbancaire qui est l'écart entre le taux du marché interbancaire à trois mois (l'Euribor 3) et le taux de swap indexé sur l'Eonia et le taux OIS¹⁰²

¹⁰¹ C. Bordes et L. Clerc, « La BCE : quels scénario (s) de sortie de crise », P127, disponible sur le site Internet : <http://www.eifr.eu/files/file8771036.pdf>.

¹⁰² Il s'agit du taux fixe payé en échange d'un flux de paiements basés sur le taux au jour le jour Eonia sur une période de trois mois. Il reflète principalement les attentes du marché concernant le taux au jour le jour pour les trois mois à venir.

(Overnight Indexed Swap) de la même période, dont l'évolution est représentée dans le graphe ci-dessous :

Figure 29: L'évolution du coût de la liquidité sur le marché interbancaire (en points)



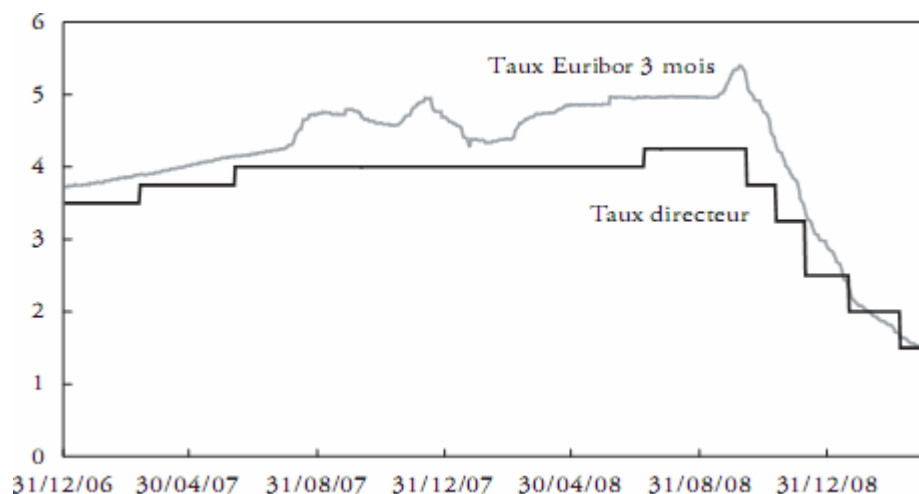
Source : C. Bordes et L.Clerc, « La BCE : quels scénario (s) de sortie de crise », P128.

Le coût de la liquidité à 3 mois, mesuré par l'écart entre l'Euribor 3 mois et le Swap Eonia a continué de baisser. Avant la crise, le coût de la liquidité varie aux alentours de 4 points à 5 points. Pendant la crise des subprimes, ce taux est passé de 63, 9 points (12 septembre 2008) à 206, 9 (10 octobre 2008). Avec les mesures non conventionnelles, ce taux a baissé progressivement pour se stabiliser autour de 30 points.

Par ailleurs, le programme d'achat des obligations sécurisées aura, quant à lui, selon C. Bordes et L.Clerc¹⁰³, des effets importants sur le marché des obligations sécurisées bancaires. Ce dernier a connu une reprise importante (augmentation des émissions et baisse de l'écart de rendements des obligations sur ce marché) contrairement à la période de l'aggravation de la crise financière où ce programme a connu un arrêt.

Ainsi, les tensions sur le marché interbancaire se sont apaisées, puisque la Banque Centrale Européenne est parvenue à ramener le taux Euribor à trois mois à proximité du taux directeur ainsi comme le montre la figure ci-dessous :

¹⁰³ C. Bordes et L.Clerc, « La BCE : quels scénario (s) de sortie de crise », P127, disponible sur le site Internet : <http://www.eifr.eu/files/file8771036.pdf>.

Figure 30 : Le taux directeur et le taux Euribor à 3 mois dans la zone euro

Source : Le Bayon S, Lemoine M, Mathieu C, Riffart C et Schweisguth D, « Politique monétaire actions concertées », Revue de l'OFCE, N°109, avril 2009, P 303.

En outre, ces mesures non conventionnelles se sont avérées judicieuses, puisque au final, les dépôts des banques auprès de la BCE sont passés de 315 milliards d'euros au 15 janvier dernier à 51 milliards d'euros au 7 mai 2009. Les banques ont bel et bien été contraintes de se remettre à prêter. La BCE est donc parvenue à « restaurer » la confiance interbancaire et donc la circulation de la liquidité au sein de ce marché.

Au total, les mesures non conventionnelles ont permis de résoudre la crise de liquidité bancaire et facilité le refinancement des banques. C'est pourquoi, la BCE a décidé, à la fin de l'année 2009, d'engager une sortie graduelle de ces mesures non conventionnelles. Celles-ci concernent la suspension des injections de liquidité en devises étrangères et la diminution de la fréquence et les échéances de ses opérations de refinancement et enfin restaurer la procédure d'appels d'offres à taux variables sur les opérations de refinancement.

IV- La crise de la dette souveraine

La crise des « subprimes » s'est matérialisée sous la forme d'une crise obligataire sur les marchés financiers au printemps et à l'été 2010 conduisant à mettre en péril l'existence même de l'euro.

IV-1- Le concept de dette souveraine

La dette souveraine ou publique est une « dette émise ou garantie par un émetteur souverain (un État ou une banque centrale) ». Elle est composée d'une dette négociable contractée sous forme d'instruments financiers échangeables sur les marchés financier et

d'une dette non négociable correspondant aux dépôts de certains organismes (collectivités territoriales, établissements publics, etc.) sur le compte du trésor et qui constitue un autre moyen de financement de l'État.

IV-2- La crise de la dette souveraine dans la zone euro

Selon C. Mathieu et H. Sterdyniak¹⁰⁴, la crise de la dette souveraine européenne trouve son origine dans la dégradation des finances publiques suite à la crise des subprimes qui a entraîné une forte augmentation des déficits publics et de l'endettement dans la majorité des pays de la zone euro pour soutenir l'activité économique et le système bancaire.

En effet, la détérioration des finances publiques a touché beaucoup plus la Grèce. Cette dernière s'est trouvée dans un cas tout à fait particulier par rapport aux autres pays de la zone euro, non seulement du fait de son évolution macro-économique (une dérive des prix et des salaires, une dégradation de la compétitivité du pays dans le commerce mondial) mais aussi par la falsification de ses comptes publics (sous-estimation de ses déficits et de sa dette, évasion fiscale et importance de l'économie informelle).

Face à cette situation préoccupante de la situation financière de la Grèce, les opérateurs des marchés financiers (et compris les agences de notation) ont commencé à émettre des doutes sur la soutenabilité des déficits et des dettes publiques de la Grèce, estimant que ce pays ne peut plus rembourser sa dette publique. En conséquence, l'agence de notation Standard Poor's a décidé le 27 avril 2010 de déclasser la dette publique grecque à BB+, après l'annonce d'un déficit budgétaire plus lourd passant de « -6,4 % en 2007 à -15,4% en 2010 »¹⁰⁵.

La baisse de la notation de la dette publique grecque a déclenché un mouvement de spéculation obligeant un certain nombre d'investisseurs institutionnels à ne plus détenir la dette de cet État et de se couvrir contre un éventuel défaut de paiement de la Grèce. Pour ce faire, ils ont acheté des Crédits Default Swaps « CDS ». Ces derniers ont connu une augmentation de leurs prix sur les marchés à cause de la hausse de la demande. Cette hausse des prix a été interprétée comme une indication du risque de défaut de la Grèce. En conséquence, les marchés ont exigé à la Grèce des taux d'intérêt plus élevés pour se

¹⁰⁴ C.Mathieu et H.Sterdyniak, « Quand les marchés s'en mêlent : la crise des dettes souveraines dans la zone euro », disponible sur le site Internet : http://economix.fr/pdf/workshops/2011_faillites/Mathieu-Sterdyniak.pdf, P15.

¹⁰⁵ C.Mathieu et H.Sterdyniak, « Quand les marchés s'en mêlent : la crise des dettes souveraines dans la zone euro », disponible sur le site internet : http://economix.fr/pdf/workshops/2011_faillites/Mathieu-Sterdyniak.pdf, P 6.

refinancer. Le taux d'intérêt sur les titres de la dette publique grecque sur les marchés est passé de « 4,65% en juin 2007 à 12,3% le 17 mars 2011 »¹⁰⁶.

En plus de la couverture contre le risque de défaut par l'acquisition des « CDS », les investisseurs ont procédé par vendre en masse les obligations publiques grecques. Cela a fait aussi exploser les taux d'intérêt exigés à ce pays qui a par conséquent plus de mal à se refinancer, ce qui a accentué le risque de défaut de la Grèce.

Au final, la crise des dettes souveraines de la zone euro s'est étendue, en avril 2010, au Portugal, à l'Espagne, à l'Irlande et à l'Italie. La zone euro est intervenue sous la forme de prêts (Fonds européen de stabilisation financière (FESF) et aide du FMI) et d'achats de titres publics (BCE), pour renflouer les États les plus fragilisés par la crise et les plus exposés à un risque de défaut.

IV-3- La gestion de la crise de la dette souveraine

Face à la crise des dettes souveraines, l'Union Européenne (UE), le Fond Monétaire International (FMI) et la Banque Centrale Européenne (BCE) ont annoncé un ensemble de mesures visant à restaurer la confiance et rétablir la liquidité sur les marchés financiers.

IV-3-1- La gestion de la crise de la dette souveraine par la BCE

Le plan d'action de la BCE durant la crise de la dette souveraine consiste à réactiver certaines mesures non conventionnelles prises durant la période d'intensification de la crise et introduit d'autres mesures non conventionnelles regroupées par la BCE sous le nom de « Programme pour le marché des titres » (Securities Markets Program) afin de garantir la liquidité du marché de la dette souveraine soumise à de graves dysfonctionnements.

IV-3-1- 1-La réactivation de certaines mesures non conventionnelles

Pour éviter que les dysfonctionnements de certains marchés de la dette souveraine ne s'étendent à d'autres marchés financiers (marché monétaire) et donc compromettre la capacité des banques à octroyer des crédits à l'économie, la Banque Centrale Européenne a réactivé certaines mesures non conventionnelles.

La première mesure non conventionnelle introduite dans la crise de la dette souveraine européenne est la procédure d'appel d'offre à taux fixe pour les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois effectuées à partir de la fin mai 2010 jusqu'à la fin

¹⁰⁶ Idem, P 15.

de juin 2010. A travers cette procédure, la BCE fournira aux établissements financiers un volume de liquidité illimité à taux d'intérêt fixe. De même, elle a conduit une opération de refinancement à long terme d'une durée de six mois en mai 2010. Enfin, elle introduit deux opérations de refinancement à long terme à échéance de 3 ans. La première opération a eu lieu le 21 décembre 2011 et a permis d'octroyer 489 milliards d'euros aux banques au taux de 1 %, la seconde est introduite le 29 février 2012 pour un montant de 529,5 milliards d'euros à 800 banques européennes, toujours à trois ans et pour le même taux (1 %). L'objectif principal de ces opérations est de soulager les marchés des dettes souveraines et inciter les banques de se servir de ces fonds pour acheter des obligations d'État en crise.

La seconde mesure non conventionnelle consiste à réactiver le dispositif d'échange de devises (lignes de swaps) conclu déjà entre la BCE et la FED. La BCE a effectué une opération de prêt hebdomadaire en dollars à sept jours à partir du 11 mai 2011. En décembre 2010, elle a signé un accord avec la BOE en vertu duquel la BOE fournit 10 milliards de livres sterling à la BCE en échange de l'euro. Ce contrat prendra fin septembre 2011.

IV-3-1-2-Les achats de titres publics

Pour soutenir les dettes des pays en difficulté mais aussi remédier au dysfonctionnement observés sur le marché obligataire et qui perturbe la transmission de la politique monétaire, la Banque Centrale Européenne a lancé le 10 mai 2010 un programme pour les marchés de titres (Securities Markets Programme-SMP). Ce dernier consiste à acheter sur le marché secondaire des obligations émises par les pays de zone euro en difficulté.

Au titre de ce programme, la BCE a acheté entre mai 2010 et février 2012 environ « 217 milliards d'euros »¹⁰⁷ de dettes publiques des pays en crise sur les marchés secondaires afin de faire baisser les taux d'intérêt exigé par les marchés aux États en difficulté.

Au total, les mesures non conventionnelles prises par la BCE dans la crise des dettes souveraines ont conduit selon, X. Timbeau, à une forte augmentation de son actif qui est passé de « 2 000 milliards d'euros fin 2011 à 3 000 milliards en mars 2012 »¹⁰⁸.

IV-4-Les autres mesures

Parallèlement aux mesures prises par la BCE, les pays de l'Union Européenne, en coopération avec le FMI, ont créé le 10 mai 2010, un Mécanisme Européen de Stabilisation

¹⁰⁷ Philippe Ithurbide, « Cross Asset Investment Strategy », Ed Amundi, Paris, Février 2012, P14.

¹⁰⁸ Xavier Timbeau, « Perspectives économiques 2012-2013 pour l'économie mondiale », Revue de l'OFCE N° 16, 29 mars 2012, P6, disponible sur le site Internet : <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/notes/2012/note16.pdf>

(MES), capable de lever 750 milliards d'euros, pour venir en aide aux pays de la zone euro en difficulté. Au titre de ce dispositif, 440 milliards d'euros sont levés par le Fonds européen de stabilisation financière (FESF) pour une durée de trois ans, 250 milliards d'euros fournis par le FMI pour la même durée et enfin 60 milliards d'euros sont apportés par la Commission Européenne sous forme d'emprunt.

Les pays de l'Union européenne ont adopté un plan d'aide à la Grèce conjointement avec le FMI pour un montant total de 110 milliards d'euros et pour une durée de trois ans (de mai 2010 à juin 2013).

La gestion de la crise des subprimes par la BCE a donné lieu à une redéfinition inédite du périmètre de contrôle et de gestion de la politique monétaire avec, d'une part, la mise en œuvre de mesures non conventionnelles et d'autre part, par l'intervention massive des autorités publiques dans le sauvetage des institutions financières.

Conclusion du chapitre

Dès le début de la crise financière en août 2007, les besoins exceptionnels de liquidité ont entraîné une réaction sans précédent des banques centrales, partout dans le monde, y compris de manière coordonnée. La BCE a commencé, entre août 2007 et août 2008, par utiliser ses outils traditionnels mais, face à l'échec de ces derniers, elle a rapidement dû innover en attribuant des montants bien plus importants de liquidité et à des échéances plus étendues. La gravité et la complexité de la crise ont obligé la BCE à s'adapter rapidement et à innover radicalement. Ceci a permis d'éviter un effondrement des marchés et un gel total du canal du crédit.

Conclusion de la partie II

L'économie mondiale a connu l'une des plus graves crises financières depuis la fin de la seconde guerre mondiale. Cette crise est dite « subprimes ». Elle s'est déclarée aux États-Unis, en 2007, sur le marché des prêts hypothécaires pour s'étendre à l'ensemble des marchés financiers et a fini à atteindre l'économie réelle.

Cette crise, en raison à la fois de son ampleur, son effet de contagion dans les marchés financiers et ces retombées sur la sphère réelle a nécessité l'intervention des autorités monétaires pour endiguer cette crise. La réponse de la Banque Centrale Européenne à la crise des subprimes s'est traduite par des innovations du cadre opérationnel de la politique monétaire. Ces innovations se sont soldées par l'adoption et le recours à des mesures « non conventionnelles » de politique monétaire regroupées sous le nom « politique de soutien renforcé du crédit » et « programme pour les marchés de titres ».

Conclusion générale

La crise financière des subprimes , dont les retombées sur l'économie réelle ont été graves a rendu incontournable une réflexion sur la régulation d'ensemble de la sphère bancaire et financière. Les banques centrales sont au cœur de cette régulation, à travers la politique monétaire qu'elles conduisent. La Banque Centrale Européenne (BCE), à l'instar des autres banques centrales, a réagi à cette crise en adoptant un cadre opérationnel en liaison de développement de la crise des subprimes.

En effet, durant la première période de turbulence financière, la banque centrale européenne est intervenue massivement sur le marché interbancaire pour rétablir la confiance entre les banques et faire face à la crise de la liquidité. Elle a fourni des liquidités afin que le refinancement du secteur bancaire ne soit pas paralysé. Le cadre opérationnel adopté consiste en un assouplissement des conditions de refinancement des banques par l'approvisionnement du marché monétaire en liquidité et des apports de liquidité en dollars en coordination avec la banque centrale des Etats-Unis. Cependant, ces mesures de gestion de la liquidité n'ont pas permis de résoudre la crise de la liquidité entre les banques. Les tensions sur le marché interbancaire ne se sont pas apaisées.

Face à l'inefficacité des mesures traditionnelles de la politique monétaire, la Banque Centrale Européenne a réagi en mettant en œuvre des mesures non conventionnelles de la politique monétaire regroupée par celle-ci sous le nom de politique de soutien renforcé du crédit. Ces mesures concernent essentiellement, la fourniture de liquidité aux banques de la zone euro en quantité illimitée, l'allongement de la durée des opérations de refinancement à long terme, l'extension de la liste des actifs admis en garantie, la fourniture de liquidité en devises étrangères et les achats fermes d'obligations sécurisées. Ces mesures visent à atténuer les tensions sur les marchés financiers, le marché interbancaire et à neutraliser le durcissement des conditions de crédit à l'économie.

Par la suite, la crise s'est matérialisée sous la forme d'une crise obligataire. La Grèce a fait l'objet d'inquiétudes grandissantes quant à la soutenabilité de sa dette et sa note souveraine a été abaissée par les agences de notation, obligeant la Banque Centrale Européenne à réactiver ses mesures non conventionnelles prises durant la période d'intensification de la crise et introduire d'autres mesures non conventionnelles regroupées

sous le nom de programme pour le marché des titres (Securities Markets Program) afin de garantir la liquidité du marché de la dette souveraine soumis à de graves dysfonctionnements.

Au vu des réponses apportées par la Banque Centrale Européenne à la crise des subprimes, on peut déduire que la politique monétaire de la BCE qui vise en réalité à préserver la stabilité des prix a été utilisée comme un instrument de stabilité financière. Le maintien de la stabilité des prix à moyen terme a nécessité l'introduction de mesures non conventionnelles, temporaires, mais nécessaire pour amortir le choc de cette crise sur l'économie réelle.

Références bibliographiques

Ouvrages

- Aglietta M, S Rigot, « Crise et rénovation de la finance », Ed Odile Jacob, Paris, 2009.
- Albertin J.M., « Les nouveaux rouage de l'économie », Ed De l'Atelier, Paris, 2008.
- Bailly J.L , « Macroéconomie », Ed Bréal, 2^{ème} Ed, Paris, 2006.
- Bailly J.L, « Économie monétaire et financière », Ed Bréal, 2^{ème} Ed, Paris, 2006.
- Bassino P, J.Y.Leroux et P.Michelen « Les politiques économiques », Ed Foucher, Paris, 1999.
- Bassoniu M et Beitone A, « Monnaie théories et politiques », Ed Sirey, 2^{ème} Ed, Paris, 1997.
- Bénassy A, « La politique économique », Ed De Boeck , 1^{ère} Ed, Paris, 2004.
- Benhalima A « Monnaie et régulation monétaire », Ed Dahlab, 1997.
- Brana et M. Cazal, « La monnaie », Ed Dunod, Paris, 1997.
- Caron M, « Budget et politiques budgétaires », Ed Breal, Paris, 2007.
- Christian B, « La politique monétaire », Ed la découverte, Paris, 2007.
- Combe F. et Tacheix T, « L'essentiel de la monnaie », Ed Gualino, Paris, 2001.
- De Mourgue M , « La monnaie système financier et théorie monétaire », Ed Economica, 3^{ème} Ed, Paris, 1993.
- E. Bosserelle, « Croissance et fluctuations », Ed Sirey, Paris, 2001
- Genin F, « monnaie Européenne : enjeux et réflexion »,Ed Économica ,Paris, 1995.
- Georges F, «La saisie de la monnaie scripturale », Ed De Boeck, Paris, 2006.
- Henry G M, « Le monétarisme », Ed Arman Colin, Paris, 1998.
- Jacoud G, « L'Europe monétaire » Ed Armand Colin, Paris, 2006.
- Jaffré P, « Monnaie et Politique Monétaire », Ed, Economica, 4^{ème} Ed, Paris, 1996, P104.
- J.F.Goux, « Économie monétaire et financière », Ed Economica , 3^{ème} Ed, Paris,1998
- Keynes J.M, « Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt, et de la monnaie »,Ed Payot, 1985.
- Klein L, « La crise subprime », Ed Revue Banque, Paris, 2008.
- Lelart M, «La construction monétaire européenne », Ed Dunod, Paris, 1998.

- Mishkin F, « Monnaie, banque et marchés financiers », Ed Pearson, 8^{ème} Ed, Paris, 2007.
- Montoussé M et D. Chamblay, « 100 fiches pour comprendre les sciences économiques », Ed Bréal , 3^{ème} Ed Paris, 2005.
- Montoussé M, «Analyse économique et historique des sociétés contemporaines », Ed Bréal, 2^{ème} Ed, Paris, 2007.
- Narassiguin. P, « Monnaie : Banques et Banques Centrales dans la zone euro », Ed De Boeck, Paris, 2004.
- Ottavj C, « Économie contemporaine », Ed De Boeck, 3^{ème} Ed, Paris, 2008.
- Patrick Artus , Marie-Paule Virard « La liquidité incontrôlable, qui va maîtriser la monnaie mondiale? »,ED Pearson, Paris, 2010.
- Reneau R , « Les Institutions Financières Françaises », Ed Revue Banque, 2^{ème} Ed, 1982.
- Renversez F, « Élément d'analyse monétaire », Ed Dalloz, Paris, 1998.
- Ruimy M, « Économie monétaire », Ed Ellipses, Paris, 2004.
- Walras L, « Élément d'économie politique pure », Ed Economica, 1^{ère} Ed, Paris, 1874.
- Waquet I, « Macroéconomie », Ed Bréal, Paris, 2006.

Revues

- Blot C, Mathieu C, Riffart C et Schweisguth C, « politiques monétaires : banques centrales au bord de la crise financière », Revue de l'OFCE N°103, Octobre 2007. PP 152-168. <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue-textes/103/4-103.pdf>
- C. Bouzar, « Le cycle de vie » de la crise des subprimes », Revue Campus N°15, Septembre 2009, P 16-28. http://www.ummto.dz/IMG/pdf/revueN15_cle845cc1.pdf
- Le Bayon S, Lemoine M, Mathieu C, Riffart C et Schweisguth D, « Politique monétaire actions concertées », Revue de l'OFCE, N°109, avril 2009, PP 292-312. <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/109/r109-9.pdf>
- Le Bayon S, Mathieu C, Riffart et Schweisguth D, « Politique monétaire : des interventions centrales plus en finesse », Revue de L'OFCE N°111, Octobre 2009, PP 278-302. <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue-textes/111/es1-111.pdf>

- Le Bayon S, Lemoine M, Mathieu C, Riffart C et Schweisguth D, « politiques monétaires : attention à la trappe », Revue de L'OFCE N°115, octobre 2010, PP 274-300. <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue-textes/115/es1-115.pdf>
- Mathieu L, C Mathieu et C Riffart, « Politiques monétaires : dans la trappe ? », Revue de l'OFCE N°107, Octobre 2008, PP 286-306. <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue-textes/107/7-107.pdf>
- Mathieu C, Riffart C et Schweisguth D Blot C, « Politiques monétaires : panser l'avenir », Revue de l'OFCE, N°113, avril 2010, PP236-260. <http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/178divers.pdf>

Rapports de la Banque Centrale Européenne (BCE)

- Rapport annuel de Banque Centrale Européenne (BCE), 2007. <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar20087fr.pdf>
- Rapport annuel de la Banque Centrale Européenne (BCE), 2008. <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008fr.pdf>
- Rapport annuel de la Banque Centrale Européenne (BCE), 2009. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009fr>
- Rapport mensuel de la Banque Centrale Européenne (BCE), Janvier 2010. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010fr>
- Rapport annuel de la Banque de Règlement Internationaux (BRI), 2009.

Sites Internet :

- Banque de France : www.banque-france.fr
- Banque Centrale Européenne : www.ecb.int
- Banque des Règlements Internationaux : www.bis.org
- Etudes Economiques de BNP Paribas : <http://economic-research.bnpparibas.com>
- Etudes Economiques de Natixis : <http://cib.natixis.com/activities/research/default.aspx>

Autres documents et études :

- Artus P, « Fed, BCE et BoE face à la crise des subprime, un historique comparatif : quels outils, quelles actions, quelles réussites ? », Natixis - Flash Économie N°184, Mai 2008. <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=38423>

- Artus P, «Canaux de transmission de la politique monétaire : qu'à-t-on observé pendant la crise ? », Natixis – Flash-Economie N° 212, 5 mai 2010. http://www.natixis.com/upload/docs/application/pdf/2010-05/eco_hebdo_07-05-10.pdf
- Artus P, « Pour quelle raison faut-il critiquer la BCE ? » Natixis - Flash Economie N° 233,13 mai 2009. <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=46725>
- Artus P, «Que sont vraiment les politiques monétaires non conventionnelles ? », Natixis - Flash Economie N°28, 6 février 2009. http://www.lyc-arsonval-brive.ac-limoges.fr/jp-simonnet/IMG/pdf/FMR_SPECIAL_REPORT_2009-028_06-02-2009_FR.pdf
- Banque de France, « Les mesures non conventionnelles de politique monétaire », Focus N°4, 23 avril 2009.<http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/focus/focus4.pdf>
- Banque de France, « La mise en œuvre de la politique monétaire dans le contexte de la crise financière », 2008, http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/rapport/2009/c1_rapbdf09.pdf
- Barra M, Bricongne P. A, Fournier J.M, Lapègue V et Monso O, « La crise des subprimes », Conseil d'Analyse Economique, N°78, la Documentation française, Paris, 2008. <http://www.cae.gouv.fr/IMG/pdf/078.pdf>
- Bentoglio G. Guidoni G.et Baron H, « les mesures prises par la BCE pour gérer la crise de liquidité », Étude économique n°18, Septembre2009. http://www.allianzgi.fr/fileadmin/contribution/pdf/Eco_marches/Etudes/Etude18_reactionBCEalacrise.pdf
- Bentoglio G. Guidoni, «Les banques centrales face à la crise ». <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/documents/crise2009/crise31.pdf>
- Bordes C et Clerc L, « L'art du Central Banking de la BCE et le principe de séparation » ». <http://www.univ-orleans.fr/leo/afse2010/papiers/Bordes.pdf>
- Bricongne, V.Lapègue et O.Monso, « La crise des subprimes, de la crise financière à la crise économique », 2009. http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys_conj/archives/mars2009_d1.pdf.
- Broyer S, Brunner C, Caffet J.C et Thellier C, « Pourquoi la BCE hésite tant à acheter des actifs ? », Natixis – Flash-Economie N° 107, 6 Mars 2009. <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=45579> no

- Broyer S, «La politique monétaire de la BCE bientôt moins conventionnelle », Natixis Flash Economie, N° 167, 8 décembre 2008.
<http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=43864>
- Broyer Y, Dezeure N, Mufteeva I et Thellier I, « Politiques monétaires : a-t-on trouvé la sortie ? », Natixis - Flash Économie N° 535, 3 décembre 2009.
<http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=49805>
- Broyer Y, broyer S « Quels indicateurs guideront la BCE dans sa stratégie de sortie? » », Natixis-Flash Économie N° 256, 11 septembre 2009.
<http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=48541>
- Direction des Études Économiques, « Assouplissement monétaire : nouvelle vague », 31 octobre 2008, http://entreprises.bnpparibas.fr/file?q=DOC&i=17582_DOC.pdf
- Direction Générale du Trésor et de la politique Économique, « Politiques monétaires non conventionnelles : un bilan », Avril 2009,
http://www.minefe.gouv.fr/directions_services/dgtpe/TRESOR_ECO/francais/pdf/2009-007-56.pdf
- Gajewski F et Sabatie M, « La crise financière : causes et conséquences », dossier N° 125, décembre janvier 2008 et 2009. <http://www.jiteconline.com/sts/www-jiteconline-com/fch/ds/86.pdf>.
- Jouyet P, « Cartographie 2009 des risques et des tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne », Autorité des Marchés Financiers N°8, Juin 2009.
- Loisel O et Mésonnier J S, « Les mesures non conventionnelles de politique monétaire face à la crise », Avril 2009. http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Bulletin-de%20la-Banque-de-France/questions-actuelles-num1-042009.pdf
- N. Couderc, « Les politiques économiques à l'épreuve de la crise », Cahiers français n° 359, 2008. <http://www.univ-orleans.fr/leo/afse2010/papiers/Bordes.pdf>
- Ripert M.P « Les différentes mesures non conventionnelles : la BCE et la FED », Natixis- Flash Économie N°524, 22 Juillet 2012.
<http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=65310>
- Thellier C, «Quel scénario de politique monétaire pour la BCE ? », Nataxis Special Report N° 32, 27 janvier 2010.
<http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=51460>

- Patrick Artus, «Canaux de transmission de la politique monétaire:qu'à-t-on observé pendant la crise ? », Natixis-Flash Économie N° 212, 5 mai 2010
http://www.natixis.com/upload/docs/application/pdf/2010-05/eco_hebdo_07-05-10.pdf

Listes des figures, tableaux et graphiques

Figure 1 : La demande de monnaie pour motif de transaction	33
Figure 2 : La demande de monnaie pour motif de précaution.....	33
Figure 3 : La demande de monnaie pour motif de spéculation.....	36
Figure 4 : La demande totale de monnaie.....	37
Figure 5 : Le carré magique de N.Kaldor.....	45
Figure 6 : L'équilibre sur le marché de la monnaie.....	57
Figure 7 : L'équilibre sur le marché du travail.....	59
Figure 8 : L'équilibre sur le marché des capitaux.....	62
Figure 9 : La courbe IS.....	69
Figure 10: La courbe LM.....	70
Figure 11: La courbe IS-LM.....	71
Figure 12: La politique monétaire keynésienne dans le modèle IS-LM.....	72
Figure 13 : La politique monétaires et l'inflation chez Keynes	73
Figure 14 : Le modèle IS-LM avec une faible élasticité de l'investissement au taux d'intérêt...	74
Figure 15 : La trappe à monnaie.....	76
Figure 16: La courbe de Phillips.....	77
Figure 17 : L'interprétation de la courbe de Phillips par les keynésiens.....	78
Figure 18 : L'interprétation de la courbe de Phillips par les monétaristes.....	80
Figure 19: L'interprétation de la courbe de Phillips par les nouveaux classiques.....	81
Figure 20: Les organes de décision de la Banque Centrale Européenne.....	91
Figure 21: La stratégie de la politique monétaire de la BCE axée sur la stabilité des prix.....	98
Figure 22 : Le mécanisme de transmission de la politique monétaire de la BCE.....	101
Figure 23 : La liquidité au niveau mondial (en % du PIB).....	115
Figure 24: L'inflation mondiale depuis 1990 (en %)......	117
Figure 25 : L'évolution des indices sectoriels dans le monde en euro (en %)......	121
Figure 26 : L'écart entre l'Euribor à trois mois et le taux directeur (taux de Refi).....	129
Figure 27 : L'écart entre l'Euribor 3 mois et le taux de swap indexé sur l'Eonia.....	130
Figure 28: L'évolution de l'actif et du passif de la BCE (en milliards d'euros)	137
Figure 29 : L'évolution des tensions sur le marché interbancaire (en points).....	138
Graphique 1 : La corrélation entre le taux de la facilité de dépôts et de prêt marginal...	106
Graphique 2: La taille du bilan de la BCE (en milliards d'euros).....	135

Tableau 1: Les instruments de la politique monétaire de la BCE.....	107
Tableau 2 : Les pertes des principales banques internationales.....	120
Tableau 3 : La capitalisation boursière des différentes places financières.....	122
Tableau 4 : Les injections de la liquidité en dollars de la BCE en conjonction avec la Fed.....	128

TABLE DES MATIERES

Introduction générale.....	5
Partie I : Les fondements théoriques des politiques monétaires	
Introduction de la partie I.....	9
Chapitre I : Les approches théoriques de la monnaie.....	10
Introduction du chapitre I	10
Section 1 : La notion de la monnaie	11
I- La monnaie : origine, définition, fonction et formes.....	11
I-1-L'origine du terme monnaie	11
I-2- Les raisons d'apparition de la monnaie	11
I-3- La définition de la monnaie	12
I-4-Les fonctions de la monnaie	12
I-4-1- La monnaie unité de compte	13
I-4-2- La monnaie intermédiaire des échanges	13
I-4-3- La monnaie réserve de valeur.....	14
I-5-Les formes de la monnaie et leurs évolutions historiques	14
I-5-1- La monnaie marchandise.....	14
I-5-2- la monnaie métallique.....	14
I-5-3- La monnaie fiduciaire.....	16
I-5-4- La monnaie scripturale.....	17
I-5-5-La monnaie électronique.....	17
I-6-La mesure de la monnaie en circulation	18
I-6-1-Définition des agrégats monétaires	18
I-6-2- La composition des agrégats de la monnaie	18
II. La création de la monnaie.....	19
II-1-La création de la monnaie par les banques de second rang	19
II-1-1-La création de la monnaie par les opérations de crédits	19
II-1-2-La création de la monnaie par des concours à l'État	20
II-1-3-La création de la monnaie par acquisition des devises étrangères	20
II-2-La création de la monnaie par la banque centrale	21
II-3-La création de la monnaie par le trésor public	21
II-4-Les limites de la création monétaire	21
II-4-1- Les besoins des banques en billets.....	21
II-4-2- Le contrôle de la création monétaire par la banque centrale.....	22
II-4-2-1- La politique des réserves obligatoires	22
II-4-2-2- La politique d'encadrement du crédit.....	22
Section 2: Les conceptions théoriques de la monnaie	24
I- La conception classique de la monnaie.....	24
I-1- La neutralité de la monnaie	24

I-2- La théorie quantitative de la monnaie.....	25
I-2-1-Les origines de la théorie quantitative.....	25
I-2-2- La formulation de la théorie quantitative de la monnaie	27
I-2-2-1-La formulation de I. Fisher	27
II -La conception néoclassique de la monnaie.....	30
III -La conception Keynésienne de la monnaie	31
III-1-La non neutralité de la monnaie	32
III -2- la préférence pour la liquidité	32
III-2-1-Le motif de transaction	32
III -2-2-Le motif de précaution	34
III -2-3-Le motif de spéculation	35
III -3-La fonction totale de la demande de monnaie	37
IV-La conception monétariste de la monnaie.....	38
IV-1- La monnaie et la gestion du patrimoine.....	38
IV-2-La formulation de la demande de monnaie chez Milton Friedman.....	39
V-La nouvelle économie classique	41
Conclusion du chapitre I.....	41
Chapitre II : Les fondements théoriques des politiques monétaires.....	43
Introduction du chapitre II	43
Section 1 : Le cadre conceptuel et théorique de la politique monétaire.....	43
I- La politique monétaire : définitions, objectifs et instruments	44
I-1-Définitions de la politique monétaire.....	44
I-2-Les objectifs de la politique monétaire	45
I-2-1-Les objectifs finaux	45
I- 2-2-Les objectifs intermédiaires	46
I-2-2-1-La croissance de la masse monétaire.....	46
I- 2-2-2- Le niveau des taux d'intérêt	46
I- 2-2-3- Le niveau de taux de change	47
I-3-Les instruments de la politique monétaire	47
I- 3-1-Les instruments permettant la maîtrise de la liquidité bancaire.....	47
I- 3-1-1-Le réescompte	47
I- 3-1-1-1-Définition et principe.....	48
I- 3-1-1-1-2-Les inconvénients du réescompte	48
I- 3-1-2-L'open market	49
I- 3-1-2-1-Définition et principe.....	49
I-3-1-2-2-Les avantages de l'open market.....	49
I- 3-1-2-3-Les inconvénients de l'open market.....	50
I-3-1-3-Le système des réserves obligatoires	50
I- 4-2- Les instruments à caractère administratif.....	50
I-4-2-1- l'encadrement du crédit.....	50
I-4-2-2- La sélectivité du crédit	51

II- Les canaux de transmission de la politique monétaire	51
II-1-Le canal du taux d'intérêt	51
II -2-Le canal du prix des autres actifs	52
II -2-1-Le canal du taux de change	52
II -2-2-Le canal du cours des actions	53
II -2-2-1- La théorie du coefficient de Tobin.....	53
II -2-2-2-L'effet de richesse	53
II -3-Le canal du crédit	54
II -3-1-Le canal des prêts bancaires	54
II -3-2- Le canal du bilan	54
5-4-Le canal des anticipations et les effets d'annonce	55
Section 2 : Les fondements théoriques de la politique monétaire	56
I -Les fondements théoriques de la politique monétaire chez les classiques	56
I -1-L'influence de la politique monétaire sur le secteur monétaire	57
I -2-L'influence de la politique monétaire sur le secteur réel	58
I -2-1- La structure d'équilibre général dans le secteur réel	58
I -2-1-1-L'équilibre du marché de travail.....	59
I -2-2-2-Le marché des biens et services.....	60
I -2-3-3-Le marché des capitaux	62
I -2-2-Le modèle d'équilibre classique et l'effet d'une politique monétaire	63
II- La politique monétaire chez les keynésiens.....	64
II-1-La critique de la théorie néoclassique du marché du travail	64
II-2-Le mécanisme de la politique monétaire keynésienne.....	66
II-3-Les conditions d'efficacité de la politique monétaire	68
II-4-La formalisation de la politique monétaire keynésienne dans le modèle IS/LM.....	68
II-4-1-Présentation du modèle IS/LM.....	68
II-4-1-1-L'équilibre sur le marché des biens et services (IS).....	69
II-4-1-2-L'équilibre sur le marché de la monnaie (LM).....	70
II-4-1-3-L'équilibre sur les marchés de la monnaie et des biens et services.....	71
II-4-2-La politique monétaire keynésienne dans le modèle IS -LM	71
II-4-3-Les limites de la politique monétaire keynésienne	73
II-4-3-1-L'insensibilité de l'investissement au taux d'intérêt	74
II-4-3-2-La trappe à liquidité	75
III -La politique monétaire chez les monétaristes	76
III -1- La critique de la politique monétaire keynésienne par les monétaristes	76
III -1-1-L'origine de la courbe de Phillips.....	77
III-1-2-La relation inflation chômage	77
III-1-3-La critique de la courbe de Phillips par les monétaristes	79
III -2- La critique de la politique monétaire keynésienne par les nouveaux classiques	80
III -3- La politique monétaire préconisée par les monétaristes	82
Conclusion chapitre II.....	82

Conclusion de la partie I	84
Partie II : La politique monétaire de la BCE face à la crise des subprimes	
Introduction à la partie II	86
Chapitre I : Les fondements théoriques de la politique monétaire de la BCE	86
Introduction au chapitre I	86
Section1 : Les fondements juridiques, institutionnels et organisationnels de la BCE	86
I- L'origine historique de la naissance de la Banque centrale européenne.....	86
I-1-La genèse du projet de l'union économique et monétaire.....	86
I-2- La réalisation de l'union économique et monétaire et le passage à l'euro.....	88
II -Le Système Européen de Banques Centrales : organisation, objectifs et missions.....	89
II -1-L'organisation du système européen de banques centrales SEBC.....	90
II -1-1-La Banque centrale européenne.....	90
II -1-1-2-Le cadre juridique de la Banque centrale européenne.....	90
II -1-1-3-Le cadre organisationnel de la banque centrale européenne.....	91
II -1-1-3-1-Le directoire.....	91
II -1-1-3-2-Le conseil des gouverneurs	92
II -1-1-3-3-Le conseil général.....	92
II -1-1-4-Le rôle de la banque centrale européenne au sein du SEBC.....	92
II -1-1-4-1-La formulation de la politique monétaire.....	92
II -1-1-4-2-L'émission des billets et des pièces.....	92
II -1-1-4-3-La collecte des informations statistiques.....	93
II -1-1-4-4-Les fonctions consultatives.....	93
II -1-2-La Banque centrale nationale.....	93
II -2-Les objectifs et missions du système européen de banques centrales.....	94
II -2-1-Les objectifs du système européen de banques centrales.....	94
II-2-2-Les missions du système européen de banques centrales (SEBC).....	95
II-2-2-1-La définition et la mise en œuvre de la politique monétaire.....	95
II -2-2-2-La conduite des opérations de change.....	95
II -2-2-3-La détention et la gestion des réserves de change.....	95
II -2-2-4-La promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement.....	96
Section 2 : La politique monétaire de la BCE	97
I-1-L'objectif de la politique monétaire de l'eurosysteme.....	97
I-2-Les éléments stratégiques de la politique monétaire de l'eurosysteme.....	97
I-1-1-L'analyse économique.....	98
I-1-2-L'analyse monétaire.....	99
II- Le cadre opérationnel et le mécanisme de transmission la politique monétaire.....	99
II-1-Le cadre opérationnel de la politique monétaire de l'eurosysteme.....	100
II-2-Le mécanismes de transmission de la politique monétaire de l'Euro système.....	100
II- La mise en œuvre de la politique monétaire de l'eurosysteme.....	102
II-1- L'open market.....	102
II-1-1-Les formes d'opérations d'open market.....	102

II-1-1-1-Les opérations principales de refinancement.....	102
II-1-1-2-Les opérations de refinancement à long terme.....	103
II-1-1-3- Les opérations de réglage fin.....	103
II-1-1-4- Les opérations structurelles.....	103
II-1-2-Les instruments de l'open market.....	104
II-1-2-1-Les opérations de cession temporaire.....	104
II-1-2-2-Les opérations ferme.....	104
II-1-2-3-L'émission de certificat de dette.....	104
II-1-2-4- Les opérations d'échanges de devise.....	104
II-2-Les facilités permanentes.....	105
II-2-1-La facilité de prêt marginal.....	105
II-2-2-La facilité de dépôt.....	105
II-2-3-La corrélation entre le taux de la facilité de dépôts et de prêt marginal.....	105
II-3-Les réserves obligatoires.....	107
III- Les contreparties et les garanties des opérations de politique monétaire de la BCE.....	108
III-1-Les contreparties.....	108
III-2-Les garanties.....	108
III-2-1-Les actifs éligibles niveau 1.....	109
III-2-2-Les actifs éligibles niveau 2.....	109
Conclusion du chapitre I.....	110
Chapitre II: La politique monétaire de la BCE face à la crise des subprimes.....	111
Introduction du chapitre II.....	111
Section 1 : La crise financière des subprimes	111
I- Le marché des crédits subprimes Américain : définition et évolution	111
I-1- La définition et les caractéristiques des crédits subprimes	112
I-2-L'évolution du marché des crédits hypothécaires subprimes	112
I-2-1- La bulle immobilière et l'abondance monétaire.....	113
I-2-2- Les restrictions à l'accès aux crédits classiques	113
I-2-3-La titrisation.....	113
II- Les facteurs à l'origine de la survenance de la crise des subprimes	114
II-1-Les facteurs macroéconomiques.....	114
II-2-Les facteurs microéconomiques	117
III- Le déroulement de la crise des subprimes	118
III- 1-Le déclenchement de la crise.....	118
III- 2-L'effet de contagion de la crise	119
III- 2-1-La contagion dans le système bancaire.....	119
III- 2-2-La contagion dans les marchés financiers	120
III- 2-3-La contagion à la sphère réelle de l'économie	122
IV- La propagation de la crise.....	123
Section 2 : La gestion de la crise des subprimes par la Banque Centrale Européenne.....	125
I- Le cadre opérationnel de la politique monétaire de la BCE durant la crise des subprimes	125

II- L'analyse du cadre opérationnel de la politique monétaire de la BCE	125
II-1-La période de turbulence financière.....	125
II-1-1- L'origine de la crise de la liquidité bancaire	126
II-1-2-La gestion de la crise de la liquidité par la BCE.....	126
II-1-3- L'impact des mesures d'intervention de la BCE	129
II-2- La période d'intensification de la crise.....	131
II-2-1- La politique de taux d'intérêt.....	131
II-2-2- Les mesures monétaires non conventionnelles	132
II-2-2-1-La fourniture de liquidités en quantité illimitée	132
II-2-2-2-L'allongement de la durée des opérations de refinancement à long terme	133
II-2-2-3-L'extension de la liste des actifs admis en garantie.....	133
II-2-2-3-Les achats fermes d'obligations sécurisées.....	134
II-2-2-4-La fourniture de liquidité en devises étrangères.....	134
II-2-3- L' impact des mesures monétaires non conventionnelles	134
II-2-3-1-L'augmentation de la taille du bilan de la BCE.....	135
II-2-3-2-L'évolution des postes de l'actif et du passif.....	135
II-3- La période d'amélioration de la situation sur les marchés	136
IV- La crise de la dette souveraine	138
IV-1- Le concept de dette souveraine	138
IV-2- L'origine de la crise de la dette souveraine dans la zone euro.....	138
IV-3- La gestion de la crise de la dette souveraine	140
IV-3-1- La gestion de la crise de la dette souveraine par la BCE.....	140
IV-3-1- 1-La réactivation de certaines mesures non conventionnelles.....	140
IV-3-1-2-Les achats de titres publics.....	141
IV-4-Les autres mesures	141
Conclusion du chapitre II	142
Conclusion de la partie II.....	142
Conclusion générale	143
Références bibliographiques	145
Listes des tableaux, figures et graphiques.....	152
Table des matières	154

Annexes 1 : Chronologie des interventions des banques centrales durant la crise des subprimes (Août 2007- Mais 2008)

Date	Fed	BoE	BCE
Août 2007	17/08: allongement de la maturité des emprunts à la <i>discount window</i> à 30 jours maximum 17/08: baisse du taux d'escompte de 50pb à 5,75%.		Du 9 au 14/08: 4 opérations de réglage fin (ORF) d'un montant total de 200 milliards d'euros. Annonce d'une opération de refinancement à long terme (ORLT) supplémentaire de 40 milliards
Septembre		13/09: apport exceptionnel d'un montant de liquidité supplémentaire correspondant à 25% des réserves 13/09: élargissement des bandes de fluctuation du système de réserves à +/- 37,5% 18/09: opération de réglage fin exceptionnelle (25% des réserves cibles) 18/09: élargissement des bandes de fluctuation des réserves à +/- 60% 19/09: annonce de 4 repos à 3 mois de 10 milliards. Taux minimum=taux des <i>lending facilities</i> . La gamme de collatéraux est élargie.	6/09: ORF de 42 milliards 06/09: ORLT supplémentaire de 75 milliards
Octobre		04/10: Réduction du corridor de réserves de +/- 60 à +/- 30%	
Novembre		29/11: annonce d'une opération de refinancement régulière avancée au 6/12 de 10 milliards de Livres (repo de 5 semaines), destinée à couvrir la période de fin année	08/11: annonce de deux ORLT supplémentaires (60 milliards). La maturité de l'OPR du 19/12/2007 est étendue à deux semaines au lieu d'une (période des fêtes de fin d'année)
Décembre	12/12: création de la TAF (<i>Term Auction Facility</i>). 17 décembre : première auction de 20Md\$ pour 28 jours ; 20 décembre : 2 ^{ème} auction de 20 Md\$ pour 35 j ; 14 janvier et 28 janvier: 3 ^{ème} et 4 ^{ème} auctions.	12/12: en concertation avec les autres BC, annonce d'une augmentation totale de 2,85 milliards des montants des repos 3 mois de décembre et en janvier. Gamme de collatéraux élargie mais moins qu'en septembre. 18/12: opération de refinancement de long terme (3 mois) de 10 milliards	12/12: annonce de deux opérations d'apport de liquidité en dollars (interventions conjointes avec la FED, maturité 28 et 35j) de 10 milliards chacune

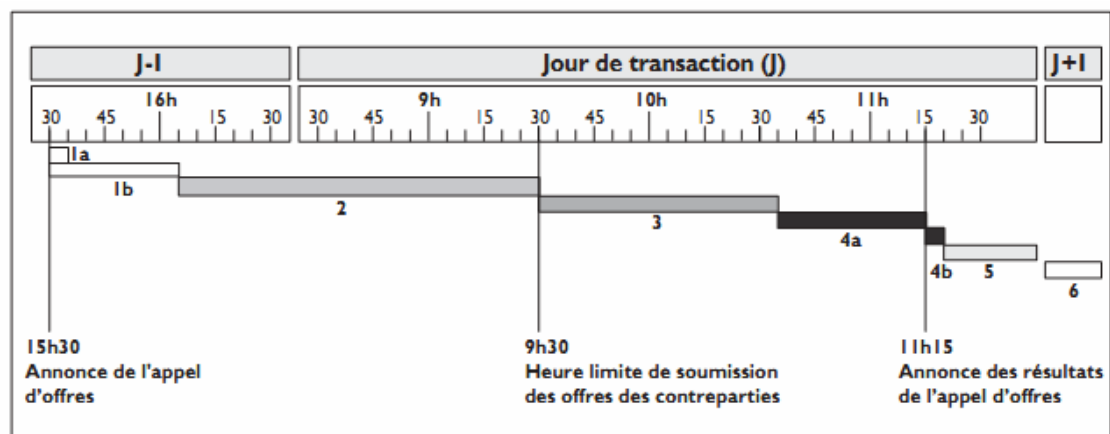
Date	Fed	BoE	BCE
Janvier 2008	03/01: le montant des liquidités à la TAF passe à 30 milliards pour les 2 opérations prévues en janvier.	15/01: opération de refinancement de long terme (3 mois) de 10 milliards	10/01: annonce de deux opérations d'apport de liquidité en dollars (interventions conjointes avec la FED, maturité 28j) de 10 milliards.
Février	01/02: le montant de soumission minimum à la TAF est abaissé de 10 à 5 milliards afin d'inclure des établissements plus petits		07/02: annonce de deux ORLT supplémentaires (60 milliards)
Mars	07/03: la TAF augmentée à 100 milliards. Adjudications des 10 Mars et 24 Mars augmentées à 50 milliards (versus 30 milliards annoncés). Début d'une série de transactions de rachat jusqu'à 100 milliards transactions conduites sous la forme de repurchase agreements (RP) de 28j.	11/03: dans le cadre des actions concertées entre BC, annonce de la reconduction des offres faites en décembre et en janvier qui arrivent à terme en mars et avril avec les mêmes montants.	11/03: annonce d'une opération d'apport de liquidité en dollars (intervention conjointe avec la FED, maturité 28j) de 15 milliards
	11/03: création de la TSLF (<i>Term Securities Lending Facility</i>). la Fed va prêter jusqu'à 200 milliards de titres du Trésor aux primary dealers en échange de titres d'agences, de MBS d'agences et de MBS privés triple A pour 28 jours	17/03: Opération de réglage fin exceptionnelle d'un montant de 5 milliards soit 25% du montant des réserves	20/03: ORF de 15 milliards
	14/03: ouverture d'une ligne de crédit à JP Morgan de 30 milliards à la <i>discount window</i> pour le sauvetage de Bear Stearns	18/03: annonce du renouvellement des opérations de long terme de décembre et janvier	28/03: annonce de deux ORLT supplémentaires de maturité 6 mois, en avril et juillet (25 milliards) et de deux ORLT supplémentaires de maturité 3 mois (50 milliards)
	16/03: baisse du taux d'escompte de 25pb à 3,25% (25pb d'écart avec les Fed funds) 16/03: extension de la durée pour les primary discount credit de 30 jours à 90 jours. 16/03: création de la PDCF (<i>Primary Dealer Credit Facility</i>) 20/03: élargissement de la gamme de collatéraux éligible à la TSLF.		31/03: ORF de 15 milliards

Avril	21/04: création du Spécial Liquidity Scheme 15/04: opération de refinancement de long terme (3 mois) de 15 milliards	10 et 24/04: deux opérations d'apport de liquidité en dollars (intervention conjointe avec la FED, maturité 28j) de 15 milliards
Mai	02/05: la TAF augmentée à 150 milliards 02/05: gamme de collatéraux éligibles à la TSLF élargie aux ABS AAA et Aaa	02/05: les opérations conjointes avec la Fed passent à 25 milliards de dollars. Fréquence fixée à 2/mois.

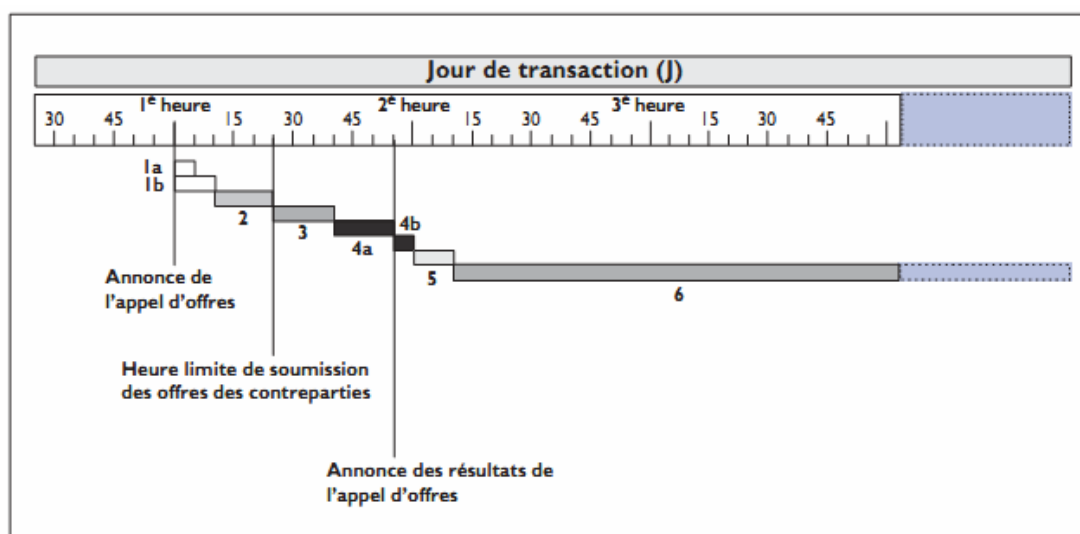
Annexe 2 : Les étapes des appels d'offres

Étape 1	Annonce de l'appel d'offres a. Annonce par la BCE par l'intermédiaire des réseaux d'information financière b. Annonce par les banques centrales nationales par l'intermédiaire des réseaux d'information financière et, si jugé nécessaire, directement à diverses contreparties
Étape 2	Préparation et soumission des offres par les contreparties
Étape 3	Collecte des offres par l'Eurosystème
Étape 4	Adjudication et annonce des résultats a. Décision d'adjudication de la BCE b. Annonce du résultat de l'adjudication
Étape 5	Notification des résultats individuels de l'adjudication
Étape 6	Règlement des opérations

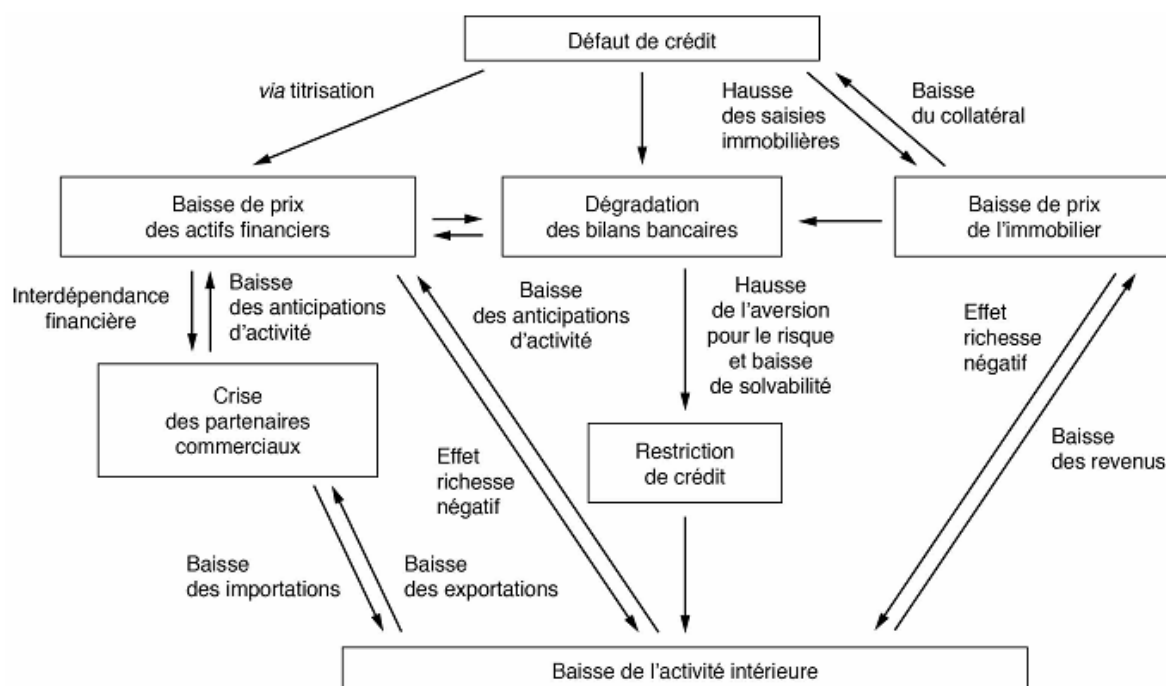
Annexe 3: Les étapes des appels d'offres normaux



Annexe 4 : Chronologies des étapes d'appels rapides



Annexe 5 : L'enchaînement de la crise des subprimes.



Résumé

Les crises financières se sont multipliées depuis quelques années faisant bousculer, presque sans interruption, l'économie mondiale. Elles ont été spécialement fréquentes et profondes pour les économies les plus récemment intégrées aux mouvements financiers internationaux. Elles ont pris les formes de crise de change, de crise bancaire, de crise boursière et crise de dette souveraine.

Ce travail se fixe comme objectif l'analyse et la compréhension de la conduite de la politique monétaire dans le contexte des crises financières par les autorités monétaires. Cette étude est illustrée par la crise des subprimes survenue à partir de l'été 2007 et qui a obligé la Banque Centrale Européenne à utiliser tous les leviers possibles de la politique monétaire.

Cette crise a montré l'inefficacité des mesures traditionnelles de la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne, obligeant celle-ci à mettre en œuvre des mesures non monétaires conventionnelles regroupées sous le nom de politique de soutien renforcé du crédit et programme pour le marché des titres pour assurer une transmission efficace de la politique monétaire à l'économie et résoudre la crise financière. La politique monétaire de la Banque Centrale européenne a été utilisée comme un moyen de garantir la stabilité financière.

Mots clés : crise subprimes, mesures non conventionnelles, politique monétaire, Banque Centrale Européenne.

ملخص

تكاثرت الأزمات المالية في السنوات الأخيرة وهزت من دون انقطاع تقريبا الاقتصاد العالمي. كانت متكررة و عميقة لدمجها مؤخرا مع معظم تدفقات رؤوس الأموال الدولية. أخذوا أشكال أزمة العملة، الأزمة المصرفية، أزمة سوق الأسهم وأزمات الديون السيادية.

قد وضعت هذا العمل إلى تحليل موضوعي وفهم سلوك السياسة النقدية في سياق الأزمات المالية من قبل السلطات النقدية. وتتجلى هذه الدراسة من جراء الأزمة "الرهن العقاري" وقعت في الآونة الأخيرة من صيف عام 2007 والذي اضطر البنك المركزي الأوروبي قد استخدم جميع الإمكانيات المتاحة للسياسة النقدية.

لهذه الأزمة أظهرت عدم فعالية السياسة النقدية التقليدية للبنك المركزي الأوروبي، مما اضطرها إلى اتخاذ تدابير "غير تقليدية النقدية" مجمعة تحت اسم "سياسة دعم الائتمان المعزز" و "برنامج لسوق الأوراق المالية" لضمان انتقال فعال للسياسة النقدية في الاقتصاد وحل الأزمة المالية. تم استخدام السياسة النقدية كأداة لتحقيق الاستقرار المالي.

كلمات البحث: أزمة الرهن العقاري، تدابير غير تقليدية، السياسة النقدية، التخفيف الكمي