

# 1<sup>ère</sup> Partie : Les politiques conjoncturelles

## Dossier 2 : La politique monétaire

Arnaud Diemer  
Université Auvergne,  
3<sup>ème</sup> année de Licence

Site : <http://www.oeconomia.net>  
Rubrique Economie générale  
Cours politique et actualité  
économique

# PLAN DE COURS

## I. LA POLITIQUE MONETAIRE : QUELQUES GENERALITES

- A. Les Fondements théoriques
- B. Les objectifs de la politique monétaire
- C. Les instruments de la politique monétaire
- D. Les canaux de transmission de la politique monétaire

## II. LA POLITIQUE MONETAIRE CONTEMPORAINE

- A. Politique monétaire et crise
- B. La redéfinition du Policy-Mix
- C. Quelles évolutions ?

[http://www.la-bas.org/article.php3?id\\_article=2262](http://www.la-bas.org/article.php3?id_article=2262)

[http://www.la-bas.org/article.php3?id\\_article=2263](http://www.la-bas.org/article.php3?id_article=2263)

[http://www.la-bas.org/article.php3?id\\_article=2264](http://www.la-bas.org/article.php3?id_article=2264)

[http://www.la-bas.org/article.php3?id\\_article=2265](http://www.la-bas.org/article.php3?id_article=2265)

[http://www.la-bas.org/article.php3?id\\_article=2266](http://www.la-bas.org/article.php3?id_article=2266)

<http://www.franceinter.fr/emission-la-bas-si-j-y-suis-dexia-fleuron-de-l-industrie-bancaire>

# ACTUALITE DU 18/10/2011

→ La France et l'Allemagne se seraient mises d'accord pour porter la capacité du Fonds européen de stabilité financière (FESF) de 440 à 2 000 milliards d'euros dans le cadre du plan de résolution de la crise de la dette dans la zone euro : projet qui devrait être approuvé lors du sommet européen du dimanche 23 octobre 2011.

## Pourquoi un tel empressement ?

Suite à la récession économique qui pourrait bien s'installer en Europe (révisions des perspectives de croissance : Espagne, 1% contre 1.8% attendu en 2012; France 1.3% contre 1.75%...) et aux difficultés que rencontreraient certains pays faisant face à leur dette publique, les agences de notation financière ont été amenées à revoir leurs notes et à exercer une pression sur les différents pays concernés (Grèce, Portugal, Italie, Espagne...).

- 17 octobre 2011, menace de Moody de dégrader la note de la France dans les 3 mois qui viennent.
- 18 octobre 2011, Moody dégrade la note de l'Espagne de deux crans, de Aa2 à A1 (Italie : A2), avec perspective négative (émissions le 18 de bons à 12 et 18 mois pour une valeur de 4.602 milliards d'€)
- 7 octobre 2011, Moody menace d'abaisser la note de la Belgique (Aa1)

Conséquence : on devrait enregistrer une hausse du marché des actions américaines, une hausse de l'Euro dans les tous prochains jours, et une légère remontée du cours des banques (sauf si une rumeur de non accord venait à pointer son nez d'ici dimanche !!!!).

→ Sous la pression de l'Allemagne et de différents pays européens, le Fond européen de stabilité financière (FESF) n'est pas doté d'une licence bancaire lui permettant d'emprunter auprès de la Banque Centrale Européenne (BCE).

→ Le Parlement et le Conseil européens ont conclu un accord visant à interdire les CDS (*credit default swaps* ou assurance sur incidents de crédit) souverains à nu, des instruments spéculatifs dont les détenteurs parient sur le défaut de paiement des états. Les CDS sont des contrats de couverture contre le risque de défaut de paiement d'une entreprise ou d'un pays. Les CDS souverains s'appliquent à la dette des Etats : ils agissent comme des contrats d'assurance dont le paiement est déclenché en cas de faillite d'un pays. Dans le cas de CDS souverains "à nu", ces assurances s'échangent sans que les investisseurs ne détiennent les titres de dette correspondants, ce qui signifie qu'ils bénéficient de l'assurance, mais ne portent pas le risque. Le prix des CDS à nu a donc tendance à monter lorsque le marché spéculé sur le risque de défaut de l'Etat concerné.

Le Parlement européen avait voté l'interdiction des CDS souverains à nu en juillet, mais certains Etats, comme l'Italie, y étaient réticents, craignant que cette interdiction ne fasse monter le prix de leurs obligations d'Etat, rendant plus difficile le financement sur les marchés. Un accord a finalement été approuvé grâce à un compromis permettant aux Etats qui le souhaitent de ne pas appliquer ce règlement pendant une période donnée, en fonction de critères spécifiques.

→ L'agence d'évaluation financière Moody's a abaissé la note souveraine de l'Espagne de deux crans, de Aa2 à A1, avec perspective négative, jugeant que le pays restait vulnérable aux tensions du marché. L'agence refuse ainsi à l'Espagne le statut d'émetteur de haute qualité, pour la mettre au rang des émetteurs solides mais susceptibles d'être affectés par des changements de la situation économique.

Moody's a justifié sa décision par le fait qu'à ses yeux "*l'Espagne continue d'être vulnérable aux tensions sur les marchés*", que sa croissance économique ne devrait atteindre que "*1 % au mieux*" en 2012 (et non 1,8 % comme elle le pensait jusque-là), et que cela "*rendra encore plus difficile la réalisation des objectifs budgétaires ambitieux*" du pays. L'agence s'inquiète en particulier de la capacité des collectivités régionales indépendantes à atteindre leurs objectifs ainsi que du niveau élevé du chômage (21%).

L'Espagne a émis pour 4,602 milliards d'euros de bons à douze et dix-huit mois, en maintenant des taux stables par rapport aux dernières émissions malgré la dégradation de sa note par Standard and Poor's et Fitch.

## ► Comprendre les échelles de notation

(EXEMPLE DE DETTE À LONG TERME)

→ Aptitude à payer les intérêts et à rembourser le capital de la dette...

Une entreprise bien notée emprunte à moindre coût sur les marchés de capitaux

Une note moyenne ou mauvaise dissuade les investisseurs

A G E N C E S

Moody's

Standard & Poor's  
Fitch\*, DBRS\*\*

Qualité	Moody's	Standard & Poor's Fitch*, DBRS**
extrêmement bonne	<b>Aaa</b>	<b>AAA</b>
très bonne	<b>Aa1</b> <b>Aa2</b> <b>Aa3</b>	<b>AA+</b> <b>AA</b> <b>AA-</b>
bonne	<b>A1</b> <b>A2</b> <b>A3</b>	<b>A+</b> <b>A</b> <b>A-</b>
moyenne	<b>Baa1</b> <b>Baa2</b> <b>Baa3</b>	<b>BBB+</b> <b>BBB</b> <b>BBB-</b>
incertaine	<b>Ba1</b> <b>Ba2</b> <b>Ba3</b> <b>B1</b> <b>B2</b> <b>B3</b>	<b>BB+</b> <b>BB</b> <b>BB-</b> <b>B+</b> <b>B</b> <b>B-</b>
douteuse	<b>Caa1</b> <b>Caa2</b> <b>Caa3</b>	<b>CCC+</b> <b>CCC</b> <b>CCC-</b>
extrêmement douteuse	<b>Ca</b> <b>C</b>	<b>CC</b> <b>C</b>
défaut de paiement (faillite)		<b>SD</b> <b>D</b>

\* Chez Fitch, SD est remplacé par RD. \*\* Chez DBRS, + et - sont remplacés par high et low.

## ACTUALITES DU 20 OCTOBRE 2011

→ La banque américaine Citigroup va verser 285 millions de dollars pour solder des poursuites concernant la vente de produits financiers liés à des prêts hypothécaires (crise des subprimes). La banque a vendu pour un milliard de dollars de produits dérivés de crédits (CDO) basé sur le marché immobilier avant de parier contre les investisseurs "*alors que le marché de l'immobilier montrait des signes de faiblesse* ».

→ Rapport de l'OIT qui dénonce "*le traumatisme*" de toute une génération de jeunes confrontés à un chômage toujours élevé et à la précarité dans les pays développés. La situation est particulièrement dramatique en Irlande, avec un taux de chômage déclaré des jeunes de 27,5 %. Le taux réel est en fait de 46,8 %, si l'on inclut les jeunes qui se réfugient dans les études faute de mieux, ou qui attendent chez leurs parents que la situation économique s'améliore.

→ La rémunération annuelle de neuf des dix-sept patrons des caisses locales de la caisse d'épargne varie entre 435 000 euros et 245 000 euros en 2011. Ces chiffres à multiples zéros apparaissent dans un tract du syndicat Sud BPCE (Banques populaires-Caisses d'épargne). Le défraiement du président du directoire de la caisse d'épargne en Ile-de-France est de 435 000 euros annuels, en Bretagne ou en Aquitaine, il revient à 320 000 euros, et à 260 000 euros en Alsace.

Une comparaison avec le salaire de Jean Claude Trichet, directeur de la Banque centrale européenne : 367 863 euros.

## Tous les présidents de directoire !

Voici venir le temps des vendanges et la cuvée 2011 s'avère excellente pour les présidents de directoire de caisses d'épargne.

	Fixe	Part variable	Total
B. Comolet (Ile de France)	435 000		
D. Patault (Bretagne Pays de Loire)	320 000		
J.M. Carceles (Languedoc Roussillon)	295 000		
J.F. Paillisse (Aquitaine Poitou Charentes)	320 000		
A. Maire (Bourgogne Franche Comté)	280 000		
N. Etchegoinberry (Loire centre)	280 000		
J.P. Levayer (Loire Drôme Ardèche)	250 000		
M. Bourrigaud (Auvergne Limousin)	245 000		
J.P. Deramecourt (Alsace)	280 000		

\* Ce sont les seuls chiffres que nous avons réussi à arracher à ce jour à l'omerta patronale

• Loin de la rigueur salariale qu'ils invoquent, procès et condamnations auxquels doit faire

→ L'agence d'évaluation financière Standard and Poor's a abaissé mercredi soir d'un cran la note de solvabilité de la Slovénie, faisant passer de "AA" à "AA-" la note de solvabilité des obligations d'Etat slovènes à long terme. L'agence américaine pointe la dégradation "*des conditions budgétaires*" du petit pays alpin membre de la zone euro. "*Les conditions budgétaires de la Slovénie se sont détériorées depuis la crise financière de 2008*" sans toutefois que "*le gouvernement n'ait présenté de stratégie crédible de consolidation*".

Ancien élève modèle parmi les anciens pays communistes adhérents de l'UE, la Slovénie a été durement touchée par la crise économique et financière mondiale de 2008/2009 et peine à se relever. Le chômage a quasiment doublé en trois ans. La dette publique est passée de 22,5 % à 43,3 % du PIB entre 2008 et 2010. Le gouvernement slovène a été renversé fin septembre et des élections anticipées ont été appelées pour le 4 décembre.

## ACTUALITES DU 31 OCTOBRE 2011

→ Le chômage en Espagne est reparti à la hausse au troisième trimestre, à 21,52 %, son plus haut niveau depuis 1996 et un record parmi les pays industrialisés. A la fin septembre, le nombre de sans-emploi en Espagne s'élevait à 4,978 millions, contre 4,83 millions à la fin juin (20,89 %). Il s'agit du taux de chômage le plus haut enregistré en Espagne depuis le quatrième trimestre 1996, lorsqu'il avait atteint 21,6 %.

La tranche d'âge des 16-24 ans est particulièrement touchée, avec 45,8 % de chômeurs. Parmi les dix-sept régions autonomes du pays, la plus frappée est l'Andalousie, dans le sud, avec 30,93 % de chômeurs, la Navarre, avec un taux de 11,68 %, étant la région souffrant le moins.

→ La dette de l'Allemagne se retrouve allégée de 56 milliards d'euros après la correction d'une erreur sur le bilan d'une erreur de "*double écriture débitrice*" publiée dans le bilan corrigé de la banque Hypo Real Estate (HRE), nationalisée et placée directement sous la tutelle du Ministère de l'économie.

## ACTUALITES DE NOVEMBRE

→ Le 1<sup>er</sup> novembre, MF Global, l'un des plus grands noms du courtage aux Etats-Unis, a déposé le bilan, devenant ainsi le premier gros groupe de Wall Street victime de la crise de la dette européenne, sur laquelle il avait massivement parié. Le conseil d'administration du groupe l'a placé sous la protection de la loi des faillites afin de "*protéger ses actifs*". Selon le dossier du dépôt de bilan déposé devant un tribunal new-yorkais, elle possédait au 30 septembre 41 milliards de dollars d'actifs et 39,7 milliards de passif, ce qui en fait la huitième plus grosse faillite aux Etats-Unis depuis 1980. Déjà malmené sur le marché depuis l'été, le groupe new-yorkais avait reconnu à cette occasion être exposé à hauteur de 6,3 milliards de dollars à la dette publique européenne, dont plus de la moitié à l'Italie et plus d'un milliard à l'Espagne, deux pays dans la ligne de mire des investisseurs.

→ L'annonce du premier ministre grec de soumettre à un référendum le plan de sauvetage européen pour son pays a suscité embarras et indignation parmi les responsables européens. Dans un climat politique et social explosif, cette consultation s'annonce en effet à hauts risques, menaçant l'ensemble de l'Union monétaire. *Les marchés financiers ont aussitôt fortement réagi !* Les Bourses ont toutes dévissé : Madrid a terminé en baisse de 4,19 %, Francfort a lâché 5 % et Paris 5,38 %. Athènes et Milan ont respectivement chuté de 6,9 % et 6,8 %. Enfin, Londres s'est repliée de 2,2 % et la Bourse suisse de 2,49 %.

## ACTUALITES DE NOVEMBRE

→ Le 3 novembre, la BNP annonce que ses activités de banque d'investissement, traditionnellement très juteuses, ont été fortement touchées par la crise de la dette : bénéfice net en repli de 71 %, à 541 millions d'euros, marqué notamment par une dépréciation très importante de ses titres d'Etat grecs. Les dépréciations enregistrées dans ce cadre au troisième trimestre se montent à 2,25 milliards d'euros.

→ Le 4 novembre, l'agence de notation financière Moody's a abaissé de deux crans la note de la dette souveraine de Chypre, la faisant passer de Baa1 à Baa3, en raison de l'importance de l'exposition de son système bancaire à la dette grecque, et n'a pas exclu de la dégrader de nouveau. L'agence Moody's évalue le coût de recapitalisation des banques pour le gouvernement à "*au moins 1 milliard d'euros*", ce qui entraînerait une hausse de "*5 à 10 points*" de son ratio dette-PIB. La dette publique devrait s'élever à 66,6 % du PIB en 2012 et rester la même en 2013, indiquait mi-octobre le ministre des finances chypriote, Kikis Kazamias, en présentant le budget 2012. La croissance de l'économie chypriote, nulle cette année, devrait être marginale en 2012, avait-il indiqué.

## ACTUALITES DE NOVEMBRE

→ Le 4 novembre, après la Grèce, l'Italie, la troisième économie de la zone euro a été mise sous surveillance du Fonds monétaire internationale (FMI). L'Italie a décidé de son propre chef de demander au FMI de surveiller la mise en oeuvre des mesures de réduction des déficits publics italiens. Une équipe d'experts va être envoyée tous les trois mois pour faire le point budgétaire et analyser l'avancement des réformes décidées par Rome. Le conseil d'administration du Fonds sera saisi de leur rapport, ce qui permettrait d'avoir une procédure publique. Les taux d'intérêt à dix ans exigés par les marchés pour financer Rome sont désormais de 6,4 %, contre 1,8 % pour l'Allemagne.

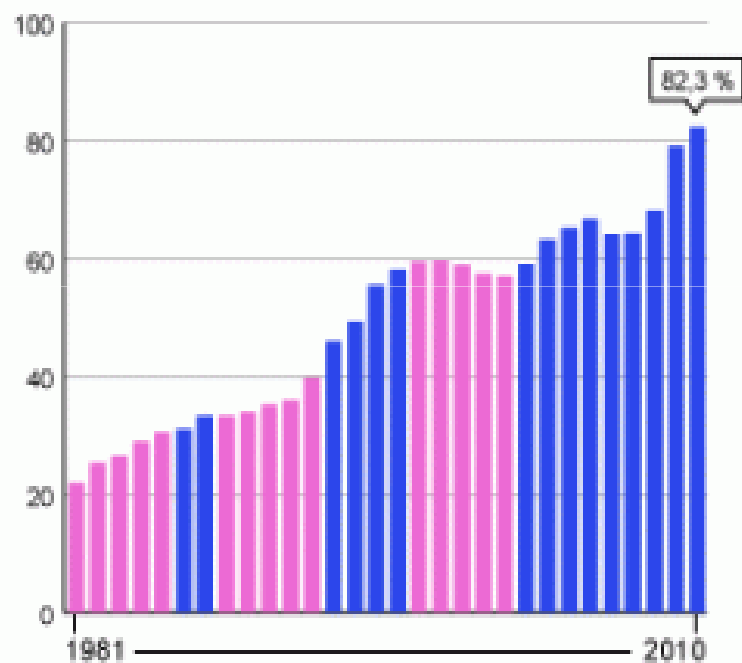
→ Les dirigeants des pays de la zone euro ont décidé d'accroître la force de frappe du FESF de 440 milliards d'euros à 1 000 milliards d'euros environ grâce à des "*effets de levier*" permettant d'avoir une plus grande surface d'intervention sans augmenter les fonds de départ mis à disposition par les Etats. Deux options principales sont à l'étude, l'objectif étant de protéger des pays comme l'Italie et l'Espagne.

## 9 novembre 2011

Alors que l'Italie et la Grèce concentrent toutes les inquiétudes, l'écart entre l'obligation française, l'OAT (obligation assimilable du Trésor) et son équivalent allemand, le *Bundesanleihe* (Bund), a atteint, mercredi 9 novembre, un niveau record, dans le cadre d'un mouvement de méfiance généralisé des investisseurs vis-à-vis de la zone euro. Il s'est inscrit à 147 points de base, soit 1,47 % : un "*spread*" jamais vu depuis 1997. A titre de comparaison, l'écart était de 45 points de base, il y a un an. Concrètement, cela signifie qu'aujourd'hui les investisseurs craignent beaucoup plus de prêter à la France qu'à l'Allemagne et exigent une rémunération plus importante pour compenser ce risque. Bien que Paris et Berlin disposent tous les deux de la meilleure note possible attribuée par les agences financières – un "triple A" – la perception des deux pays par les investisseurs est donc bien différente. La situation de la France ressemble de plus en plus à celle de l'Italie, qui a vu ses taux atteindre des niveaux records.

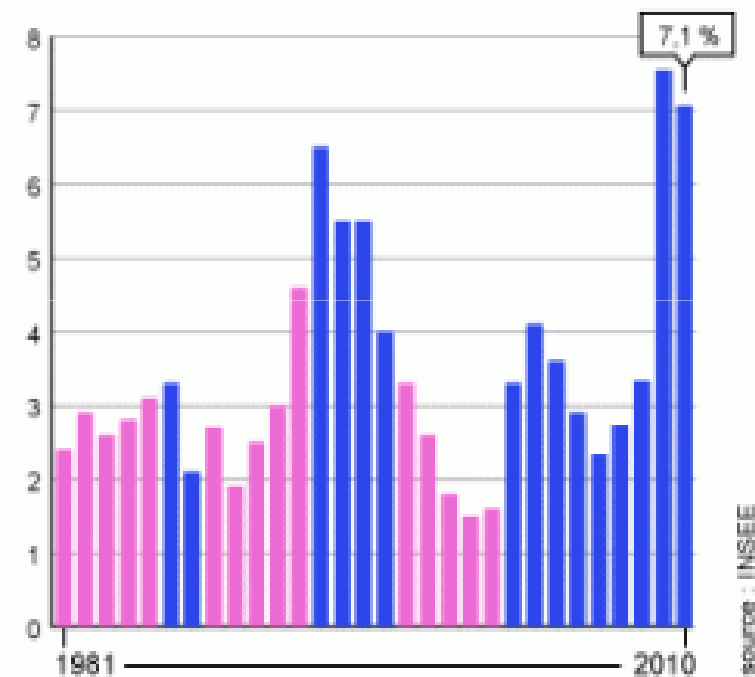
**Dette publique** en pourcentage du PIB au 31 décembre de 1981 à 2010

■ Gouvernement de droite    ■ Gouvernement de gauche



**Deficit public** en pourcentage du PIB au 31 décembre de 1981 à 2010

■ Gouvernement de droite    ■ Gouvernement de gauche



source : INSEE

## Quelle part de dette est détenue par des étrangers ?

La dette française est détenue à plus de 65 % par des "non-résidents" français. Un chiffre en baisse : jusque fin 2010, il se situait plutôt autour de 70 %. Mais un chiffre qui n'a eu de cesse de grimper ces dernières années : en 1993, seuls 32 % de la dette française était détenus par des non-résidents.

La situation française en Europe est particulière : selon une étude (avril 2011), notre pays est en troisième position de l'Union européenne, derrière le Portugal (75 % de la dette détenue par des non-résidents) et la Grèce (71 %). En moyenne, 53 % de la dette des pays européens est détenue par des non-résidents. C'est une différence majeure avec un Etat comme le Japon, dont l'énorme endettement (plus de 200 % de son PIB) est essentiellement possédé par ses épargnants. Les Etats-Unis, quant à eux, ont un tiers de leur dette aux mains de non-résidents.

Le terme de "non-résidents" recoupe une série d'acteurs : fonds de pension, grandes banques, compagnies d'assurance, fonds souverains... Il est impossible de savoir précisément quel pays possède le plus : la loi interdit la divulgation de cette information, à part aux vendeurs eux-mêmes. Ce qui pose question : la provenance des possesseurs de dette revêt en effet un caractère de plus en plus crucial.

L'Agence France Trésor (AFT), chargée d'emprunter sur le marché, a émis des titres à échéance 2017 et 2021 avec des taux en hausse, et à 2026 avec des rendements en baisse. Le montant levé figure dans le haut de la fourchette prévue, qui était entre 6 et 7 milliards d'euros.

Dans le détail de l'appel au marché du jour, la France a emprunté 3,110 milliards d'euros, à rembourser le 25 avril 2017, à un taux de 2,34 %, contre 2 % offert lors de la dernière adjudication du même type le 6 octobre. La demande des investisseurs a été plus de 1,5 fois supérieure à l'offre.

Le pays a emprunté également 2,865 milliards d'euros, à échéance le 25 octobre 2021, à un taux de 3,22 %, contre 2,72 % le 6 octobre. La demande a été plus de 2 fois supérieure à l'offre.

Enfin, la France a emprunté 985 millions d'euros, à échéance le 25 avril 2026, à un taux de 3,77 %, contre 4,03 % le 5 mai. La demande a été plus de 2,5 fois supérieure à l'offre. Le règlement sur ces trois lignes s'effectuera le 8 novembre.

Par ailleurs, l'AFT a procédé le lundi 14 novembre 2011 à l'adjudication de bons du Trésor à taux fixe et intérêts précomptés (BTF) sur les lignes à 12, 23 et 49 semaines pour un montant de 7 milliards d'euros,

## I. LA POLITIQUE MONETAIRE : QUELQUES GENERALITES

La politique monétaire a pour objet de procurer à l'économie la quantité de monnaie nécessaire à la croissance économique et à la réalisation du plein emploi tout en respectant la stabilité de la monnaie au niveau interne (stabilité des prix) et au niveau externe (stabilité du change).

Il n'y a cependant pas de politique monétaire sans un débat théorique sur le rôle de la monnaie (monnaie passive ou monnaie active). C'est ce débat qui a alimenté les réflexions sur la politique monétaire contemporaine. Les autorités compétentes se fixent des objectifs monétaires (contrôle de la croissance de la masse monétaire, ajustement des taux d'intérêt) dont la réalisation nécessite le recours à un certain nombre d'instruments spécifiques.

## A. Les fondements théoriques

→ Pour les économistes classiques, les phénomènes monétaires n'ont pas d'incidence sur les conditions de l'échange. La monnaie est un voile, « *les produits s'échangent contre des produits* » (Jean-Baptiste Say, 1803). Cette approche a été formalisée par Irving Fisher sous la forme de la théorie quantitative de la monnaie (TQM).

$$Mv = P T$$

M : Masse monétaire, V : vitesse de circulation de la monnaie

P : Niveau général des prix, T : transactions économiques (production)

Cette équation souligne que toute augmentation de la masse monétaire qui ne serait pas issue d'une hausse des transactions économiques, se traduirait essentiellement par de l'inflation. Réciproquement, il est possible de lutter contre l'inflation en restreignant la quantité de monnaie en circulation, sans générer de conséquences sur le niveau réel de la production.

→ A la suite de la crise de 1929, John Maynard Keynes dénonce les postulats de la théorie classique en insistant sur les quatre points suivants :

- La monnaie peut être désirée pour elle-même. A côté du motif de transaction, il existe une demande de monnaie de spéculation et de précaution. Keynes introduit ce qu'il appelle la « préférence pour la liquidité ».
- Les prix sont fixes à court terme
- L'offre ne crée par la demande, il convient de stimuler la demande effective (anticipée) pour que la demande globale soit égale à l'offre globale.

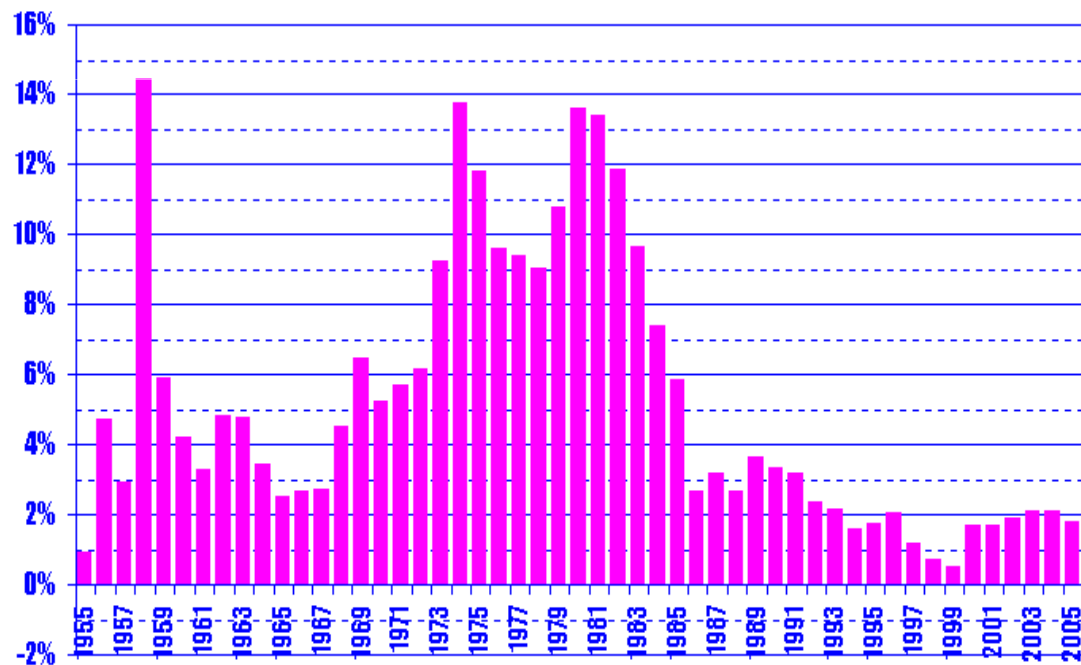
Keynes montre qu'une politique monétaire peut s'avérer indispensable pour parvenir au plein emploi. Dans une situation de sous-emploi, il convient d'accroître la quantité de monnaie en circulation, pour que les taux d'intérêt baissent et que l'investissement augmente jusqu'à ce que le plein emploi soit réalisé. Notons que la baisse des taux d'intérêt n'est pas préjudiciable à l'épargne étant donné que celle-ci dépend du revenu (et non du marché des fonds prêtables).

La politique monétaire peut cependant être inefficace, dès lors que la baisse du taux d'intérêt a dépassé un certain seuil. La préférence pour la liquidité devient absolue et la hausse de la quantité de monnaie en circulation ne se traduit plus par une baisse des taux d'intérêt. Cette situation est plus connue sous le nom de « *Trappe à liquidités* ».

La théorie keynésienne a inspiré les politiques économiques des pays occidentaux au lendemain de la seconde guerre mondiale jusqu'à ce que la crise économique des années 70 (deux chocs pétroliers, 1973-1974, 1979), marquée par la conjonction de l'inflation et du chômage, entraîne un retour des thèses libérales, les pratiques monétaristes.

→ En réaction à la théorie keynésienne et à la montée de l'inflation dans les années 70, les monétaristes, en la personne de Milton Friedman, chercheront à réhabiliter la théorie quantitative de la monnaie.

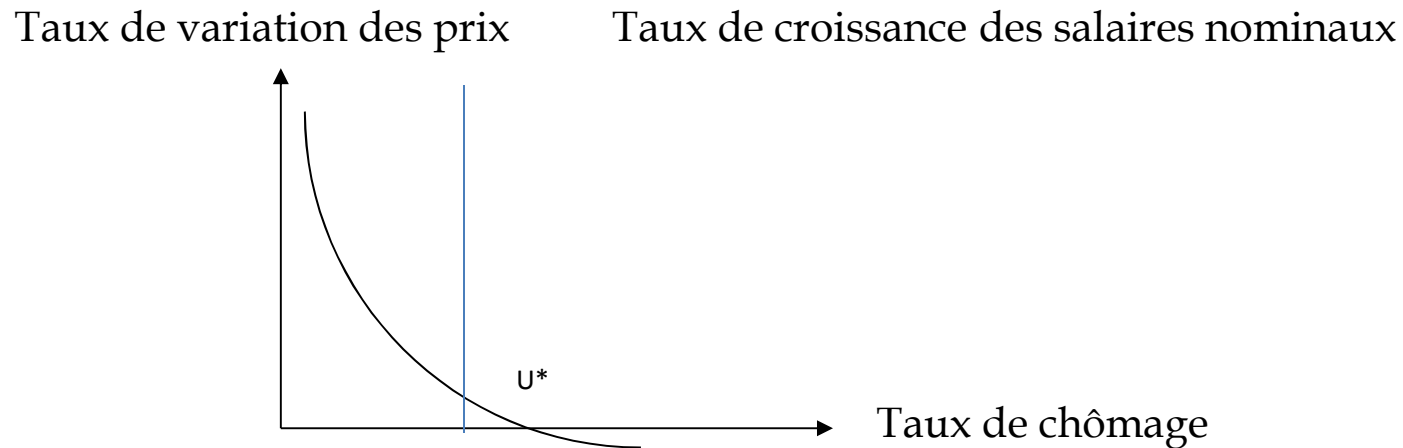
Evolution de  
l'inflation en France  
depuis 1955



Partant de la courbe de Phillips, qui montre une relation empirique inverse entre le taux de chômage et le taux d'inflation, Edmund Phelps (1967) et Milton Friedman (1968) ont montré, sur la base d'arguments théoriques, que cette courbe ne fonctionnait qu'à court terme et qu'il n'y avait pas d'arbitrage possible à long terme. Ils sont arrivés à cette conclusion en mettant en évidence **le rôle des anticipations**. En cas de hausse de salaire, les agents économiques pensent d'abord qu'ils bénéficient d'une augmentation de leur pouvoir d'achat, ils se mettent ainsi à consommer davantage. Par la suite, ils se rendent compte que les prix ont augmenté et qu'ils ont été victimes d'une illusion monétaire à la suite à une politique monétaire expansionniste (hausse de la quantité de monnaie en circulation). Friedman considère ainsi que les agents font des erreurs d'anticipation qu'ils ne corrigent que progressivement : on parle d'**anticipations adaptatives**.

Les agents économiques vont recalibrer leurs dépenses de consommation sur leur revenu réel permanent et non sur le revenu courant. Dès lors, l'effet de la dépense sur l'activité économique est aussi éphémère que l'illusion monétaire (si bien que le taux de chômage rejoint rapidement son niveau naturel tandis que l'inflation, en revanche, augmente de manière importante).

Traduite graphiquement, cette différence entre le court et le long terme signifie que si la courbe de Phillips présente une pente négative à court terme, elle devient verticale à moyen-long terme. On retrouve là un grand enseignement monétariste. L'inflation et le chômage ont des déterminants totalement différents. L'inflation est un phénomène monétaire ; à l'inverse, le chômage résulte de déterminants réels, comme par exemple le niveau des salaires réels, l'efficacité du processus de recherche sur le marché du travail, l'inadéquation qualitative entre l'offre et la demande de travail, etc. Sur le long terme, une expansion monétaire ne modifie en rien ces déterminants réels.

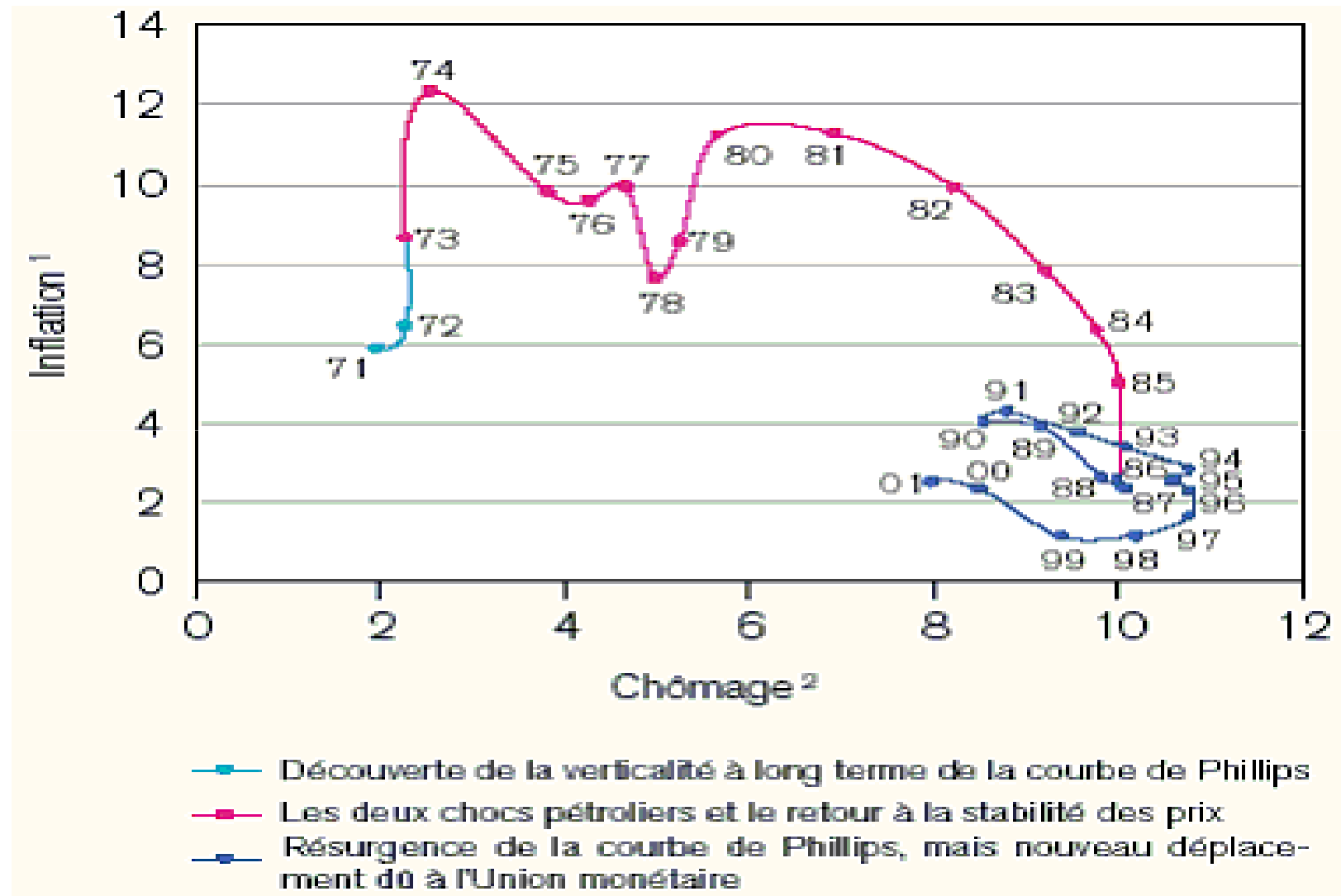


L'interprétation de Phelps et de Friedman fait de la courbe de Phillips un phénomène essentiellement transitoire lié à une situation de déséquilibre, elle-même liée à une erreur d'anticipation.

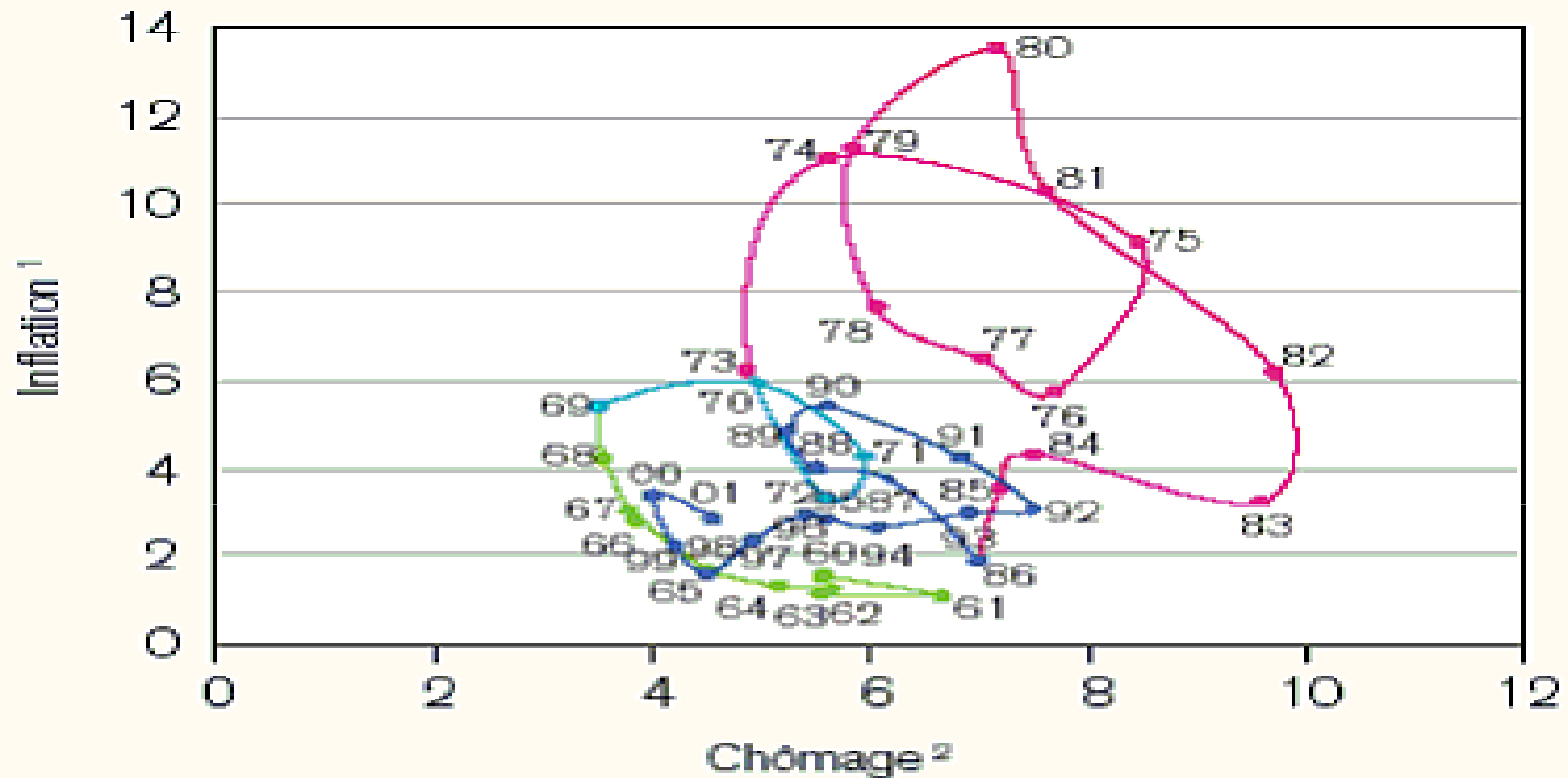
Milton Friedman note que si les gouvernements persistent à promouvoir une inflation élevée, les agents économiques vont ajuster leurs anticipations d'inflation à la hausse et réclamaient des hausses de salaire en conséquence. Ainsi l'anticipation de l'inflation accroît les revendications sociales et oblige les entreprises à maintenir les salaires réels en augmentant les salaires nominaux. Dans ces conditions, l'inflation ne peut qu'augmenter et l'effet sur l'activité et le chômage disparaît totalement.

L'élément fort de cette approche, c'est la réinterprétation de la notion d'anticipation. Ainsi, Phelps et Friedman estiment qu'il serait plus judicieux d'introduire **le taux d'inflation anticipé** (plutôt que le taux d'inflation observé) dans l'équation des salaires. Cela va permettre de refonder la relation de Phillips (on parle désormais de "courbe de Phillips augmentée des anticipations").

## Courbe de Phillips en zone Euro



## Courbe de Phillips aux Etats Unis



- Golden sixties
- Découverte de la verticalité à long terme de la courbe de Phillips
- Les deux chocs pétroliers et le retour à la stabilité des prix
- Résurgence de la courbe de Phillips, mais nouveau déplacement dû à la croissance rapide de la productivité

Pour mettre un terme à ce cercle vicieux, Milton Friedman propose l'abandon des politiques monétaires expansionnistes au profit de règles fixes. Il suggère de déterminer un objectif de croissance pour la masse monétaire compatible avec le taux de croissance moyen de la production afin de garantir la stabilité des prix à long terme. Dès lors, si la croissance excède son rythme potentiel structurel, l'offre de monnaie devient insuffisante et les taux d'intérêts augmentent, ce qui freine la croissance et évite une surchauffe inflationniste. De la même manière, une baisse des taux viendrait soutenir l'activité si la croissance se trouvait inférieure à son potentiel de long terme.

→ Les nouveaux classiques (Robert Lucas) vont radicaliser les thèses des monétaristes en supposant que les agents économiques déterminent leur comportement sur la base « d'anticipations rationnelles ». Dès lors, une politique monétaire est non seulement inefficace à long terme, mais également à court terme : les agents raisonnent en termes réels et ne peuvent pas être « leurrés » par une politique monétaire.

→ De l'orthodoxie monétariste à l'indépendance des Banques Centrales

A la suite des travaux des monétaristes, on s'est aperçu que la crédibilité des décisions de politique monétaire prenait une importance cruciale dans la lutte contre l'inflation, dont elle constitue l'unique objectif. La transparence et l'indépendance des banques centrales ont dès lors été jugées indispensables pour asseoir les bases de l'École monétariste.

De ce fait, l'indépendance dont ont profité la FED, puis la Bundesbank (après la seconde guerre mondiale) a été accordée à la plupart des banques centrales sous le motif de les éloigner des pressions du pouvoir politique, susceptible d'utiliser l'instrument monétaire à des fins de relance conjoncturelle.

De même, la lutte contre l'inflation est devenue, sinon le seul, du moins le premier objectif :

- de la Banque Centrale Européenne,
- des banques centrales ayant accédé à l'indépendance
- dans le cas de la FED, cet objectif peut cependant entrer en concurrence directe avec le soutien à la croissance.

C'est en vertu du Traité de Maastricht, puis du Traité sur l'Union Européenne (2008) que la BCE s'est vue confier la mission de stabiliser les prix.

## CHAPITRE 2 - LA POLITIQUE MONÉTAIRE (TUE, 2008)

### *Article 127 (ex-article 105 TCE)*

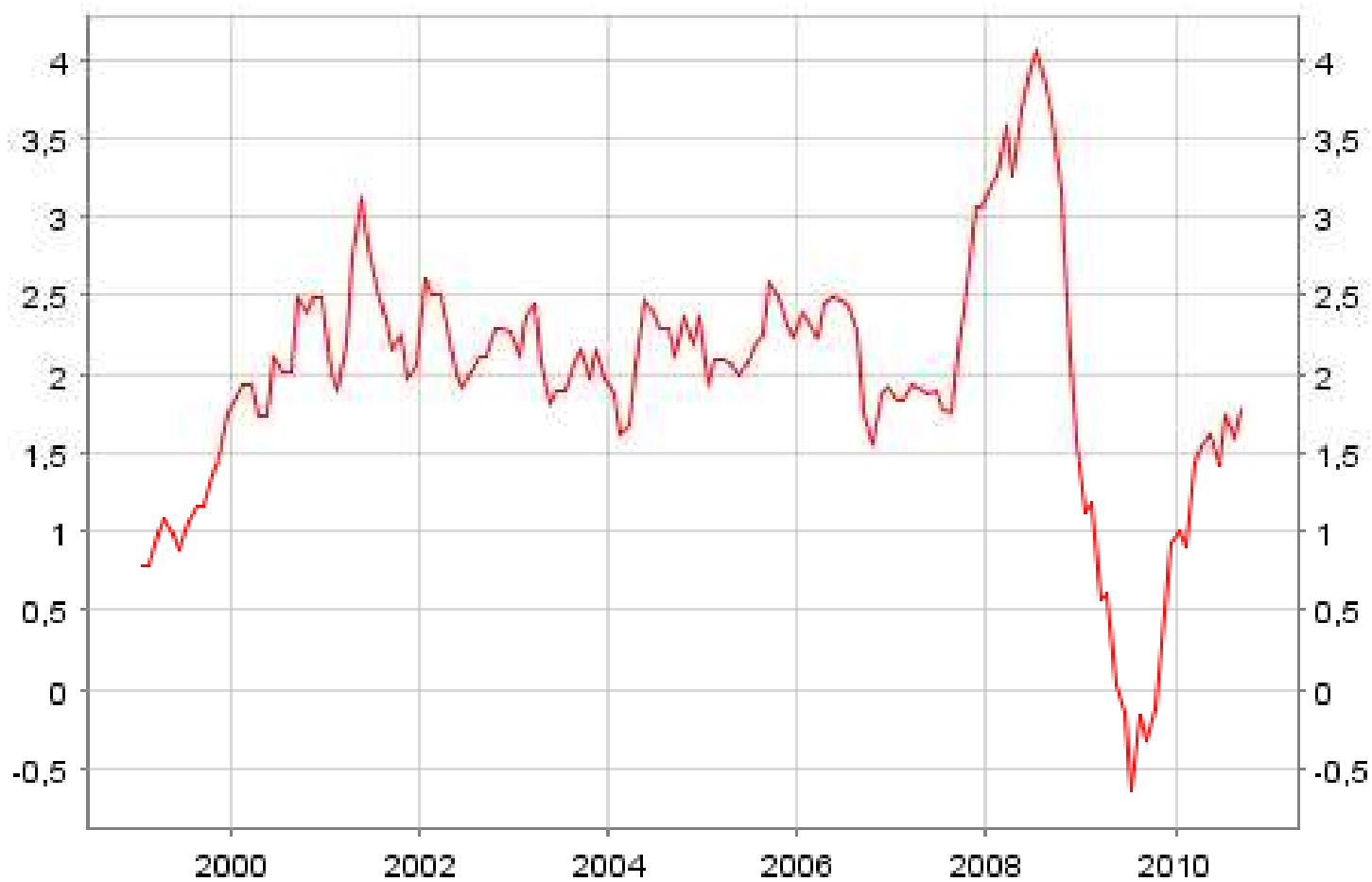
1. L'objectif principal du Système européen de banques centrales, ci-après dénommé «SEBC», est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, tels que définis à l'article 3 du traité sur l'Union européenne. Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources et en respectant les principes fixés à l'article 119.

Suivant le modèle de la Bundesbank, l'indépendance de la BCE vis-à-vis du pouvoir politique est inscrite dans l'article 130 du TUE.

*« Dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été conférés par les traités et les statuts du SEBC et de la BCE, ni la Banque centrale européenne, ni une banque centrale nationale, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions, organes ou organismes de l'Union, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Les institutions, organes ou organismes de l'Union ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la Banque centrale européenne ou des banques centrales nationales dans l'accomplissement de leurs missions ».*

Notons que le concept de stabilité des prix n'est pas défini dans le Traité, c'est la BCE qui en assure l'interprétation, se donnant pour objectif une progression de l'indice des prix à la consommation harmonisé de la zone euro inférieur à 2%. La plupart des banques centrales ont adopté une cible d'inflation comprise entre 2 et 3%, en sachant que ces indices sont probablement sous évalués car ils ont encore des difficultés à intégrer l'amélioration de la qualité des biens et des services (méthode des prix hédoniques).

## IPCH dans la zone euro



Source : BCE

## B. Les objectifs de la politique monétaire

Si la théorie quantitative et les autorités monétaires s'attachent à atteindre un objectif final, libellé en termes d'inflation, il existe plusieurs objectifs intermédiaires. Il s'agit notamment de contrôler la croissance de la masse monétaire, les taux d'intérêt et le taux de change.

1/ En France, *le contrôle de la masse monétaire* (M1, M2, M3, M4) s'effectue depuis 1977. La fixation des limites à la progression annuelle des agrégations monétaires permet d'éviter des risques de tension sur les prix et d'indiquer aux agents économiques les principaux choix qu'il convient d'effectuer en matière monétaire. La stratégie de la BCE consiste à surveiller l'évolution de M3.

M1 : monnaie au sens strict de moyen de paiement (billets, pièces et dépôts à vue)

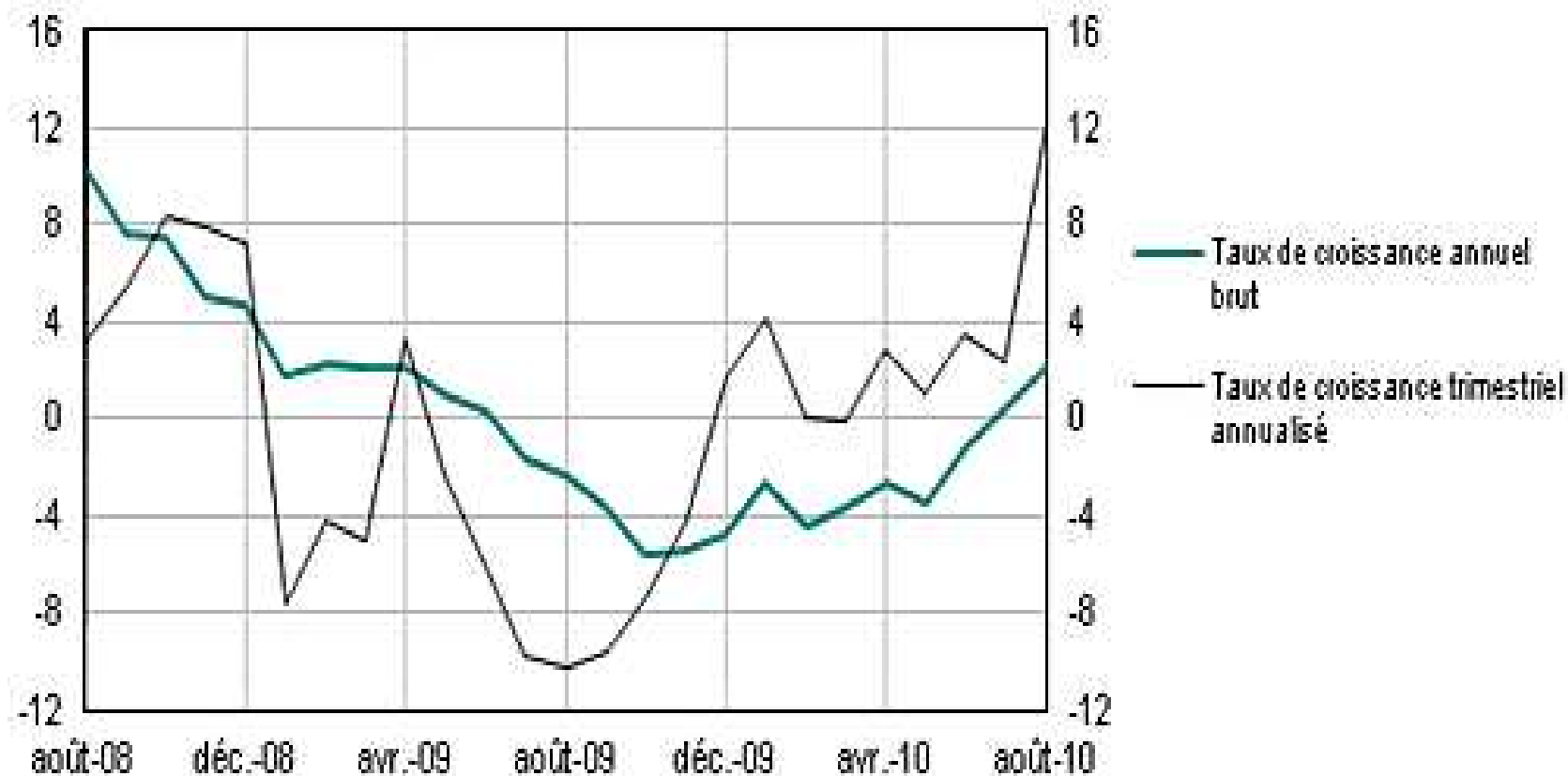
M2 : M1 + dépôts à terme jusqu'à 2 ans et les dépôts assortis d'un préavis de remboursement inférieur ou égal à 3 mois (Codevi, livrets A et bleu, compte épargne logement en France)

M3 : M2 + les instruments négociables sur le marché monétaire émis par les institutions financières monétaires (IFM) et qui représentent des avoirs dont le degré de liquidité est élevé avec peu de risque de perte de capital en cas de liquidation (OPCVM monétaires, certificats de dépôts)

M4 : M3 + les bons du trésor, les billets de trésorerie et les bons à moyen terme émis par les sociétés financières.

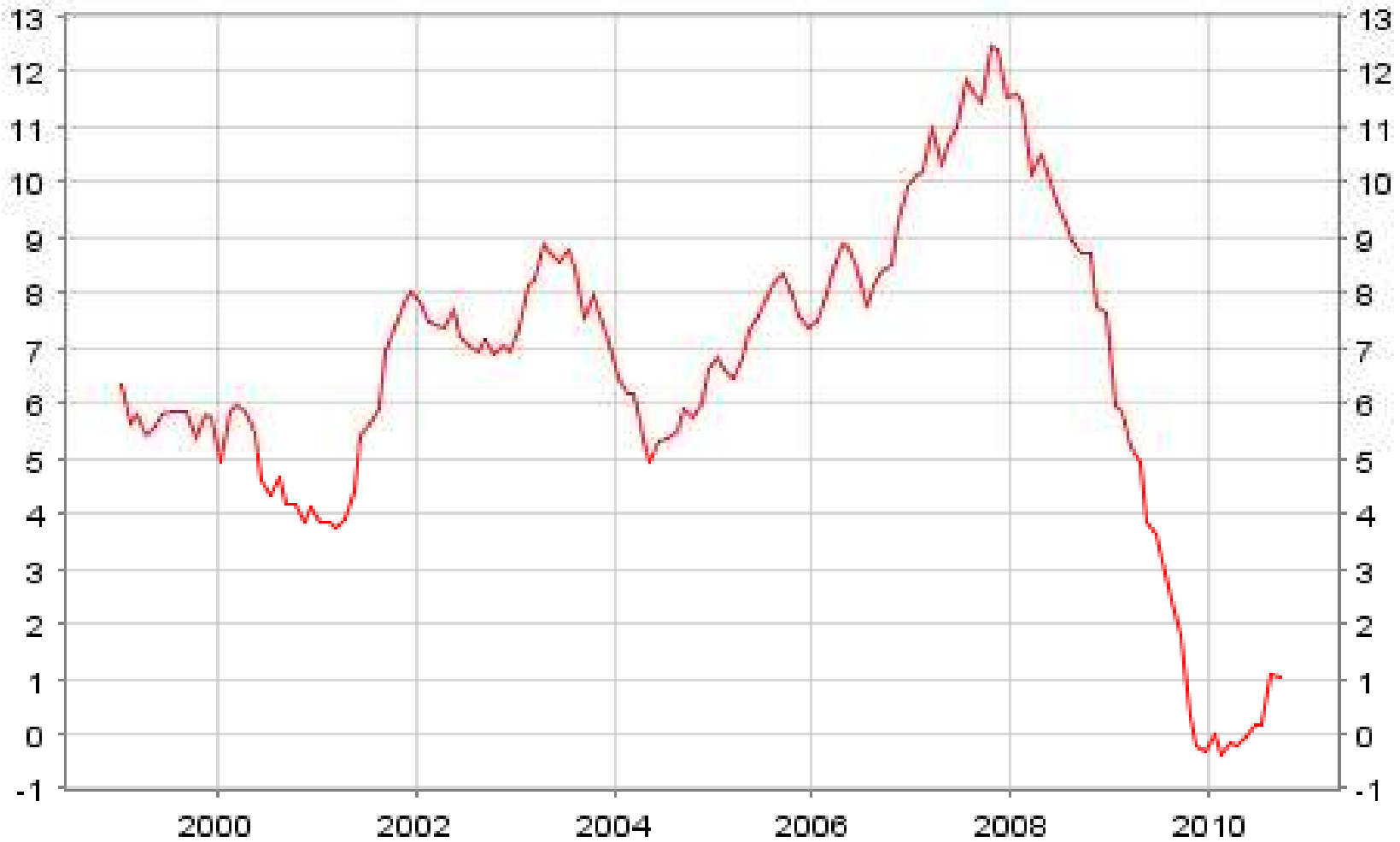
EIT : il est encore possible de surveiller un agrégat de financement (Endettement intérieur total).

## « Contribution française à M3 » (taux de croissance en %)



Source et réalisation : DSMF – SASM

## M3 agrégé dans la zone euro



Source : Banque Centrale Européenne

Différents éléments altèrent cependant la pertinence de la masse monétaire comme indicateur de la politique monétaire :

-La vitesse de circulation de la monnaie n'est pas constante, si bien que la relation entre quantité de monnaie, prix et transactions économiques est difficile à anticiper.

- La croissance des financements désintermédiés, c'est-à-dire obtenus via le marché financier et non le crédit bancaire, rend la masse monétaire moins pertinente.

Un nombre croissant de banques centrales ont ainsi décidé d'abandonner la stratégie de maîtrise des agrégats et de se tourner vers des objectifs intermédiaires, il s'agit des taux d'intérêt et des taux de change.

Pour sa part, la Banque Centrale Européenne a défini deux piliers qui lui permettent d'évaluer les risques d'inflation dans la zone euro. En premier lieu, elle réalise une **analyse monétaire**, en étudiant les agrégats dans une perspective directe de contrôle de la masse monétaire. En principe, le rôle central de la masse monétaire est signalé par l'annonce d'un taux de croissance annuel de l'agrégat M3. Une norme de 4.5% correspond à la somme du taux de croissance à long terme et du taux d'inflation acceptable (proche de 2%). En second lieu, la BCE suit l'évolution de certains **indicateurs économiques et financiers** tels que les salaires, les prix des matières premières, les taux de change, la confiance des consommateurs et des entrepreneurs...

2/ *Les taux d'intérêt* sont des instruments qui permettent à la Banque Centrale d'agir directement sur les comportements des agents économiques : la création de monnaie des banques de second rang, l'investissement des entreprises, l'épargne des ménages et sa structure (actifs financiers et actifs monétaires).

### 3/ *Le change*

L'objectif habituel assigné aux autorités monétaires est la stabilité monétaire, or cette dernière recouvre deux choses : la valeur interne de la monnaie (inflation) et la valeur externe de la monnaie (taux de change). La gestion de la valeur externe de la monnaie ne peut être séparée de la gestion interne. En théorie, une Banque Centrale peut orienter le taux de change de la monnaie de deux façons : directement sur le marché des changes en utilisant **les réserves monétaires**, indirectement par la fixation de ses **taux directeurs**, qui ont une influence sur le cours de la monnaie.

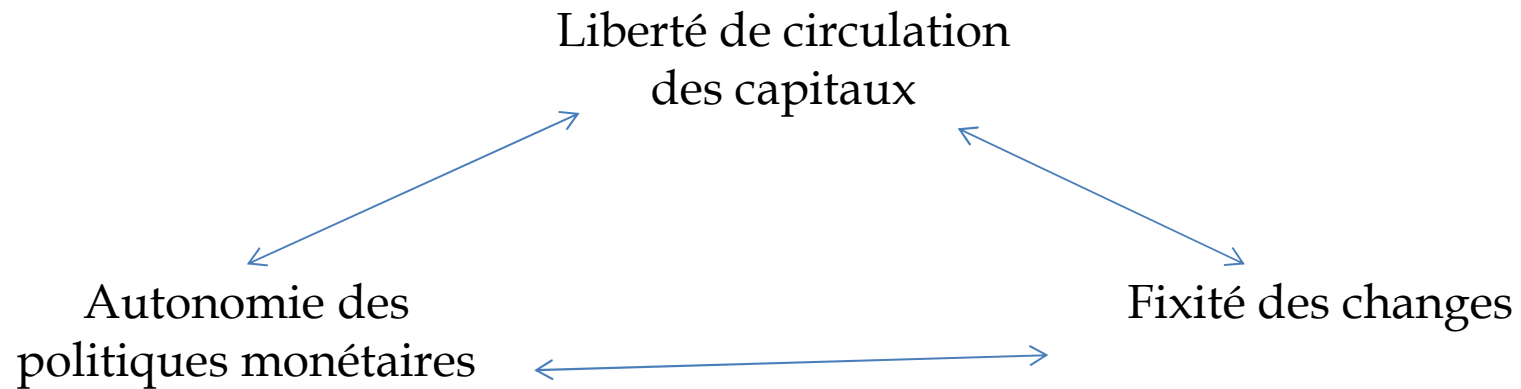
→ L'instrument de politique monétaire que constituent les taux d'intérêt est donc un levier important de la politique de change, ce qui rend délicate la conciliation de ces deux politiques.

1945 - 1970 : système de Bretton Woods, parité fixe entre \$ et autres monnaies

Serpent monétaire européen, système monétaire européen (SME) puis Union Economique et Monétaire (UEM).

Dans ce contexte, les pays ne contrôlant pas les mouvements de capitaux n'ont pu mener de politiques monétaires autonomes.

Le triangle des incompatibilités de Mundell montre que, dans un contexte international, une économie ne peut pas simultanément : avoir un régime de change fixe, disposer d'une politique monétaire autonome, de laisser librement circuler les capitaux (intégration financière).



Par contre, si l'un de ces objectifs est abandonné, les deux autres deviennent réalisables. Depuis les années 80, la généralisation de la libre circulation des capitaux a été accompagnée d'un vaste mouvement d'adoption de régimes de changes flottants. Dès lors, dans la zone euro mais également les autres zones, la politique de change n'est plus libellée en termes d'objectifs de parité constante.

→ Réciproquement, les opérations sur le marché des changes peuvent interférer avec la politique monétaire. Ainsi, une vente de monnaie locale contre des devises favorise la relance de l'activité via la baisse des taux d'intérêt et la hausse des exportations.

Les conséquences de la politique de change peuvent concorder avec les objectifs de la politique monétaire. Ils peuvent également s'opposer. La Banque Centrale cherchera alors à neutraliser l'impact de sa politique de change par des interventions en sens inverse sur le marché monétaire.

En vertu du Protocole n°4 annexé au Traité sur l'Union Economique (2008), la conduite des opérations de change fait partir des missions fondamentales relevant du SEBC et de la Banque Centrale (article 3). Cependant la politique de change n'a encore jamais fait l'objet d'une décision du Conseil et les interventions de la BCE pour orienter l'évolution du taux de change sont rares.

### C. Les instruments de pilotage de la politique monétaire

La libéralisation des marchés financiers et le rôle majeur qu'ils jouent dans le financement de l'économie ont amené la Banque Centrale à privilégier les mécanismes incitatifs d'intervention sur les marchés (contrôle indirect) aux instruments de contrôle normatifs de la création monétaire (contrôle direct). Plutôt qu'une maîtrise du crédit, les banques centrales utilisent des instruments qui agissent sur la somme des avoirs en monnaie banque centrale, pour parvenir à piloter l'évolution des taux d'intérêt et la création monétaire.

CONTRÔLE DIRECT	CONTRÔLE INDIRECT
Encadrement du crédit (il a pris fin en France en 1987)	Les réserves obligatoires
Prêts bonifiés (notamment dans l'agriculture et le logement)	Les opérations d'open market
Contrôle des changes (il a été supprimé en France dans les années 90)	Les facilités permanentes

Si la Banque centrale estime que la croissance de la masse monétaire est excessive, elle réduit la liquidité bancaire en augmentant les besoins en monnaie banque centrale ou en les renchérissant (assèchement du marché interbancaire ou augmentation du coût de refinancement). Si la Banque centrale estime que la création monétaire est insuffisante, elle augmente la liquidité bancaire en diminuant les besoins en monnaie banque centrale ou en les rendant meilleur marché. Dans les deux cas, la Banque Centrale agit sur les volumes et les prix.

### *1/ Les réserves obligatoires*

Il s'agit de dépôts obligatoires des établissements financiers auprès de la Banque Centrale. Rémunérées ou non selon les pays, leur montant constitue généralement un pourcentage (coefficient de réserve) de l'encours de leurs dépôts (court terme). Initialement créées dans un but prudentiel, les réserves obligatoires sont devenues un instrument de politique monétaire : en modifiant les coefficients de réserve, la banque centrale agit directement sur la liquidité bancaire. Aujourd'hui, les banques centrales ne réajustent les coefficients de réserves obligatoires qu'à intervalles très éloignés et privilégient les politiques de taux directeur. Dans la zone euro, l'assiette est formée par les dépôts, les titres de créance, les instruments du marché monétaire, dont les échéances sont inférieures à deux ans. La BCE a fixé le taux de réserves obligatoires à 2%. Ces dernières sont rémunérées au taux de l'opération principale de refinancement.

## Création monétaire et réserves obligatoires

Si les coefficients des réserves obligatoires varient peu, il convient de signaler que les réserves obligatoires exercent une action sur la création monétaire à travers les mécanismes du diviseur et du multiplicateur de crédit.

→ *Diviseur de crédit* : Il permet d'estimer le besoin en monnaie banque centrale suite à un certain volume de création de monnaie banque commerciale. Si les banques commerciales créent une quantité  $q$  de monnaie, elles devront se procurer un montant  $Q$  de monnaie banque centrale, égal à  $d \times q$  (avec  $d$  : diviseur =  $b + r - (r \times b)$ ) soit :

$$Q = q \times (b+r - [r \times b])$$

$r$ : réserves obligatoires,  $b$ : propension moyenne des individus à détenir une partie de leur monnaie sous forme de billets. Si les banques commerciales accordent un million d'euros de nouveaux crédits, que  $r = 2\%$  et  $b = 10\%$ , elles devront se procurer 118 000 euros de monnaie Banque Centrale

→ *Multiplicateur de crédit* : Il permet de déterminer le volume de création monétaire permis par un accroissement des disponibilités de monnaie banque centrale (logique expansionniste),  $q = Q \times m$  (multiplicateur tel que  $m = 1/d$ )

$$\text{Soit } q = Q \times 1 / (b+r - [r \times b])$$

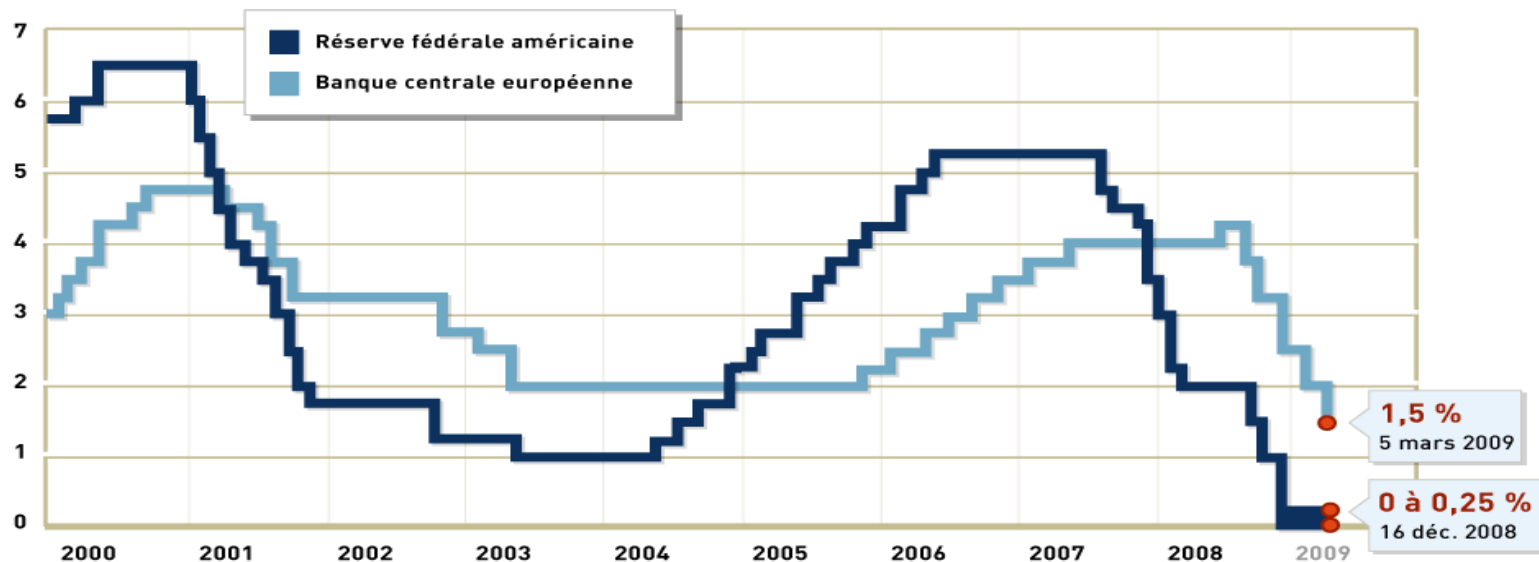
## *2/ Les opérations de refinancement*

Les banques centrales interviennent essentiellement au travers d'opérations de refinancement, elles pilotent ainsi la création monétaire via la fixation du niveau des taux directeurs. Les opérations de refinancement consistent en un prêt en monnaie centrale garanti par des transferts de titres (notamment des bons du Trésor), avec engagement de reprise à terme.

Concrètement, une baisse des taux améliore la liquidité des banques qui, se refinançant à moindre coût, améliorent les conditions qu'elles procurent aux ménages et aux entreprises, ce qui est favorable à l'activité mais peut aussi exercer une pression à la hausse sur le niveau des prix.

L'évolution du principal taux directeur de la FED et de la BCE lors de la crise des subprimes tend à souligner le rôle contra-cyclique assigné à la politique monétaire.

Principal taux directeur, en %



Sources : BCE, Fed

Année	Jan	Fev	Mars	Avr	Mai	Juin	Juil	Aout	Sept	Oct	Nov	Dec
2007	2.08%	2.42%	2.78%	2.57%	2.69%	2.69%	2.36%	1.97%	2.76%	3.54%	4.31%	4.08%
2006	3.99%	3.60%	3.36%	3.55%	4.17%	4.32%	4.15%	3.82%	2.06%	1.13%	1.97%	2.54%
2005	2.97%	3.01%	3.15%	3.51%	2.80%	2.53%	3.17%	3.64%	4.69%	4.35%	3.46%	3.42%
2004	1.93%	1.69%	1.74%	2.29%	3.05%	3.27%	2.99%	2.65%	2.54%	3.19%	3.52%	3.26%
2003	2.60%	2.98%	3.02%	2.22%	2.06%	2.11%	2.11%	2.16%	2.32%	2.04%	1.77%	1.88%
2002	1.14%	1.14%	1.48%	1.64%	1.18%	1.07%	1.46%	1.80%	1.51%	2.03%	2.20%	2.38%
2001	3.73%	3.53%	2.92%	3.27%	3.62%	3.25%	2.72%	2.72%	2.65%	2.13%	1.90%	1.55%
2000	2.74%	3.22%	3.76%	3.07%	3.19%	3.73%	3.66%	3.41%	3.45%	3.45%	3.45%	3.39%

Dans la zone euro, la BCE pratique trois types d'opérations . La première est constituée d'opérations **d'open market**, c'est-à-dire d'interventions sur le marché interbancaire, à la discrétion de la Banque Centrale. Les deux autres concernent des **facilités permanentes**, opérations à la discrétion des banques commerciales.

→ Trois taux d'intérêt sont ainsi définis par la BCE :

-Le taux de *l'Opération Principale de Refinancement* (OPR) ou **taux directeur**, il s'agit du taux auquel la BCE (mais également toutes les banques centrales de la zone euro) prend en pension un volume plus ou moins important de titres prédéterminés (titres éligibles) sur appels d'offre hebdomadaires , pour une durée de deux semaines. Il s'agit d'un taux plancher pour les taux d'intérêt à court terme car si les banques de second rang pratiquaient des taux inférieurs, tout refinancement occasionnerait des pertes.

- Le taux de *la facilité de prêt marginal* (facilité permanente) : il s'agit d'un taux auquel la BCE fournit automatiquement des liquidités à 24 h aux banques demandeuses, sans autre limitation que le montant des actifs que ces dernières sont susceptibles de lui apporter en garantie. Ce taux, plus élevé que le taux de l'ORP (les banques accèdent à la facilité sans restrictions et donc sans maîtrise instantanée du volume de refinancement par la BC, l'excède généralement de 1 pt.

- Le taux de *facilité de dépôt* (facilité permanente) auquel la BCE rémunère les disponibilités que les banques peuvent lui prêter, sans limitation de montant ni de durée. Ce taux, nécessairement fixé à un niveau inférieur au taux de l'OPR (sans quoi les banques du second rang pourraient gagner de l'argent en déposant simplement auprès de la BCE la monnaie centrale obtenue au terme d'un OPR), lui est généralement inférieur d'un point.

La conduite de la politique monétaire consiste essentiellement à fixer le taux d'intérêt directeur à un niveau compatible avec les objectifs macroéconomiques de la BCE. Il convient ici de dissocier cette pratique avec celle de la gestion de la liquidité, qui a pour objectif de permettre au marché monétaire (et plus généralement aux marchés financiers) de fonctionner normalement, de telle sorte que les impulsions de politique monétaire puissent être transmises efficacement au reste de l'économie.

\* Liquidité de financement (espèces ou actifs susceptibles d'être convertis rapidement en espèces ) nécessaire pour satisfaire les demandes de retraits de fonds à court terme émanant des contreparties ou pour couvrir leurs opérations (transformation de l'épargne à court terme en prêts à long terme).

\* Liquidité de marché, capacité des banques à liquider un actif non monétaire (titre d'investissement acquis à l'origine pour être détenu jusqu'à l'échéance), dans le cadre d'une action en dernier ressort afin de lever des fonds en monnaie BC.

## Taux directeurs de la Banque Centrale Européenne

Date de valeur des taux des appels d'offres

Dernière décision du Conseil des Gouverneurs : 03 novembre 2011

Prochaine décision du Conseil des Gouverneurs : 08 décembre 2011

<b>A taux fixe</b>		<b>(En pourcentage)</b>	
Date de valeur (a)	Opérations principales de refinancement	Facilités permanentes	
	Appels d'offres à taux fixe	Dépôt au jour le jour	Prêt marginal au jour le jour
9 novembre 2011	1.25	0.50	2.00
13 juillet 2011	1.50	0.75	2.25
13 avril 2011	1.25	0.50	2.00
13 mai 2009	1.00	0.25	1.75
08 avril 2009	1.25	0.25	2.25
11 mars 2009	1.50	0.50	2.50
21 janvier 2009	2.00	1.00	3.00
10 décembre 2008	2.50	2.00	3.00
12 novembre 2008	3.25	2.75	3.75
15 octobre 2008	3.75		

## → Le marché interbancaire

Les établissements de crédit s'octroient mutuellement des prêts en monnaie banque centrale sur le marché interbancaire. Les taux renvoient à deux indicateurs :

-L'EONIA (Euro OverNight Index Average) donne le taux moyen pratique au jour le jour sur le marché monétaire. Il résulte de la moyenne pondérée de toutes les transactions au jour le jour de prêts non garantis réalisées par les banques retenues pour le calcul de l'euribor.

-L'EURIBOR (EURO, InterBank Offered Rate) donne un taux moyen pour les échéances allant d'une semaine à un an. Il est calculé en effectuant une moyenne quotidienne des taux prêteurs sur 13 échéances communiqués par un échantillon de 57 établissements bancaires les plus actifs de la zone Euro. Il est calculé sur la base de 360 jours et est diffusé à 11h le matin si au moins 50% des établissements constituant l'échantillon ont effectivement fourni une contribution. La moyenne est effectuée après élimination des 15% de cotation extrêmes (le nombre éliminé est toujours arrondi) et exprimée avec trois décimales.

D'une manière générale, les taux ont tendance à augmenter avec la durée, mais dans une faible mesure compte tenu d'un horizon qui reste celui du court terme.

**Les principaux taux d'intérêt du marché  
interbancaire de la zone euro (en %)**

	08/11/2011	09/11/2011	10/11/2011	11/11/2011	14/11/2011
<u>EONIA</u>	1,219	0,769	0,736	0,733	0,738
<u>EURIBOR - 1 mois</u>	1,215	1,209	1,204	1,201	1,200
<u>EURIBOR - 3 mois</u>	1,474	1,470	1,464	1,462	1,459
<u>EURIBOR - 6 mois</u>	1,692	1,691	1,689	1,688	1,685
<u>EURIBOR - 9 mois</u>	1,871	1,871	1,867	1,864	1,859
<u>EURIBOR - 12 mois</u>	2,040	2,036	2,033	2,032	2,026

Le marché interbancaire a une importance primordiale, puisque c'est sur cette place que les banques à la recherche de liquidités, en trouvent, soit auprès des banques excédentaires, soit auprès de la BCE au travers de ses appels d'offre.

Les taux du marché interbancaire sont situés :

- À un niveau supérieur à celui du taux OPR, le spread (écart) n'excède guère quelques dixièmes de points, sauf dans l'hypothèse d'une défiance marquée entre établissements financiers (ce qui était le cas pour la crise des subprimes).

- toujours à un niveau inférieur à celui des facilités de prêt marginal, car plus l'EONIA s'approche de ce taux, plus les banques sont incitées à recourir systématiquement à cette facilité.

Au final, les opérations d'open market servent à piloter le taux d'intérêt au jour le jour, tandis que les facilités permanentes le maintiennent dans un corridor.

→ La relation entre l'évolution des variables économiques et celle des taux directeurs est appelée « fonction de réaction » des autorités monétaires. La plus connue de ces fonctions de réaction est la **règle de Taylor**, qui relie le taux d'intérêt ( $i$ ) décidé par la Banque Centrale au taux d'inflation de l'économie et à l'écart entre le niveau de PIB ( $y$ ) et son niveau potentiel ( $y^*$ ).

Soit  $i^{\circ}$  le taux d'intérêt neutre à long terme,  $p$  le taux d'inflation courant,  $p^*$  la cible d'inflation de la Banque Centrale, l'équation s'écrit :

$$i = i^{\circ} + 0.5 (p - p^*) + 0.5 (y - y^*)$$

Le taux d'intérêt doit être égal à la croissance potentielle augmentée du taux d'inflation toléré dans la zone de référence lorsque la croissance économique est sur une trajectoire d'équilibre. Le taux directeur doit ainsi être majoré lorsque l'inflation dépasse sa cible ou quand l'économie en est surchauffe.

Notons que les objectifs de politique économique peuvent être contradictoires, lorsqu'il y a stagflation, l'inflation dépasse sa cible alors que l'économie est en sous-emploi. De même, il est possible de modifier les pondérations liées à l'activité économique et l'inflation, mais au risque d'augmenter la volatilité des taux d'intérêt des Banques Centrales.

Dans la pratique, les banques centrales ont un mode de détermination des taux d'intérêt plus ou moins opaque, signe d'une pratique discrétionnaire. Cependant, la règle de Taylor permet d'apprécier la politique mise en place par les autorités monétaires.

## D. Les canaux de transmission de la politique monétaire

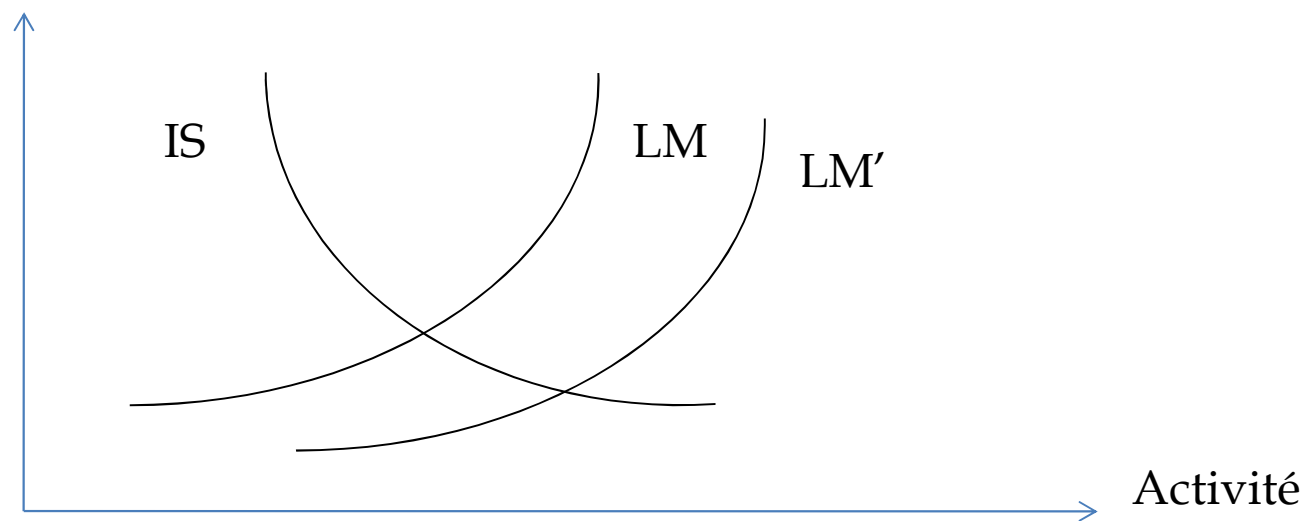
Les instruments de politique monétaire agissent sur l'économie réelle à partir de plusieurs canaux. On distingue généralement deux types de canaux, les canaux objectifs passant par les mécanismes des taux d'intérêt, du taux de change, des actifs financiers, du crédit et les canaux subjectifs renvoyant au signal de l'information.

### *1/ Le canal des taux d'intérêt*

Dans l'approche keynésienne, plus précisément le modèle IS - LM, lorsque l'offre de monnaie augmente alors que les prix sont constants (rigides à court terme), ceci entraîne une baisse des taux d'intérêt court (déplacement de LM vers la droite) qui incite les entreprises à investir, ce qui accroît la demande globale en raison du multiplicateur (propension à consommer). Cette approche peut sembler d'un premier abord quelque peu fragile, la politique monétaire joue essentiellement sur les taux d'intérêt nominaux à court terme alors que la décision d'investir se fonde plutôt sur les taux d'intérêt réels à long terme.

*IS - LM*

Taux d'intérêt



Or cette explication reste robuste, le taux directeur courant et sa trajectoire future anticipée détermine assez largement le taux d'intérêt réel à court, moyen et long terme, les anticipations d'inflation étant rigides à court terme.

Pour comprendre cette relation (Loisel, Mésonnier, 2009), il faut préciser qu'il existe, sur les marchés financiers, un grand nombre de taux d'intérêt, dont chacun correspond à une durée et une catégorie d'emprunteurs. On peut les représenter par une « courbe de taux » qui définit, pour une catégorie d'emprunteurs donnée, le taux des emprunts à chaque maturité (3 mois, 6 mois, 1 an... 30 ans). La courbe des taux est généralement positive (les taux à long terme étant supérieurs aux taux à court terme).

C'est à travers cette courbe des taux que les changements de taux directeurs, autrement dit la politique monétaire, se diffusent à l'ensemble de l'économie. La forme de la courbe des taux est donc essentielle pour la transmission de la politique monétaire. Elle dépend de trois facteurs :

- (i) l'évolution anticipée des taux courts (si les marchés financiers anticipent une hausse des taux courts, les taux longs vont également augmenter).
- (ii) L'incertitude qui affecte ces anticipations (elle se matérialise par une prime de risque). C'est une des raisons pour lesquelles les Banques Centrales s'attachent à préserver leur crédibilité.
- (iii) Les taux longs sont affectés par l'offre et la demande de titres aux différentes échéances. Si le déficit budgétaire est important, l'Etat va émettre plus de titres, leur offre s'accroît, leur prix baisse, et le taux d'intérêt que doit consentir l'Etat doit s'élever.

Ainsi en déterminant son taux directeur, la Banque Centrale vise à agir sur l'ensemble des taux qui affectent l'économie nationale. Une variation du taux directeur va provoquer un déplacement de la courbe des taux. Si la Banque Centrale est crédible, elle peut à travers sa communication, influencer les anticipations d'inflation future.

## *2/ Le canal du crédit*

Les variations de la liquidité bancaire influencent la capacité des banques de crédit à consentir des prêts. En fait, le canal du crédit se situe dans le prolongement du canal des taux. En effet, il joue non sur les conditions de financement (recours au marché) mais sur le volume et les conditions de prêts bancaires. Ce canal suppose cependant que le crédit puisse être rationné sans que les taux d'intérêt viennent équilibrer l'offre et la demande (logique keynésienne).

En pratique, ce canal sera plus efficace dans les zones où l'intermédiation bancaire est la plus forte. Ainsi, dans la zone euro, les banques assurent 75% du financement de l'économie (contre 10% aux Etats Unis). Dans la zone euro, le canal du crédit est donc particulièrement important dans la transmission de la politique monétaire (et ce même si l'on constate un vaste mouvement de désintermédiation depuis les années 80, le taux passe de 71% en 1978 à 41% en 2005, voir annexe 1).

### *3/ Le canal du cours des actions*

Une baisse du taux d'intérêt réduit l'attrait des obligations au profit des actions dont le cours progresse en conséquence, si bien que la valeur boursière des entreprises s'élève par rapport au coût de renouvellement du capital. Ce canal s'appuie sur ce que l'on appelle le ratio « Q de Tobin » (théorie des choix d'investissement).

$$Q = \text{Capitalisation boursière} / \text{Coût de renouvellement du capital}$$

James Tobin (1969) a proposé de suivre un ration dit « Q moyen », rapport de la valeur boursière de la firme à son capital au coût de remplacement. En effet, sous l'hypothèse de l'efficience des marchés financiers, la valeur du marché d'une firme est exactement égale à la somme actualisée de ses flux de profit futurs. Un Q moyen supérieur à 1 révèle que le marché anticipe une profitabilité de l'investissement au-delà de son coût.

#### *4/ Le canal du taux de change*

Une baisse des taux d'intérêt rend la monnaie moins attractive, entraînant sa dépréciation et donc une baisse des prix nationaux par rapport aux prix étrangers. Il en résulte une hausse des exportations favorable à la production nationale. En revanche, l'augmentation du prix des importations renforce l'inflation, et donc une dégradation de la compétitivité des produits nationaux.

#### *5/ Le canal de l'information*

Plus subjectif, le canal de l'information occupe une place importante dans la stratégie des banques centrales. En premier, elles sont amenées à indiquer par avance leurs intentions afin **d'influencer le comportement des acteurs économiques**, qui adaptent leur comportement sur la base d'anticipations concernant l'évolution des rémunérations, de la consommation, de l'emploi... En second lieu, cette action permet de renforcer leur crédibilité.

Les modifications de taux directeur, même minimales (25 points de base) sont régulièrement annoncées, commentées et resituées dans une logique générale de maîtrise de l'inflation ou de soutien commentées, de telle sorte que les anticipations des acteurs économiques diffèrent de ce qu'elles seraient en considération du seul mouvement de taux. D'une certaine manière, on peut avancer que les annonces préalables de changement de taux sont si précises et si argumentées que le canal de l'information aboutit à lisser l'effet de la modification du taux sur la période antérieure, les marchés ayant totalement intégré l'information.

Les mouvements observés sur les taux longs (ceux auxquels l'Etat emprunte, résultat de l'offre et de la demande) permettent ainsi, dans une certaine mesure, d'évaluer la portée de l'action d'une Banque Centrale. On rappelle ainsi que, d'une part, le taux long représente une moyenne des prévisions relatives aux taux d'intérêt à court terme, et que d'autre part, le rendement des obligations d'Etat comprend une prime de risque obligataire (elle dépend de la liquidité du titre, du risque de défaut de paiement, de l'incertitude sur les rendements anticipés).

Si l'on suppose une prime de risque obligataire constante, une baisse des taux longs par rapport aux taux courts signifie qu'une baisse des taux courts est plausible. Cette anticipation d'un assouplissement de la politique monétaire correspond :

- (i) à l'anticipation d'un repli de l'inflation;
- (ii) à l'anticipation d'un ralentissement économique.

Si la Banque Centrale baisse ses taux directeurs (ce qui diminue les taux courts), une baisse des taux longs signifie que son action est jugée durable et ne crée pas de risques inflationnistes.

La crédibilité acquise par les banques centrales dans le domaine de la maîtrise de l'inflation est donc primordiale.

## II. LA POLITIQUE MONETAIRE CONTEMPORAINE

Face à la crise financière, les banques centrales ont répondu avec vigueur en utilisant tous les leviers possibles.

### **A. La politique monétaire et la crise**

A partir de septembre 2007, l'annonce par 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 remboursées) et celles qui étaient à court de liquidité, ne trouvaient plus les prêts nécessaires à leurs activités. **La crise de liquidité menaçait donc de se transformer en crise de solvabilité.** Les banques centrales ont été obligées de modifier leurs instruments habituels d'open market. En septembre 2008, la faillite de Lehman Brothers accroît les craintes de faillite du système bancaire international. Les banques centrales ont dû avoir recours à des instruments non conventionnels.

#### *1/ Assouplissement des conditions de refinancement*

Pour rétablir la confiance, les banques centrales sont intervenues massivement sur le marché interbancaire. Elles ont principalement assouplies leurs conditions de refinancement pour que les banques commerciales puissent se procurer de la liquidité.

Les assouplissements de la politique monétaire ont pris plusieurs formes :

→ Allongement de la maturité des opérations de refinancement

Dès septembre, la BCE a augmenté la part de ses refinancement à trois mois (en avril 2008, des opérations d'une durée de 6 mois ont même été introduites) et réduit la part de ses financements à court terme (semaine) A partir du 15 octobre 2008, les adjudications se sont faites sans limite et à taux fixe.

→ Elargissement de la gamme des actifs acceptés en garantie

Les titres comme les ABS (Asset Backed Securities) et les RMBS (Residential Mortgage Backed Securities) ont été acceptés par toutes les grandes banques centrales. A partir du 22 octobre 2009, la liste des actifs éligibles a été élargie (notation minimale des titres apportés en garantie est passée de A- à BBB-).

→ Accroissement des volumes acceptés en refinancement (hausse de la monnaie banque centrale en circulation, notamment à la suite de la faillite de Lehman Brothers). Il s'agit en fait d'un élargissement des contreparties. Aux Etats Unis, les banques d'investissement ont eu accès aux facilités de prêt de la FED.

→ La coordination des banques centrales a cherché à rassurer les marchés sur la fourniture de liquidités (signature d'accords de SWAPS : si une banque européenne a besoin de dollars pour assurer ses activités , elle peut se tourner vers la BCE).

## *2/ Le rôle de prêteur en dernier ressort*

Le premier rôle des banques centrales est d'assurer la stabilité financière, c'est-à-dire le bon fonctionnement des marchés financiers. Elles sont donc le fournisseur ultime de la liquidité. On évoque ici le **rôle de prêteur en dernier ressort**.

Les banques centrales ont ainsi accordé à titre exceptionnel et dans une situation de crise, des prêts à court terme aux banques commerciales en proie à des problèmes de liquidité. C'est ainsi qu'après la faillite de Lehman Brothers (sept 2008), la BCE a accepté toutes les demandes de refinancement des banques commerciales. Toutes les banques centrales nationales ont fourni des liquidités d'urgence aux établissements bancaires qui n'étaient pas en mesure de fournir des garanties appropriées au marché.

Ces interventions ont soulevé de nombreuses controverses, pointant du doigt le problème de l'aléa moral : en sauvant les banques commerciales (qui pour certaines, ne le méritaient pas), l'intervention des banques centrales ne peut qu'encourager ces dernières à prendre des risques inconsidérés. Les banques commerciales comptent donc sur l'intervention salvatrice des banques centrales.

### 3/ Les mesures exceptionnelles

Lorsque les politiques des banques centrales visant à baisser les taux directeurs se sont révélées insuffisantes (taux de 0.25% pour le FED, taux de 1% pour la BCE) pour relancer le crédit et générer des liquidités, celles-ci ont du adopter des mesures non conventionnelles. Elles ont en particulier créé massivement de la monnaie banque centrale. Elles ont acheté des titres, notamment des emprunts d'Etat et des obligations d'entreprises. Dans un premier temps, les banques ont acheté ces titres aux banques commerciales. Celles-ci ont ainsi vu leur compte alimenter en liquidités supplémentaires. Cependant elles ont préféré laisser ces réserves sur leur compte bancaire à la banque centrale (volonté de restaurer leur bilan) plutôt de d'accorder des crédits supplémentaire. Dans un second temps, les banques centrales ont acheté des titres à d'autres acteurs économiques (entreprises, fonds d'investissements).

Par mesures exceptionnelles, il faut entendre ici deux types de politiques : les politiques d'assouplissement quantitatif et les politiques d'assouplissement du crédit.

→ Les politiques d'accroissement quantitatif de la base monétaire (également qualifiées de « *quantitative easing* ») substituent une stratégie de quantité élevée de disponibilités à une politique des taux d'intérêt (inefficace car des taux trop bas). Cette politique s'est traduite par l'acquisition de titres publics par la banque centrale. L'assouplissement quantitatif modifie le passif du bilan. Cette politique est particulièrement intéressante dans des pays où l'intermédiation bancaire est forte.

→ Les politiques d'assouplissement des conditions de crédit (également qualifiées de « *credit easing*») consistent à racheter des titres représentatifs des crédits à l'économie (billets de trésorerie, obligations privées, bons hypothécaires). Il s'agit à la fois de faire revivre le marché des titres, de détendre le refinancement interbancaire et de stimuler le financement de l'économie. Ces pratiques modifient l'actif du bilan (il s'agit d'un changement dans la nature des titres composant l'actif du bilan). Elles sont efficaces dans des pays où l'intermédiation bancaire est faible (les crédits des ménages sont largement titrisés).

Durant la crise des subprimes, les banques centrales ont eu recours à ces deux types de politiques. Au mois de novembre 2008, la FED s'est ainsi engagée dans un programme d'achat de titres hypothécaires pour un montant de 500 milliards de \$. En mars 2009, elle a porté ce plan à 750 milliards de \$ et adopté une politique de « *quantitative easing* » en annonçant le rachat de 300 milliards de \$ de bons du Trésor de maturité moyenne. La Banque d'Angleterre (BoE) a annoncé le 5 mars 2009 qu'elle se portait acheteuse de titres (dont des titres privés, pour un montant de 50 milliards, et des titres publics d'une maturité comprise entre 5 et 25 ans) pour une valeur de 150 milliards de livres. En mai 2009, la BCE a annoncé qu'elle rachetait des « *covered bonds* » (titres de dettes émis par les banques reposant sur un ensemble de créances) pour un montant de 60 milliards d'€ afin de desserrer la contrainte de refinancement des banques commerciales et relancer la distribution de crédit.

Si ces mesures non conventionnelles associées aux plans nationaux de rachat d'actifs douteux (le Troubled Asset Relief Program [TARP] américain s'est fixé engager à stabiliser le système financier à hauteur de 700 milliards d'euros d'actifs) ont ramené la confiance sur le marché interbancaire, elles soulèvent dans le même plusieurs questions :

- Dans le cadre de ses opérations d'open market, la BCE peut agir sur la liquidité en se portant acheteuse ou vendeuse de titres. Parmi les titres éligibles, il y a ceux des banques commerciales, des institutions internationales et supranationales, le secteur privé et le secteur public. Techniquement, la BCE peut ainsi acquérir des titres de dettes publiques. Or l'article 21.1 du protocole n°4 sur les statuts du SEBC et de la BCE (TUE, 2008) stipule que : « *Conformément à l'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, il est interdit à la BCE et aux banques centrales nationales d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la BCE ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite* ». Cette interdiction avait pour objet de supprimer toute possibilité de recourir à la monétisation de la dette publique afin de sauvegarder les fondements de l'UEM (Pacte de Stabilité et de Croissance, processus inflationniste de la monétisation de la dette publique, indépendance de la BCE...).

- La stratégie de création monétaire des banques centrales doit être avant tout crédible. En d'autres termes, l'acceptation de la monnaie banque centrale doit se faire en contrepartie d'actifs (souvent risqués). La Banque centrale = Bad Bank (structure dédiée à l'amortissement des actifs douteux pour contingenter les risques) ?

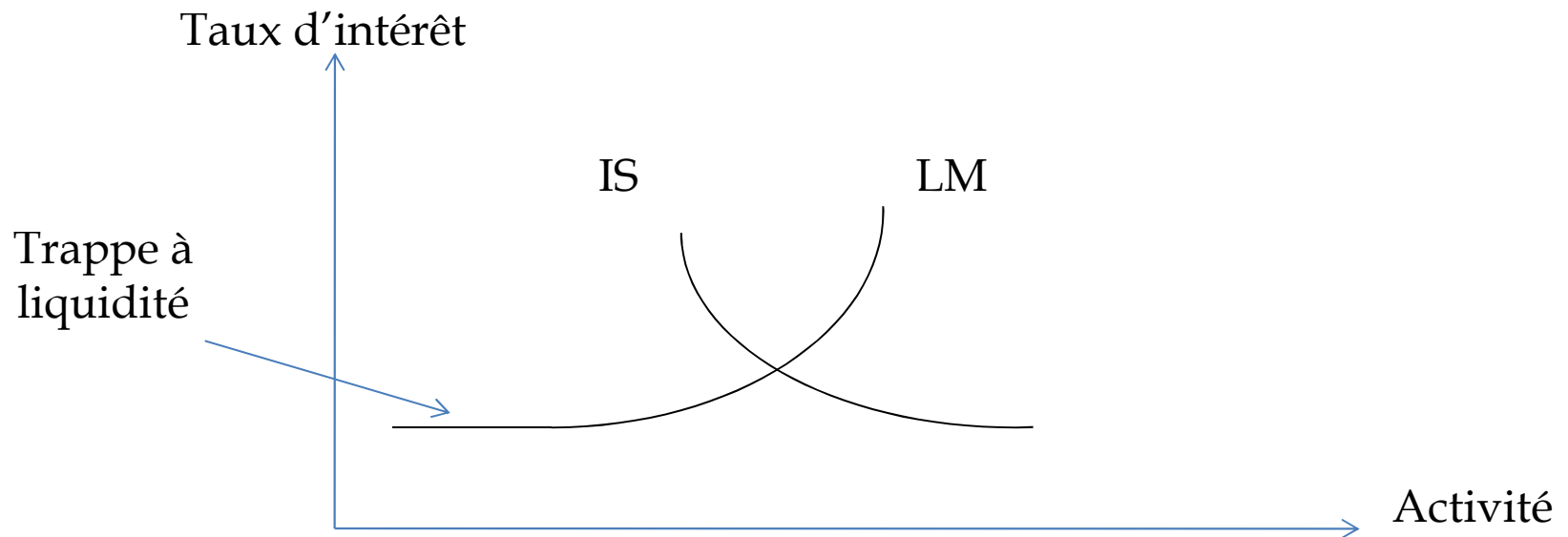
- Le risque inflationniste de ces mesures. Les banques centrales vont notamment devoir préciser ce qu'elles comptent faire de ces liquidités à moyen terme. Dans le cas contraire, les agents économiques vont anticiper une hausse de l'inflation. On peut notamment s'interroger sur la stratégie qui sera suivie par les banques centrales (leur capacité à maîtriser l'inflation peut générer un différentiel de crédibilité).

## **B. La redéfinition du Policy Mix**

La politique monétaire ayant vite atteint ses limites (taux proches de 0), le mécanisme keynésien de la *Trappe à liquidité* semble appeler à un policy mix, c'est-à-dire à un recours massif à l'outil budgétaire. Stratégie qui n'a pas été suivie par les économies développées, soumises à un endettement massif.

## 1/ Une politique monétaire inopérante

→ La notion de préférence pour la liquidité désigne une situation où la politique monétaire est inefficace. En effet, selon Keynes, il existerait un taux critique, pour lequel la demande de monnaie est inélastique (préférence pour la monnaie absolue). Une politique monétaire qui viserait à relancer l'économie via la baisse des taux d'intérêt serait inefficace si les agents, malgré la faiblesse des taux et la disponibilité de l'argent, ont tendance à ne pas dépenser (phénomène illustré par le modèle IS - LM).

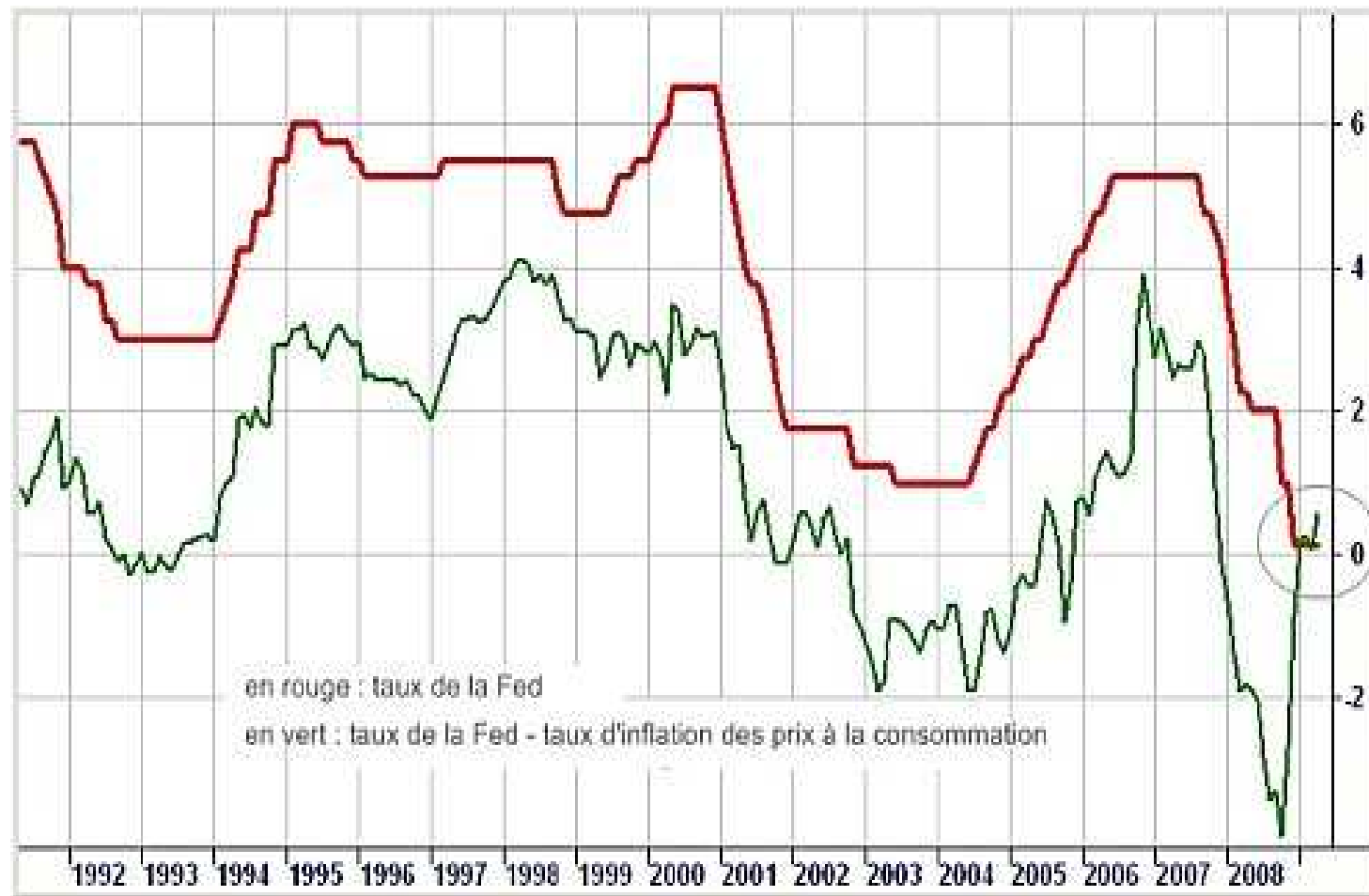


Si une politique monétaire expansionniste n'a aucun impact, en revanche, la politique budgétaire se révèle très efficace puisqu'elle ne génère désormais plus d'effet d'éviction (les taux d'intérêt n'augmentent pas).

→ Il faut cependant préciser un point important : *l'existence d'une trappe à liquidité doit être mise en relation avec les anticipations sur l'évolution des taux réels* (taux nominal - taux d'inflation). En effet, si les taux d'intérêt nominaux sont très faibles mais les anticipations d'inflation très fortes, les agents économiques vont rester attentistes. Seul un taux d'intérêt bas (voire négatif) peut constituer une incitation à consommer et à investir. Pour que la baisse des taux d'intérêt soit efficace, il est donc nécessaire que l'inflation ne diminue pas aussi rapidement que les taux nominaux. Il se peut cependant, dans le cas d'une crise sévère, que l'inflation chute plus rapidement que les taux d'intérêt nominaux. Dans ce cas, la hausse des taux d'intérêt réels ralentit l'activité économique. C'est cette situation que l'on a observé fin 2008 - début 2009 dans la zone euro, et surtout aux Etats-Unis.

Un pays confronté à une telle situation, est menacé d'une baisse continue du niveau des prix. On parle de *déflation*, phénomène plutôt rare, mais qui est tenace (exemple de la crise de 1929 et du cas japonais depuis 1993).

## Evolution des taux d'intérêt réels aux Etats-Unis



Quel est l'intérêt d'emprunter même à très bas coût si les prix baissent ?  
Le taux réel ne baisse pas, il monte au contraire.

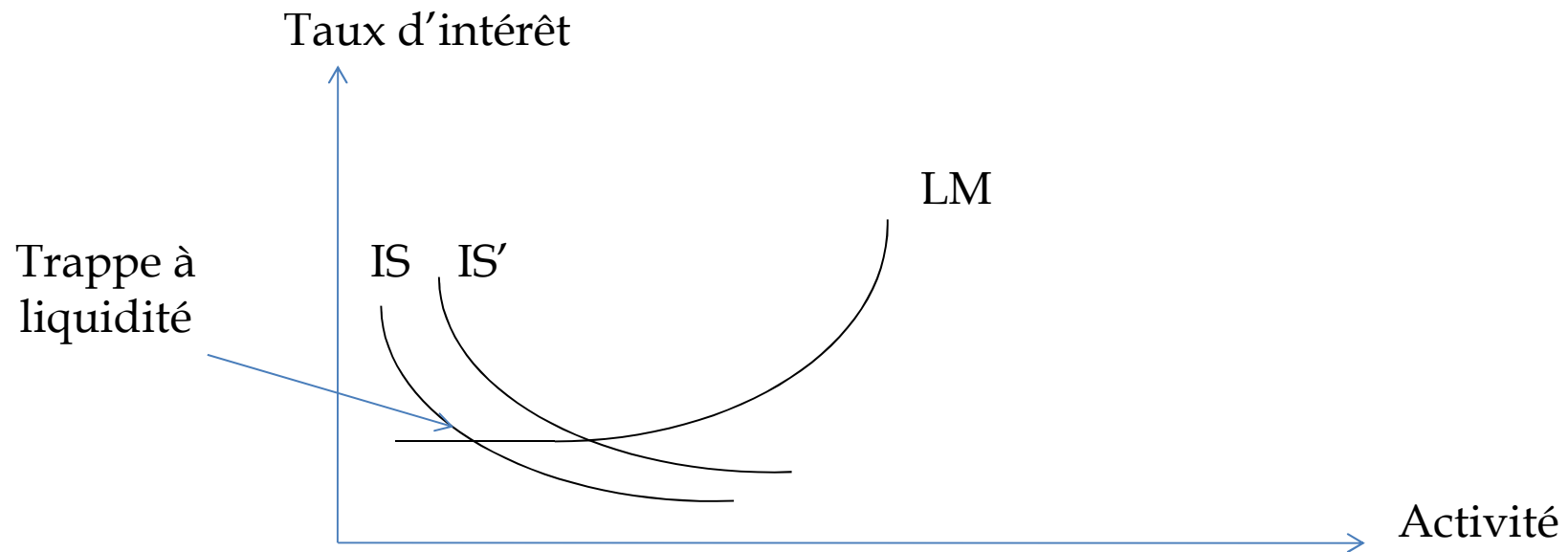
Depuis, la Fed a invoqué indirectement le 21 septembre 2010 le risque de déflation en raison de pressions désinflationnistes persistantes et annoncé qu'elle mettra tout en oeuvre pour contrer ces pressions si besoin avec de nouvelles mesures exceptionnelles. On le voit **la question des anticipations d'inflation occupe une place centrale dans cette analyse.**

→Le spectre de la déflation constitue un scénario crédible. D'une part, l'anticipation de nouvelles baisses de prix de la part des ménages et des entreprises repoussent leur décision de consommer et d'investir. D'autre part, un mécanisme de déflation de la dette (la vente d'actifs diminue les prix et augmente la dette nette, obligeant de nouvelles ventes pour faire face aux échéances) peut s'enclencher. Entre l'été 2008 et janvier 2009, l'indice des prix à la consommation a reculé de 2.9% en Europe, 5.6% aux Etats-Unis et 6% en Chine.

## *2/ Des politiques budgétaires vigoureuses*

Pour éviter un tel scénario, **des politiques budgétaires de relance vigoureuses ont été nécessaires pour surmonter le risque de déflation.** Ces politiques de soutien ont été financées par des déficits et de la dette publique. En répondant aux demandes des agents économiques, désireux de se reporter sur des titres publics, ces politiques ont neutralisé la dépression en chaîne en substituant de la dette publique à de la dette privée (très suspecte).

Si l'on se replace sur le graphe IS/LM, l'efficacité de la politique budgétaire apparaît à l'endroit de l'aplatissement de LM. Ainsi dans un contexte de trappe à liquidité, la politique budgétaire retrouve toute son efficacité : il n'y a pas d'éviction de l'investissement privé par l'investissement public. Naturellement, cette représentation ne s'inscrit que dans une économie fermée et les relances budgétaires ne sont efficaces que si tous les pays actionnent en même temps ce dispositif. Dans le cas contraire, la balance extérieure se détériorerait et l'activité nationale se réduirait.



## C. Quelles évolutions ?

Notre relation à la croissance économique (lente en Europe) et les enseignements de la crise que nous sommes en train de traverser plaident à la fois pour une politique davantage tournée vers l'activité économique et une politique plus prudente au regard de l'évolution de la masse monétaire en circulation.

*1/ Des politiques monétaires qui ont pesé sur l'activité*

→ Un risque d'inflation surévalué ?

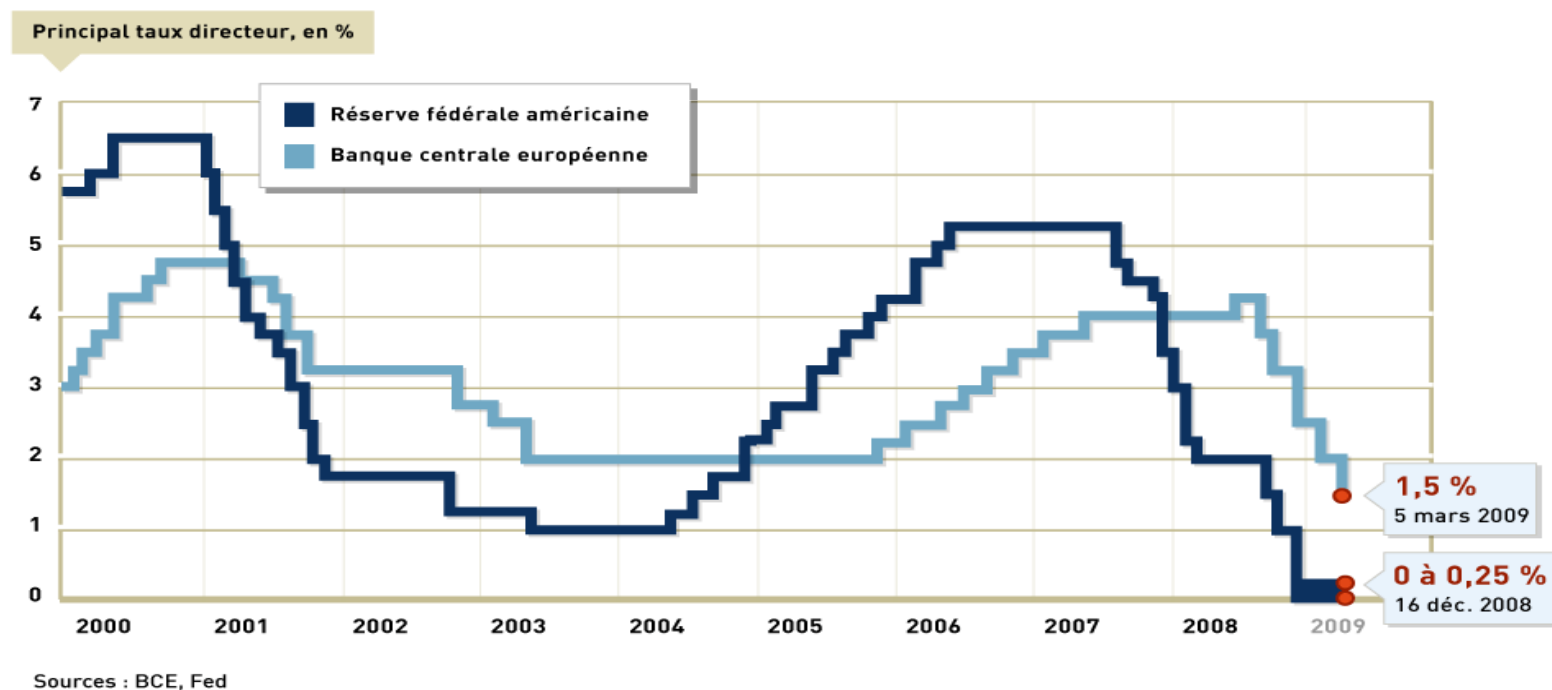
La contestation de l'objectif unique de stabilité des prix dans la zone euro ne date pas d'hier. Dans sa lettre n°278 du 2 décembre 2008, l'OFCE notait qu'il ne fallait pas « surestimer les risques d'inflation dans la zone euro ». Par ailleurs, comme le cadre de l'UEM empêche le financement monétaire des déficits publics, on peut se demander si la politique monétaire de la BCE n'a pas été marquée par une rigueur excessive (hausse du taux d'intervention jusqu'en juillet 2008).

Lorsque l'inflation a diminué (baisse du prix du pétrole), la BCE a changé d'orientation en abaissant ses taux à partir d'octobre 2008. Malheureusement, la politique monétaire n'a pas produit tous les effets escomptés en raison de la défiance persistante des établissements de crédit (ensemble du refinancement interbancaire étant bloqué) → apparition de la trappe à liquidité.



→ Des taux d'intérêt réels élevés

Face à la crise, la BCE ne s'est pas engagée dans un mouvement de baisse de ses taux directeurs aussi radical que la FED ou la Banque d'Angleterre. Or dans un contexte de récession accompagné d'un fort recul de l'inflation, une augmentation des taux d'intérêt réels peut s'avérer procyclique et entraîner l'économie dans une spirale inflationniste.



## *2/ Articuler politique monétaire et politique macro-prudentielle ?*

→ La responsabilité de la FED dans la crise

La politique d'Alan Greenspan, gouverneur de 1987 à 2006 de la FED, a consisté à pratiquer des taux bas afin de soutenir l'activité, notamment à la suite de l'explosion de la bulle internet en 2000. Or, cette politique s'est poursuivie jusqu'en 2004 alors que la production progressait à nouveau rapidement (plus de 3%). L'abondance de liquidités aurait ainsi favorisé d'importants investissements immobiliers, une hausse continue des prix du secteur et une forte progression des prêts hypothécaires. A partir de 2007, la baisse des prix de l'immobilier aux Etats Unis conjuguée avec la remontée des taux d'intérêt, a conduit de nombreux emprunteurs au défaut de paiement et des établissements spécialisés dans le crédit immobilier à la faillite.

→ Quelle régulation ?

Si les banques centrales ont un rôle essentiel pour assurer la stabilité financière (prêteur en dernier ressort), on peut noter qu'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix, n'est pas une condition nécessaire et suffisante pour garantir la stabilité financière.

- Il conviendrait de diversifier les objectifs de politique monétaire en direction de la régulation des prix des actifs. A cet égard, il n'est pas anodin d'observer que la période qui a précédé la crise, était caractérisée par une forte croissance de l'agrégat M3 bien supérieure à M1. Or M3 comprend certaines placements et actifs financiers alors que M1 représente la monnaie stricto sensu, celle qui alimente le circuit économique (consommation et production).



-Dans le cadre d'une régulation macro-prudentielle, les banques centrales pourraient chercher à freiner l'expansion du crédit lorsqu'il nourrit des bulles spéculatives. Dès lors, les banques ne se limiteraient plus à un objectif de prix concernant les biens et services, mais étendraient leur surveillance au volume du crédit et au prix des actifs. S'il semble difficile d'assigner aux taux directeurs, un rôle de levier central pour exercer une régulation macro-prudentielle. Certaines solutions peuvent être trouvées dans : (i) la réactivation de réserves obligatoires permettant à la banque centrale de jouer sur les crédits; (ii) de déterminer un repère – évolution du crédit au secteur privé qui soutient la croissance potentielle – au regard duquel un éventuel excès de crédit serait identifié.

→ Quelles marges de politique monétaire dans un contexte de fort endettement public ?

Après la crise, des doutes ont été émis sur la soutenabilité des endettements publics. Au vu des niveaux d'endettement, un effet « boule de neige » de la dette publique subsiste tant qu'une croissance robuste ne s'installe pas. Les émetteurs souverains seraient contraints d'augmenter leurs emprunts. La capacité d'absorption du marché de ces emprunts est fonction de la disponibilité de l'épargne et de son appréciation des risques encourus. Si la préférence des épargnants pour la sécurité s'érode, la propension à investir dans les titres publics diminue.

D'une manière générale, l'augmentation des dettes publiques représente une sorte de point de fixation « une bulle de la dette publique » qui fragilise le système financier au-delà d'un certain stade d'accumulation (exemple de l'Islande, de la Grèce...). Les marchés réagissent par une course vers la qualité, dont les baisses successives de notation accordées à la dette des Etats, donnent un aperçu des enchaînements possibles.

La politique monétaire est ainsi soumise à des contraintes d'objectifs contradictoires représentant pour les autorités monétaires un dilemme embarrassant :

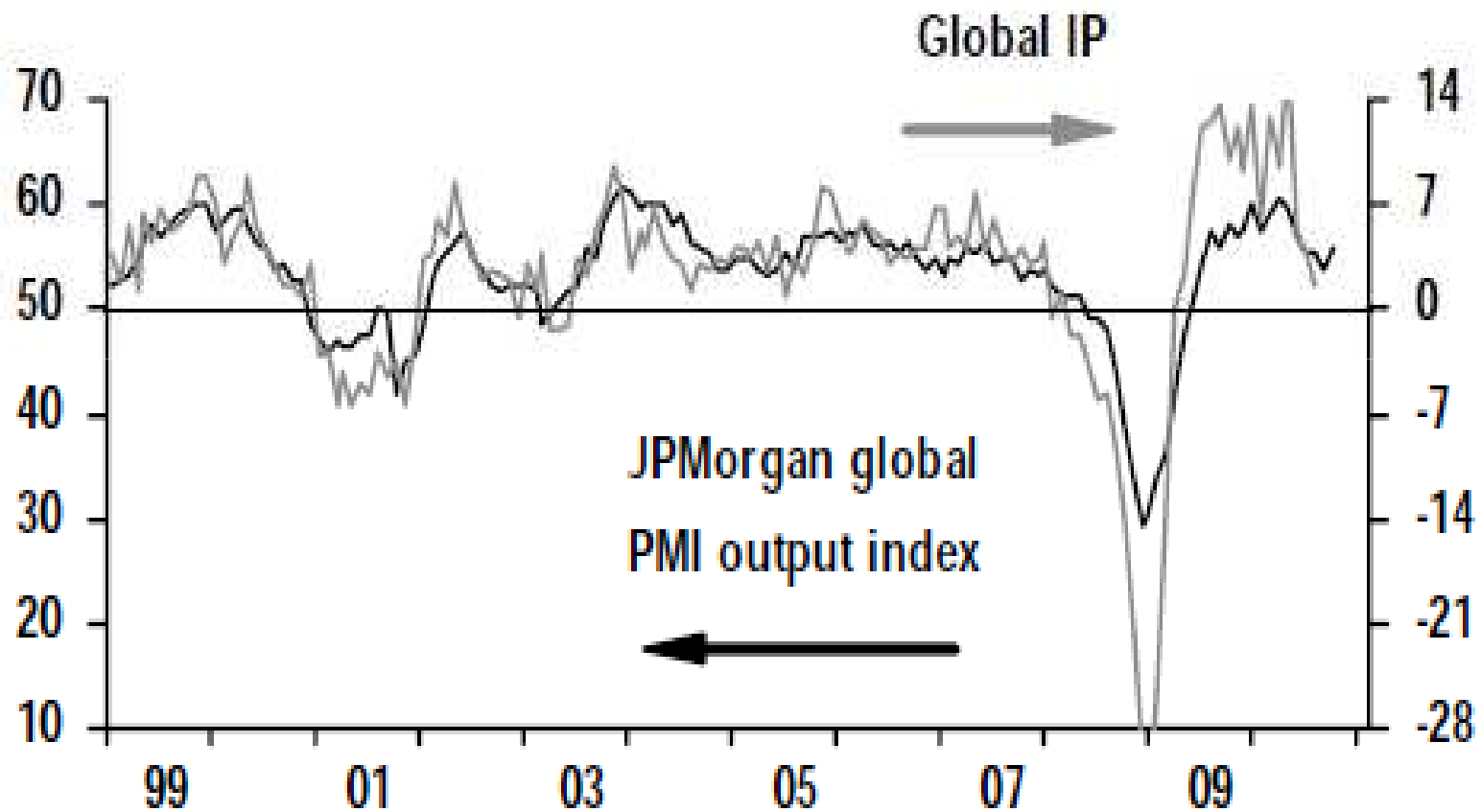
- D'un côté, elles peuvent estimer que la lutte contre l'inflation implique un retour à des interventions plus orthodoxes, notamment la discipline budgétaire.
- De l'autre, elles peuvent redouter un effondrement des marchés obligataires, ce qui les laisseraient seules, pour lutter contre une nouvelle crise ou un autre choc.

Au final, il semblerait que le danger macroéconomique majeur ne soit plus l'inflation, mais bien l'insolvabilité des Etats. Les taux d'intérêt pourraient ainsi être orientés en tant que tel.

# Global manufacturing output

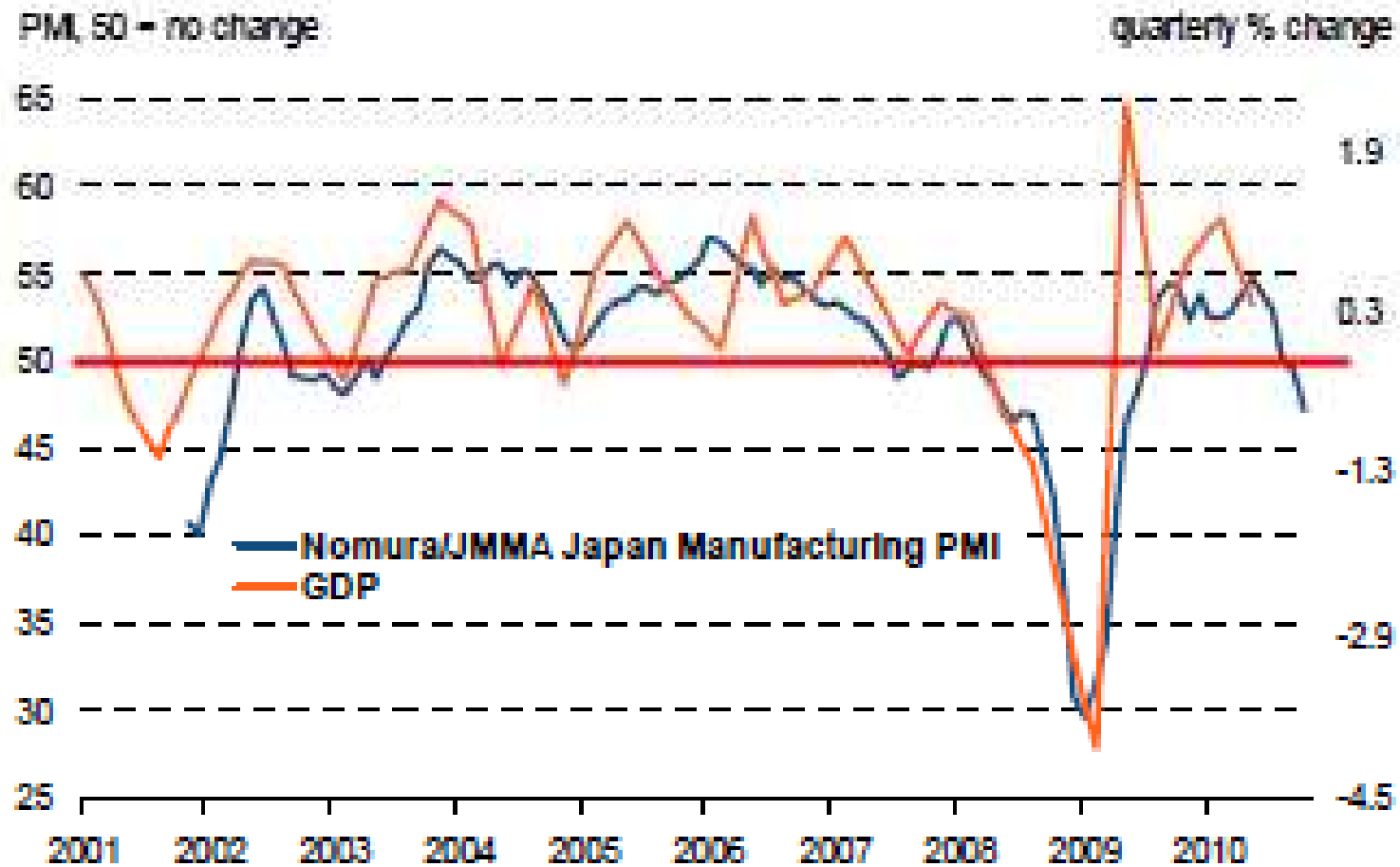
DI, sa

%3m, saar



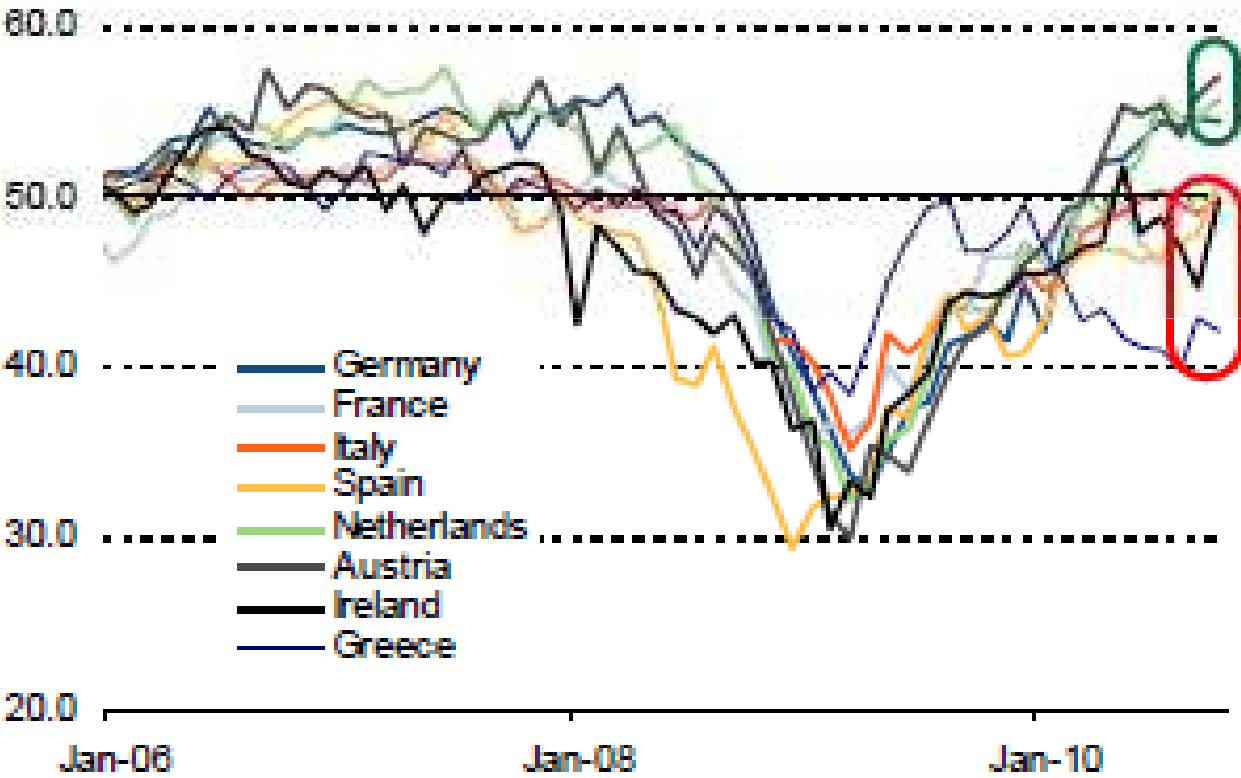


# Nomura/JMMA Japan Manufacturing PMI™



# Job creation was mainly centred on Germany, the Netherlands and Austria

FMI Manufacturing Employment, 50 = no change on month



## Annexe 1 : Création de monnaie et taux d'intérêt

La création de monnaie la plus évidente est celle de l'émission de billets et la frappe de pièces (monnaie fiduciaire) par une banque centrale. C'est pourtant la moins importante en termes de valeur (les billets représentent moins de 10% des encaisses des agents non financiers). L'essentiel de la création monétaire s'effectue au travers des crédits accordés par les banques du second rang à leur client, c'est le fameux adage, « les crédits font les dépôts ». Tout crédit accordé par une banque commerciale augmente la masse monétaire en circulation en créant un dépôt bancaire. Lorsqu'un prêt est accordé, la monnaie nouvelle est créditée sur le compte de l'emprunteur, elle apparaît au passif de la banque, la créance correspondante figurant à l'actif de son bilan.

Le processus de création monétaire est identique lorsqu'une banque acquiert un actif réel ou financier, également porté à l'actif de son bilan. Or l'acquisition de titres négociables par les banques constitue une part non négligeable dans la création monétaire. Cette évolution s'est accompagné d'un processus de « mobiliérisation » croissant, c'est-à-dire d'un financement de l'Etat et des entreprises par une émission de titres (actions, obligations, titres de créance négociable) sur les marchés financiers et monétaires. Ce mouvement s'est traduit par une baisse de la part du crédit dans le financement de l'économie. Si l'on tient compte de la part des crédits bancaires dans la structure de l'endettement intérieur, on constate un vaste mouvement de désintermédiation, le taux passe de 71% en 1978 à 41% en 2005.

Ce mouvement n'est pas sans incidence sur l'activité des banques. En effet, l'actif du bilan qui comprenait surtout des crédits à la clientèle, est désormais composé d'une majorité de titres (création de monnaie par acquisition d'actifs financiers). Le passif du bilan qui comprenait les dépôts de la clientèle, est également composé de titres.

## ANNEXE 2 : La BCE a annoncé le détail des opérations de refinancement dont le règlement interviendra entre le 17 octobre 2010 et le 18 janvier 2011

Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a décidé ce jour de continuer à réaliser ses opérations principales de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la douzième période de constitution de réserves de 2010, le 18 janvier 2011. Cette procédure d'appel d'offres sera également maintenue pour les opérations de refinancement exceptionnelles dont la durée correspond à une période de constitution de réserves, qui continueront d'être effectuées aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à fin 2010. Le taux fixe de ces opérations de refinancement exceptionnelles sera identique à celui retenu lors de l'opération principale de refinancement en cours. En outre, le Conseil a décidé de conduire les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois dont le règlement doit intervenir le 28 octobre, le 25 novembre et le 23 décembre 2010 sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Le taux de ces opérations d'une durée de trois mois sera égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées sur la durée des opérations de refinancement à plus long terme respectives. Le Conseil des gouverneurs a également décidé d'effectuer trois opérations supplémentaires de réglage fin quand les dernières opérations de refinancement d'une durée de six mois et de douze mois arriveront à échéance : une opération d'une durée de six jours dont l'annonce, l'adjudication et le règlement interviendront le 30 septembre 2010 ; une opération d'une durée de six jours dont l'annonce, l'adjudication et le règlement interviendront le 11 novembre 2010 ; et une opération d'une durée de treize jours dont l'annonce, l'adjudication et le règlement interviendront le 23 décembre 2010. Ces trois opérations seront également effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, ce taux étant identique à celui retenu lors de l'opération principale de refinancement en cours.

**Le 2 septembre 2010**

## BIBLIOGRAPHIE

- Artus P. (2001), *Politique monétaire*, Economica.
- Benassy-Quéré A., Coeuré B., Jacquet P., Pisany-Ferry J. (2009), *Politique économique*, De Boeck.
- Benassy-Quéré A., Boone L., Coudert V. (2003), *Les taux d'intérêt*, Repères, La découverte.
- Benassy-Quéré A., Coeuré B. (2010), *Economie de l'Euro*, Repères, La découverte.
- Besson J-L (2004), *Marchés, banques et politique monétaire en Europe*, PUG.
- Blanchard O., Cohen D. (2004), *Macroéconomie*, Pearson Education.
- Bordes C. (2007), *La politique monétaire*, Repères, La découverte.
- Dhordain R., Clodong O. (1993), *Les taux d'intérêt*, Les Editions d'Organisation.
- Landais B. (2008), *Leçons de politique monétaire*, De Boeck.
- Pfister C. (2010), *Politique monétaire, Stratégies et Défis*, De Boeck.
- Tshimanga Kabutakapua P. (2010), *Politique monétaire de ciblage d'inflation*, Presses universitaires européennes.

**Équilibre financier de la Banque de France**  
*(encours en fin d'année et variation, en millions d'euros)*

	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>Variation 09/08</b>
<b>Ressources nettes</b>	186 124	192 769	- 6 645
Ressources fiduciaires nettes	148 235	142 502	5 733
Refinancement bancaire net	2 162	23 749	-21 587
Position nette avec la clientèle	27 417	17 772	9 645
Autres	8310	8 746	- 436
<b>Emplois nets</b>	186 124	192 769	-6 645
Or et devises	26 423	30 426	-4 003
Portefeuilles en euros	76 446	77 857	- 1 411
Position avec l'eurosysteme	83 255	84 486	- 1 231

Source : Banque de France (2010)

	TAUX QUOTIDIENS				
	19/10/2010	20/10/2010	21/10/2010	22/10/2010	25/10/2010
<u>EONIA</u>	0,810	0,843	0,862	0,849	0,859
<u>EURIBOR - 1 mois</u>	0,792	0,806	0,816	0,822	0,830
<u>EURIBOR - 3 mois</u>	1,008	1,016	1,025	1,029	1,032
<u>EURIBOR - 6 mois</u>	1,231	1,239	1,246	1,250	1,253
<u>EURIBOR - 9 mois</u>	1,367	1,374	1,382	1,387	1,390
<u>EURIBOR - 12 mois</u>	1,499	1,506	1,514	1,519	1,521

	MOYENNES MENSUELLES				
	05/2010	06/2010	07/2010	08/2010	09/2010
<u>EONIA</u>	0,3386	0,3489	0,4768	0,4199	0,4431
<u>EURIBOR - 1 mois</u>	0,4230	0,4460	0,5830	0,6400	0,6180
<u>EURIBOR - 3 mois</u>	0,6860	0,7270	0,8480	0,8950	0,8800
<u>EURIBOR - 6 mois</u>	0,9820	1,0120	1,1040	1,1470	1,1370
<u>EURIBOR - 9 mois</u>	1,1210	1,1520	1,2450	1,2900	1,2860
<u>EURIBOR - 12 mois</u>	1,2490	1,2810	1,3730	1,4210	1,4200

Source : Banque de France (26/10/2010)

## Taux directeurs de la Banque Centrale Européenne

Date de valeur des taux des appels d'offres

Dernière décision du Conseil des Gouverneurs : 7 octobre 2010

Prochaine décision du Conseil des Gouverneurs : 5 novembre 2010

<b>A taux fixe</b>		<b>(En pourcentage)</b>	
Date de valeur (a)	Opérations principales de refinancement	Facilités permanentes	
	Appels d'offres à taux fixe	Dépôt au jour le jour	Prêt marginal au jour le jour
13 mai 2009	1.00	0.25	1.75
08 avril 2009	1.25	0.25	2.25
11 mars 2009	1.50	0.50	2.50
21 janvier 2009	2.00	1.00	3.00
10 décembre 2008	2.50	2.00	3.00
12 novembre 2008	3.25	2.75	3.75
15 octobre 2008	3.75		