****

**BANQUE DE FRANCE**

**B. Cherlonneix, P. Jaillet**

**ACADÉMIE D’ORLÉANS-TOURS**

**DAFOP**

**Équipe des formateurs académiques**

**L’évolution de la politique monétaire et de la réglementation bancaire**

-

Canopé Orléans

Mercredi 19 octobre 2016

**SOMMAIRE**

**1. Les programmes qui traitent de notre sujet page 3**

**2. Des ressources documentaires page 4**

**2.1 Les évolutions de la réglementation bancaire et de la politique prudentielle page 4**

**2.2 La Banque centrale et les évolutions de la politique monétaire page 11**

**2.3 La question des coordinations : politiques budgétaire/monétaire,**

**politique monétaire/politique prudentielle, politique monétaire entre**

**les banques centrales page 22**

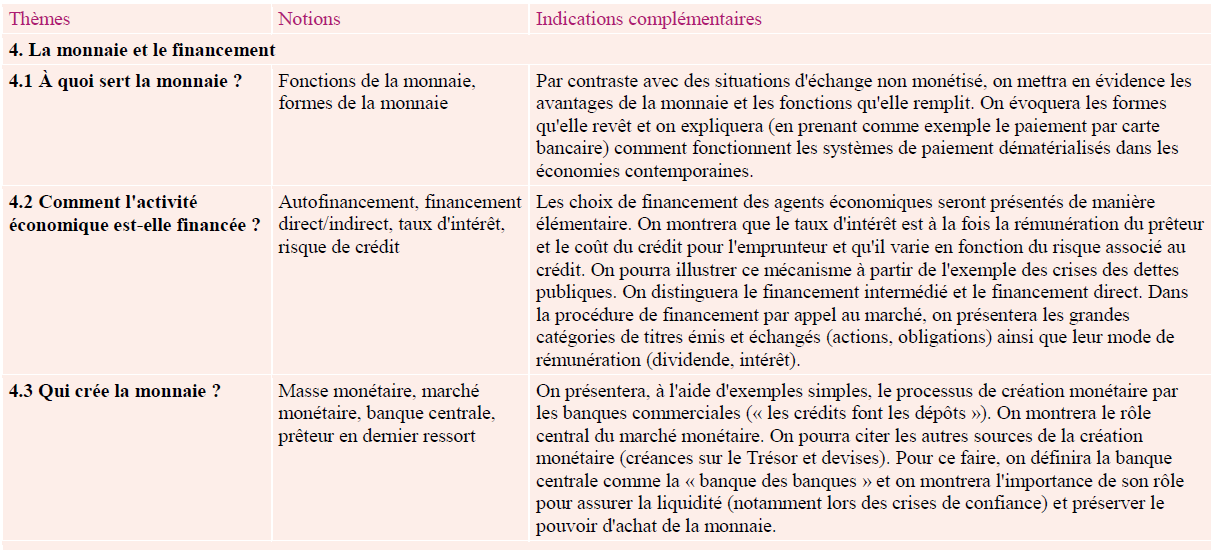
**3. Textes réglementaires relatifs aux sujets du baccalauréat page 27**

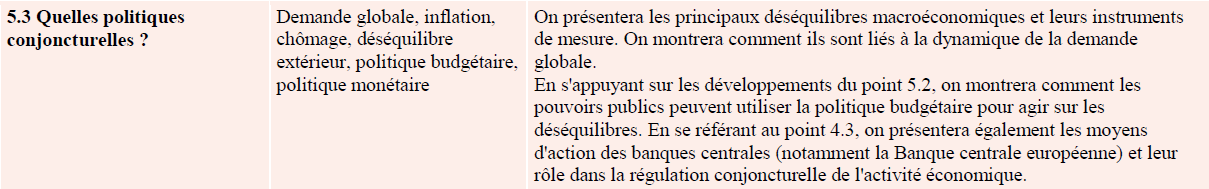
**4. Bibliographie – Sitographie page 28**

***Réalisation du dossier : Arnaud PELLISSIER, équipe des formateurs de formateurs en Sciences économiques et sociales de l’Académie d’Orléans-Tours.***

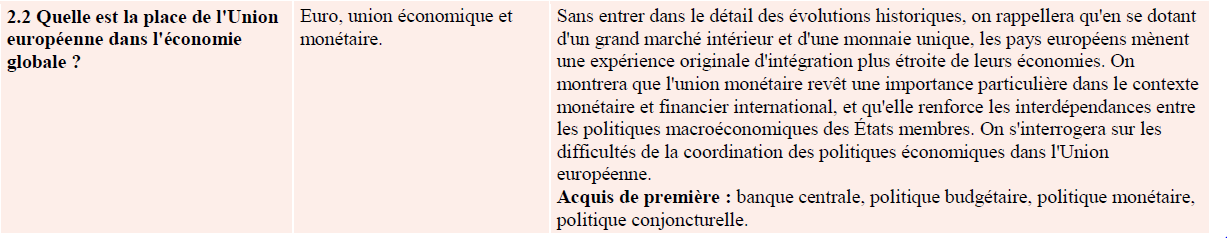
**1. les programmes qui traitent de notre sujet :**

**1.1 niveau première**

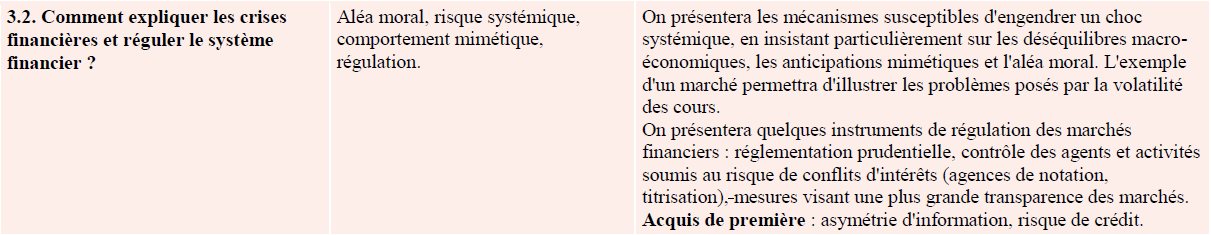




**1.2 niveau terminale, enseignement spécifique**



**1.3 niveau terminale, spécialité économie approfondie**



**2. Des ressources documentaires :**

***Des documents plus ou moins longs afin que chacun puisse y puiser ce qu’il cherche.***

**2.1 Les évolutions de la réglementation bancaire et de la politique prudentielle**

**Document 1 : Le comité de Bâle**

Créé en 1974, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire promeut des normes prudentielles pour les banques. Il s'agit d'une éma­nation de la Banque des règlements internationaux [BRI) - la plus ancienne institution financière internationale, instituée en 1930, qui assure notamment une certaine coordination des banques centrales.

En 1988, les accords de *«Bâle 1* », qui portent sur le risque de crédit (risque de défaut de paiement de l'emprunteur], fixent un ratio Cooke, c'est-à-dire un ratio international de solvabilité qui oblige les banques à proportionner leurs fonds propres à hauteur de 8 % de leurs engagements risqués.

En 2004, les accords de *« Bâle ll »* remplacent le ratio Cooke par le ratio Mc Donough, lequel englobe trois types de risque : le risque de crédit, le risque de marché (risque de pertes résultant des fluctuations des prix des instruments financiers) et le risque opérationnel [risque de pertes provenant de processus internes inadéquats ou défaillants, de personnes et systèmes ou d'événements externes.

En 2010, pour tenir compte de la crise, les accords de *« Bâle III »* incorporent au ratio de solvabilité le risque de liquidité et le risque systémique en renforçant la qualité et la quantité de fonds propres des banques à hauteur d'environ 10,5 % à échéance de 2019.

E. Le Héron, *A quoi sert la Banque centrale européenne ?*, La documentation française 2016

**Document 2 : la distinction entre surveillance microprudentielle et macroprudentielle**

L'expérience des dernières années a mis en lumière l'importante distinction qu'il y a lieu de faire entre la surveillance microprudentielle et la surveillance macroprudentielle. Elles sont étroitement liées, tant par leur nature que par leur fonctionnement. Elles sont toutes deux indispensables. […]

[Le] principal objectif [de la surveillance microprudentielle] est de surveiller la situation d'un établissement financier donné et de limiter ses difficultés, protégeant ainsi les clients de l'établissement en question. […]

L’objectif de la surveillance macroprudentielle est de limiter les difficultés du système financier dans son ensemble afin de protéger l'économie générale de pertes importantes en termes de produit réel. Si la défaillance d'un seul établissement financier peut en théorie entraîner des risques pour le système financier si cet établissement occupe une place assez importante par rapport au pays concerné et/ou possède de multiples filiales/succursales dans d'autres pays, des risques systémiques mondiaux beaucoup plus importants résultent de l'exposition commune aux mêmes facteurs de risque de nombreux établissements financiers. L’analyse macroprudentielle doit donc accorder une attention particulière aux chocs communs ou corrélés et aux chocs touchant les parties du système.

E. Le Héron, *A quoi sert la Banque centrale européenne ?*, La documentation française 2016

**Document 3 : le développement de la réglementation macroprudentielle**

La crise financière a provoqué un revirement des gouvernements et des banques centrales, très fortement attachés, depuis l'automne 2008, à mieux maîtriser les sources d'instabilité financière et à éviter le déclenchenment de nouvelles crises systémiques. Leur action relève désormais du nouveau paradigme macroprudentiel.

D'abord, en ce qui concerne l'appréciation des risques qui pèsent sur les systèmes bancaires. La théorie économique standard du risque bancaire appréhendait celui-ci sur un plan microéconomique, en postulant sa séparabilité et en justifiant sa gestion au moyen d'une diversification des créances ou des engagements de chaque établissement bancaire. Mais les dispositifs de prévention de l'instabilité financière concernent des éco­nomies qui ne sont pas composées d'une juxtaposition de risques individuels, mais d'une combinaison et d'un enchevêtrement d'externalités et d'interdépendances.

En un mot, le risque d'instabilité financière est de caractère systémique. Ensuite, si elle vise la préven­tion de l'ensemble des risques associés aux activités financières des banques, la réglementation prudentielle se doit de répondre à deux objectifs distincts. Elle doit contribuer à la sécurité de chaque intermédiaire ban­caire afin de protéger les déposants ou les actionnaires, face à d'éventuelles défaillances individuelles. Telle est la fonction visée par les dispositifs prudentiels traditionnels, qualifiés de microprudentiels, comme Bâle 1 ou Bâle 2. Mais la réglementation bancaire doit également stabiliser le système monétaire et financier dans sa dimension globale, compte tenu de ses fonc­tions macroéconomiques, et, donc, contenir le risque systémique. Car le risque de défaut d'une institution financière dépend non seulement de l'agrégation de ses propres risques microéconomiques, mais également du cycle macroéconomique, de l'état de confiance et de la situation des autres intermédiaires financiers. En ce sens, la finalité d'une approche macroprudentielle est non seulement d'assurer la stabilité et la continuité des échanges au sein de la sphère financière, mais aussi de limiter le risque qu'une détresse financière induise des pertes significatives en termes *d'output* réel. Celle d'une approche microprudentielle est uniquement de limiter le risque de détresse financière pour des institutions individuelles, indépendamment de leur impact sur le reste de l'économie. Or, les ratios de solvabilité ou d'adéquation des fonds propres des banques répondaient jusqu'ici à la première fonction et n'étaient pas en mesure de contraindre les processus procycliques et déstabilisants. La consolidation des systèmes financiers dans une perspective macroprudentielle doit donc répondre à deux sources principales d'instabilité: la tendance à l'excès de prise de risque en phase haute du cycle; la sous-estimation des effets de contagion à l'intérieur même du réseau que constitue un système financier. Cela s'explique à la fois par des imperfections de marché (problèmes d'incitations, frictions informationnelles, myopie face au désastre ... ) et, surtout, par un ensemble de canaux de propagation des chocs de liquidité ou de solvabilité qui recouvrent deux mécanismes de base: le recours à des niveaux d'endettement excessifs dans les relations interbancaires et des transformations d'échéances déraisonnables, liés notamment à la très forte progression des financements de marchés et des flux interbancaires, surtout depuis 2002. À chaque source de fragilité ou de détresse bancaire doit alors correspondre une réponse réglementaire.

Telle est l'ambition du nouveau dispositif prudentiel, dénommé Bâle 3, que de prévenir les risques systé­miques. Ce nouveau standard a été approuvé fin 2010 par les membres du G20, mais le calendrier de son application s'étend jusqu'en 2019. Si la volonté politique de sa mise en œuvre se maintient, ce *package* prudentiel qu'est Bâle 3 comprendra un ensemble d'innovations réglementaires visant les objectifs suivants: améliorer le volume et la qualité des fonds propres afin que les banques puissent mieux résister à une baisse non-anti­cipée de la valeur de leurs actifs; prévenir les situations d'illiquidité en limitant la transformation d'échéances et le recours aux financements interbancaires à court terme, au moyen de la création de deux nouveaux ratios de liquidité; mieux prendre en compte les expositions aux risques liés aux produits dérivés, aux prises en pensions, aux prêts de titres et au développement des structures de titrisation figurant au hors-bilan; com­pléter les exigences de fonds propres pondérées par les risques, comme dans le *Pilier l* de *Bâle* 2, au moyen d'un autre dispositif, le ratio de levier; et mettre en place des volants contracycliques de fonds propres en présence d'un *boom* du crédit.

Depuis la crise financière, il est donc question d'un *new central banking,* autant sous l'angle des objectifs de la politique monétaire qu'en ce qui concerne la place à accorder aux politiques macroprudentielles. Si la sta­bilité des prix et de *l'output* reste l'objectif final de la politique monétaire, la stabilité financière ne peut plus être considérée comme une dimension négligeable de la stabilité macroéconomique. « Prêtres défroqués de la religion de la stabilité des prix », selon l'expression de Martin Wolf, le chroniqueur du *Financial Times.* Lesbanques centrales se doivent aujourd'hui d'assurer à la fois la maîtrise de l'inflation, la supervision bancaire et la responsabilité des mécanismes de résolution de, faillites bancaires; tel sera le cas de la BCE dans le cadre de l'union bancaire européenne.

A. Cartapanis, *La finance et l’avant-crise : un aveuglement face au désastre*, in *La finance mise au pas*, Cahier Français 375, 07-08/13

**Document 4: l’esprit des accords de Bâle**

**Pourquoi réglementer les banques?**

Une banque n'est pas une entreprise comme les autres. D'une part, elle investit l'argent de ses clients qui ne sont guère en capacité de lui imposer qu'elle le gère dans leur intérêt plus que dans le sien. D'autre part, la faillite d'une banque entraîne pour la collectivité des coûts bien supérieurs à ceux de n'importe quelle autre faillite d'entreprise. La difficulté d'une banque a vite fait de s'étendre à d'autres puisque toutes sont liées financièrement sur le marché interbancaire. Par contagion, une faillite bancaire peut ainsi s'étendre à l'ensemble du secteur et devenir une crise systémique. De plus, le dérèglement ou pire l'interruption des services bancaires sont très paralysants pour l'économie: sans moyens de paiements et sans financement, les échanges ne peuvent plus se dérouler normalement. Le régulateur doit autant veiller à la protection des déposants qu'aux problèmes d'externalités qui viennent d'être mentionnés. La réglementa­tion des banques répond à ces deux objectifs et les exigences de fonds propres en sont devenues l'instrument principal.

**Risque de crédit, risques de marché et risque opérationnel**

Le comité de Bâle s'est en tout premier lieu préoccupé du risque de crédit. C'est le risque auquel la banque s'expose quand elle octroie un crédit. Si l'emprunteur fait défaut, la banque subit une perte. Pour absorber cette perte sans risquer elle-même de faire défaut vis-à-vis de ses créanciers, la banque doit disposer d'un capital suffisant. Exiger des banques qu'elles détiennent un montant de fonds propres proportionnel aux risques qu'elles prennent est une mesure qui permet donc de réduire le risque d'insolvabilité de la banque. La réglementation des fonds propres oblige les banques à déte­nir plus de fonds propres qu'elles ne s'y contraindraient par elles-mêmes.

Les premiers accords de Bâle en 1988 ont recommandé l'adoption du ratio Cooke : un rapport d'au moins 8 % entre les fonds propres et les actifs exposés au risque de crédit (en pondérant ces actifs par le risque).

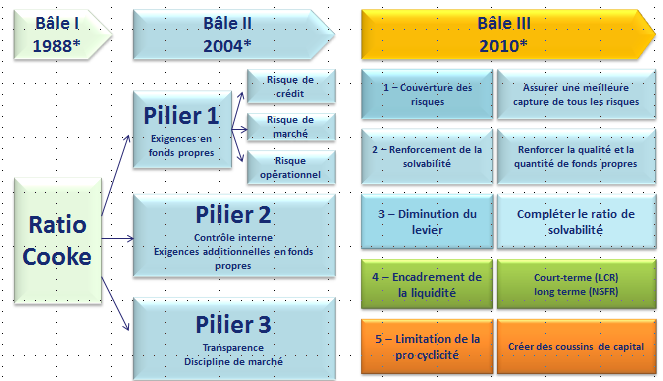
L'activité risquée des banques ne se réduit cependant pas aux crédits accordés. De plus en plus actives sur les marchés de titres et de produits dérivés depuis le début des années 1990, les banques sont aussi exposées aux risques de marché (risque de variations du cours des titres détenus, risque de taux, risque de change...). Quant à l'incorporation des avancées technologiques dans les services bancaires, elle a renforcé le risque opérationnel (risque de panne informa­tique, de défaut de procédure, d'erreur humaine, de fraude, etc.). L'exigence de fonds propres a donc dû être étendue, d'abord aux risques de marché, puis au risque opérationnel avec les accords de Bâle 2.

**Une organisation en trois « piliers»**

Trois piliers ont dès lors été définis: un pilier « exigences minimales de fonds propres » (maintenue à 8 % pour couvrir les trois catégories de risques - risque de crédit, risque de marché et risque opérationnel), un pilier « surveillance pru­dentielle » permettant aux superviseurs, s'ils le jugent nécessaire, d'exiger plus que la norme, un pilier « discipline de marché » exigeant de la transparence et de la communication d'informations. Les accords de Bâle 2 ont aussi donné aux banques le choix entre une approche réglementaire standard et une approche dite avancée les autorisant, sous cer­taines conditions, à utiliser leurs modèles internes d'évaluation des risques, ce qui a permis à certaines d'entre elles de réduire sensiblement la charge en fonds propres. Les accords de Bâle 3 ont toutefois rapidement emboîté le pas du fait de la crise. Ils rehaussent en quantité et en qualité l'exigence de fonds propres, introduisent également un simple ratio de fonds propres non pondéré par les risques (ratio de levier) et deux ratios de liquidité pour éviter aux banques de suc­comber à une rupture subite de liquidité.

J. Couppey-Soubeyran, *De Bâle 2 à Bâle 3 : la nouvelle réglementation bancaire internationale,* in *La finance mise au pas ?*, Cahier français 375, La documentation Française 2013

**Document 5 : de Bâle I à Bâle III**



Source : Diaporama Banque de France – Centre Val de Loire – Intervention auprès des enseignants Convention Rectorat/Banque de France,12 mai 2015

**Document 6 : Les instruments contra-cyclique de la règlementation macro-prudentielle.**

Cependant, si l’ajustement des taux d’intérêt officiels est voué à demeurer l’instrument dédié à l’objectif de stabilité des prix, alors il y a lieu de se demander comment les banques centrales procéderont pour maintenir la discipline financière nécessaire au maintien de la stabilité des prix, maintenant que cette mission revêt une telle importance. À présent, les pouvoirs de la plupart des banques centrales dans ce domaine se limitent à « faire des sermons et organiser des funérailles » (King, 2009). La réflexion porte désormais (au moins dans les centres de recherche) sur un second (éventail d’) instrument(s) contra-cyclique(s) macro-prudentiel(s) susceptible(s) d’être utilisé(s) par les banques centrales en plus et indépendamment des taux d’intérêt officiels. Cela permettrait d’appliquer le principe de Tinbergen, selon lequel il doit y avoir autant d’instruments que d’objectifs. Reste à déterminer quelle forme ces instruments macro-prudentiels peuvent revêtir.

*Ratios de fonds propres*

La gestion des risques est une mission complexe à divers titres. Connu sous le nom de Bâle I, l’accord du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) sur les fonds propres de 1988 ne portait que sur le risque de crédit. Il a par la suite été étendu au risque de marché, qui comprend le risque de taux d’intérêt, de liquidité, etc., dans les portefeuilles de négociation des banques. […]

Bâle I n’a pas tardé à être critiqué pour ses catégories de risques trop générales. Ainsi, un prêt accordé à une entreprise privée était assorti de la même pondération (100 %), que celle-ci soit la plus grande et la plus sûre, ou qu’il s’agisse d’une start-up véreuse. Les régulateurs exigeaient trop de fonds propres réglementaires pour des prêts jugés « sûrs », et pas assez pour des prêts considérés comme « risqués ». Cela a conduit les banques à brader leurs prêts « sûrs » (titrisation) à des entités hors du filet de sécurité réglementaire (y compris au sein du shadow banking) et à conserver leurs prêts « risqués ». De ce fait, alors qu’elle était destinée à rendre les banques plus sûres, la réglementation contribuait au contraire à accroître leur risque. La réponse consistait apparemment à se fier davantage à l’évaluation du risque par le marché, que ce soit par le biais des agences de notation, ou mieux encore, par les banques elles-mêmes dans le cadre des approches de notation interne de type Fondation ou Avancée. L’idée de base était de permettre aux régulateurs de prendre en charge les meilleures techniques de gestion des risques des entités qu’elles régissent, et l’une des fiertés des auteurs de Bâle II était que cet accord permettait d’aligner beaucoup plus étroitement les fonds propres réglementaires sur le capital économique que les banques souhaitaient conserver de leur propre chef. Il s’agissait cependant d’une stratégie peu judicieuse. Ce qui importe à une banque commerciale, c’est comment se positionner dans des conditions normales, dans lesquelles elle peut supposer (même s’il s’agit d’une banque de grande taille) que l’environnement extérieur sera peu affecté par ses propres actions. En cas de conditions réellement extrêmes, les autorités devront de toute façon intervenir. Par ailleurs, une banque de ce type ne se sent pas concernée par les éventuelles externalités que sa faillite pourrait engendrer. Et c’est dans cette perspective-là que des outils tels que la VaR ou les tests de résistance sont conçus. Mais les préoccupations des régulateurs auraient dû être très différentes et porter exclusivement sur les externalités puisque les créanciers des banques doivent normalement assumer les pertes « internalisées ». Elles auraient dû tenir compte de la solidité du système dans son ensemble et pas tant celle de la banque prise individuellement, des covariances plutôt que des variances, et des mécanismes interactifs auto-amplifiés plutôt que des tests de résistance qui partent du principe que le monde reste invariant aux propres réactions des banques (Brunnermeier et al., 2009). Pourquoi les choses ont-elles si mal tourné ? D’abord, il y avait souvent une croyance implicite selon laquelle, si on assure la sécurité des composantes individuelles (banques) d’un système (bancaire), alors le système dans son ensemble est à l’abri du danger (c’est ce qu’on appelle une erreur de généralisation). Ensuite, plutôt que de réfléchir aux questions fondamentales, les régulateurs et le CBCB ont eu tendance à rafistoler le système en réponse aux critiques (et aux événements). Régulateurs et superviseurs sont plus des pragmatiques que des théoriciens, et les économistes, dont la plupart des modèles standards font abstraction de l’intermédiation financière et/ou des faillites, leur ont été de bien peu d’aide ! En attendant, le lent et douloureux avènement de Bâle II n’a rien fait pour freiner le cycle d’expansion du crédit et de l’endettement observé jusqu’en août 2007, ni pour empêcher sa contraction brutale et destructrice par la suite. Les défaillances, la volatilité et les primes de risque ont toutes atteint de faibles niveaux entre 2003 et 2006, et les notes (attribuées par les agences de notation ou en interne) étaient élevées et sur une pente ascendante. Les bénéfices et les fonds propres étant dopés par l’application de la comptabilité au prix du marché, tous les modèles de risque et les puissantes pressions du marché encourageaient les banques et autres intermédiaires financiers à alourdir encore davantage leur endettement, jusqu’à ce que les marchés s’effondrent en juillet-août 2007. […]

Compte tenu de la facilité avec laquelle un ratio de fonds propres, pondéré ou non, peut être manipulé (dans le premier cas en misant sur des actifs dont le poids du risque est « optimiste » et, dans le second, en détenant des actifs plus risqués au bilan tout en titrisant/vendant des actifs plus sûrs), la dernière proposition du CBCB présentée en septembre 2010 par son Président Nout Wellink, familièrement appelée Bâle III, doit tenir simultanément compte de ces deux aspects. De nouveau, le traitement des créances conditionnelles et des éléments hors bilan est durci, mais, compte tenu de la nature quelque peu confuse des engagements conditionnels d’extension des prêts (contrats incomplets) à l’avenir, cet aspect pourrait rester flou. De la même manière, la définition des fonds propres applicables a été restreinte. Plusieurs formes de dette hybride ou subordonnée qui étaient de rang inférieur à ceux des dépôts et qui fournissaient donc une protection en cas de défaillance sans pour autant l’empêcher, ne joueront plus le rôle qu’elles avaient dans les fonds propres complémentaires (Tier 2), voire aussi dans les fonds propres de base (Tier 1). L’attention est désormais focalisée sur les fonds propres de base et, à l’intérieur de ceux-ci, le noyau dur (coreTier 1) des fonds propres (capital + réserves). Ensuite, les prochains ratios potentiels de Tier 1 et core-Tier 1, pondéré et non pondéré (ratio de levier) seront plus exigeants, mais la période de transition sera longue (jusqu’à la fin de 2018) pour tenir compte de la récession en cours, de l’affaiblissement du système bancaire et de la lente croissance (voir du recul) des prêts bancaires au secteur privé.

Par le passé, l’approche du CBCB a comporté une faiblesse majeure, à savoir la réticence à appliquer des sanctions. Comme la loi et les sanctions sont une prérogative nationale, et puisque le CBCB n’a aucun fondement formel et qu’il agit en qualité d’organe consultatif, il s’est toujours abstenu de préconiser toute sanction en cas de non-respect de ses propositions de ratios. La conséquence fâcheuse de cela est que pratiquement tous les opérateurs du marché, agences de notation, investisseurs et observateurs, et les régulateurs nationaux eux-mêmes considèrent les ratios proposés par le comité de Bâle comme des minima absolus dont le non-respect exposerait à de sérieux problèmes de réputation. Le CBCB a depuis entrepris de recommander des sanctions lorsque les fonds propres de base tombent à moins de 7 % des actifs pondérés des risques.

*Ratios de liquidité*

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a échoué dans sa première tentative d’accord sur la liquidité dans les années quatre-vingt. En partie en conséquence de cela, la liquidité des actifs s’est détériorée. L’hypothèse générale partagée par la plupart des banquiers et des régulateurs était que tant que les banques disposaient de fonds propres « en quantité suffisante », elles pourraient toujours accéder à des marchés interbancaires efficaces et remplacer la liquidité d’actif par de la liquidité de financement. Bien que les financements obtenus sur le marché monétaire soient à court terme, et les actifs des banques à plus long terme, les risques de taux d’intérêt et de crédit issus d’une telle asymétrie d’échéances pourraient être maîtrisés par le recours à la titrisation et à des couvertures sur les marchés dérivés. Au final, il était supposé que le respect de Bâle II garantirait un niveau « suffisant » de fonds propres. Ces plaisantes hypothèses se sont effondrées à l’été 2007. Avec les pertes réelles et potentielles subies sur les titres adossés à des créances hypothécaires, notamment ceux qualifiés de subprimes, et le contournement de Bâle II, notamment par les banques européennes, le respect des conditions de Bâle II était dans de nombreux cas insuffisant pour garantir la solvabilité future. Avec l’opacité des CDO (collateralized debt obligations), les marchés de la titrisation se sont asséchés, tout comme les marchés interbancaires à court terme (par exemple, papier commercial adossé à des actifs) et les marchés des prêts interbancaires à long terme non garantis. Cela a conduit à crise de liquidité.

À en juger par la série d’hypothèses susmentionnées, cette crise n’aurait jamais dû se produire et a largement surpris tous les opérateurs, y compris les banques centrales. L’une des réactions a consisté à attribuer cette fâcheuse situation aux stratégies des banques commerciales (trop peu d’actifs du secteur public de qualité, dépendance excessive aux fonds interbancaires d’échéance courte et à la titrisation, écarts de maturité trop importants au bilan des banques, etc.), de sorte que tirer les banques de cette ornière entraînerait un problème d’aléa moral. C’est peut-être le cas, mais cet effondrement s’est avéré si brutal que toutes les banques centrales ont été contraintes d’accroître leurs injections de liquidité sur un éventail à plusieurs reprises élargi d’échéances, de garanties et d’établissements. […]

Ainsi, même si une Banque centrale se retrouve finalement contrainte de prêter en garantie d’actifs détenus par une banque commerciale, l’existence d’un ratio de liquidité applicable à ces derniers peut lui éviter de devoir le faire. Cela laisse du temps aux autorités pour résoudre la crise, et cela permet en outre de faciliter considérablement le choix des moyens appropriés pour le faire. Cependant, à partir du moment où l’on reconnaît que le rôle d’un ratio de liquidité des actifs consiste essentiellement à empêcher que la Banque centrale soit contrainte de renflouer précipitamment les banques, le premier point de réflexion porte alors sur la composition et le ratio normal à imposer sur ces actifs. En particulier, les marchés privés, notamment des actifs adossés à des crédits hypothécaires, peuvent rapidement devenir illiquides et les marchés interbancaires s’assécher. Cela suggère qu’à ce titre, les actifs liquides devraient consister principalement en dette publique et représenter un montant suffisant pour satisfaire les besoins en liquidités pendant une période assez longue (disons dix semaines) et permettre à la banque centrale de réagir à une crise généralisée de liquidité.

C.E.E. Goodhart, *La surveillance macro-*prudentielle, in J-P. Betbèze, C. Bordes, J. Couppey-Soubeyran et D. Plihon, *Banques centrales et stabilité financière*, rapport du CAE, La documentation française 2011

**Document 7 : le risque de crédit est issu de la réglementation bancaire**

Depuis le début de la crise, on accuse les banquiers d'avoir pris des risques inconsidérés, banquiers qui font ainsi figure de boucs émissaires, on oublie de dire ce qui les a incités à oublier leur prudence traditionnelle. On a dit le rôle des banques centrales dans cette dérive. Mais la réglementation bancaire, elle-même, n'est pas innocente, aussi paradoxale que cela puisse paraître.

En France, par exemple, les encouragements réglementaires à la « titrisation du crédit » ont poussé au crime : par une loi du 4 janvier 1993, la Banque de France n'est plus consultée, les conditions de titrisation sont assouplies, la possibilité de rechargement des fonds est introduite, l'obligation de garantie contre les risques de défaillance des débiteurs cédés est supprimée. Les sociétés d'assurances sont également autorisées à titriser leurs créances depuis 1993. La loi de « modernisation financière » du 2 juillet 1996 en remettra une couche, si l'on ose dire, en autorisant la réémission de parts négociables par ces véhicules de placement et la création des « fonds de fonds » communs de créances pour mutualiser *et* diminuer le risque de perte de l'investisseur final - au prix d'une dilution supplémentaire du contrôle sur le risque de défaut de l'emprunteur initial. Elle permet aussi l'acquisition par les fonds communs de créances de créances futures, et même de créances « immobilisées, litigieuses ou douteuses ».

En 1996 justement, le montant des crédits titrisés, consentis en franchise de fonds propres, s'élevait déjà aux États-Unis à 2 000 milliards de dollars contre 200 en Europe et 58 en France. En admettant que la pondération de ces crédits, s'ils étaient restés intermédiés par les banques, ait été de 50 %, c'est respectivement 80 et 8 milliards de fonds propres qui auraient pu être économisés par la titrisation et les résultats financiers (résultat net comptable/fonds propres), les « *return on equiti (ROE)* » auraient pu être ainsi améliorés.

Un pas supplémentaire allait être franchi avec l'encouragement donné à une extension de cette titrisation grâce au développement du marché des « dérivés de crédit *»,* la contagion du risque a en effet *été* renforcée par la possibilité donnée à ces véhicules spécialisés dans le portage du risque de crédit (SPV pour *Special Purpose Vehicle)* d'émettre des obligations en contrepartie de paquets d'actifs *(Asset Backed Securities* ou ABS). Ces dernières ont, elles-mêmes, été découpées en tranches plus ou moins rémunératrices selon leur niveau de risque. L'apparence du risque était diminuée par le fait que le « *packaqinq »*, des crédits était censé mutualiser ce risque, et également du fait que ces émissions étaient notées par les agences de *rating,* qui tenaient compte de la couverture de ces émissions par des assureurs spécialisés. Mais le modèle économique de ce beau montage ne pouvait résister qu'à des pertes limitées sur les crédits à la base de la pyramide. Or ces crédits, le plus souvent immobiliers pour avoir la durée suffisante justifiant de tels montages, étaient justement par définition *subprime,* de mauvaise qualité, et donc structurellement incompatibles avec la pérennité d'un tel *business model.*

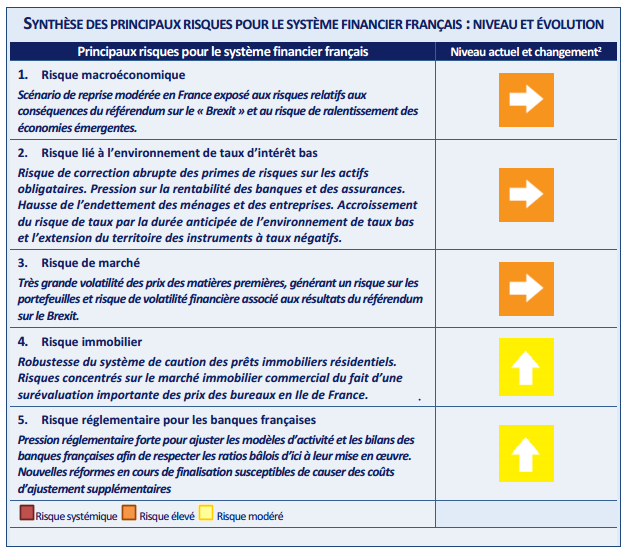
Pour autant, l'ingéniosité des montages autorisés a été poussée un cran plus loin. Car les investisseurs des obligations ABS décrites ci-dessus n'achetaient pas tous au comptant, mais en s'endettant pour rentabiliser l'opération en maximisant l'effet de levier sur leur mise initiale lié à l'écart positif (le *spread)* entre le rendement de l'ARS et le taux d'intérêt de l'emprunt. Pour faciliter le montage financier, ces opérateurs ont réalisé une titrisation au second degré sous forme de *Special Investment Vehicles* (SIV) appelés en français « conduits ». Plus de 1 000 milliards de dollars en auraient été émis.

Enfin, le sommet du raffinement dans l'externalisation du risque de crédit, et dans le contournement autorisé de la réglementation sur la solvabilité bancaire, serait atteint avec la propagation des « échanges de risque de crédit », les fameux CDS pour *Credit Default Swap.* Les CDS permettent au banquier originateur de se débarrasser du risque de crédit en le vendant (c'est-à-dire en achetant une protection) tout en gardant le crédit à son bilan. Pour cela il paie une prime de couverture de ce risque à l'acheteur du risque de crédit. C'est l' « externalisation » du risque, le nec plus ultra de la finance où institutions et marchés ouvrent des champs de coopération nouveaux. Le vendeur garde sa rémunération diminuée de la valeur de la prime et l'acheteur gagne sa vie sur un crédit dont il porte le risque sans avoir à s'embarrasser de le produire et à investir lourdement dans ce but. Les deux sont donc gagnants, surtout si ce « *business »*  prend de l'ampleur et tant que l'occurrence du défaut ne se produit pas. Et comment ne prendrait-il pas de l'ampleur puisque par ce montage les deux parties échappent au besoin en capital exigé par la réglementation sur la solvabilité bancaire et bénéficient d'un effet de levier important à capitaux propres inchangés. Le CDS est apparu de ce fait comme une véritable martingale permettant de faire du crédit sans risque apparent de contrepartie et sans capital.

Ce fut donc en très peu d'années l'emballement des CDS, jusqu'à ce que la « qualité » douteuse des crédits sous-jacents apparaisse en plein jour et que la multiplication des défauts de remboursement agisse à la manière d'une mèche qui s'allume sur une poudrière. Car le vendeur de protection s'engage à payer, en cas de défaut de l'emprunteur initial, 100% du crédit qu'il a assuré. Le modèle peut de ce fait rapidement s'inverser et le rêve d'une rentabilité facile et récurrente tourner au cauchemar à répétition. C'est ainsi qu’AIG, l'assureur américain traditionnellement le plus rentable au monde, aurait dû faire faillite s'il n'avait été sauvé par l'État américain pour un coût exorbitant de 200 milliards de dollars.

P. Simonnot, Ch. Le Lien, *La monnaie, histoire d’une imposture*, Perrin 2012

**Document 8 : évaluation des risques du système financier français, 1er trimestre 2016**



Source : www.banque-france.fr

**2.2 La Banque centrale et les évolutions de la politique monétaire**

**Document 9 : Définir et mettre en œuvre la politique monétaire de la zone euro**

La BCE est l'institution chargée de mettre en œuvre la politique monétaire et de la définir techniquement. Car si l'objectif principal du SEBC défini à l'article 127 § 1 TFUE est de maintenir la stabilité des prix, c'est la BCE qui choisit la cible opérationnelle: en l'occurrence, 2 % pour la hausse des prix.

*«Sans préjudice de cet objectif,* [le SEBC] *apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, pour contribuer à la réalisation des objectifs de celle-ci»* (art. 282 § 2 TFUE) c'est-à-dire l'obtention d'un niveau d'emploi élevé et d'une croissance durable et non inflationniste.

Au total, la BCE a donc un mandat hiérarchique fort, c'est­-à-dire un objectif fortement prioritaire (la stabilité des prix) et des objectifs secondaires qui ne peuvent s'opposer à la stabilité des prix. Autrement dit, il n'y a pas d'arbitrage entre objectifs dans le mandat de la BCE.

E. Le Héron, *A quoi sert la Banque centrale européenne ?*, La documentation française 2016

**Document 10 : Être le prêteur en dernier ressort des banques de second rang**

La BCE a pour autre fonction importante de promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement, mais également d'assurer, conjointement avec les autorités nationales et européennes compétentes, la stabilité des systèmes bancaire et financier. À ce titre, le SEBC assure le refinancement des banques commerciales. La BCE est donc bien, sur ce plan, la «banque des banques».

Les banques commerciales créent de la monnaie ex *nihilo* dans le cadre de leurs relations avec les agents non finan­ciers, c'est-à-dire en achetant des titres ou en accordant des crédits aux entreprises, à l'État ou aux ménages. De son côté, la banque centrale crée et prête de la monnaie appelée monnaie «banque centrale» ou «monnaie ultime» aux banques commerciales. C'est avec cette monnaie qu'elles achètent à la banque centrale que les banques commer­ciales se payent entre elles, et non avec la monnaie qu'elles ont créée par le biais des dépôts et des crédits. On parle d'opération de refinancement des banques.

La hiérarchisation du système bancaire entre la banque de premier rang (banque centrale) et les banques de second rang (banques commerciales), est apparue tardivement dans l'histoire, mais elle est essentielle. La BCE, prêteur en dernier ressort, ne contrôle ni ne s'occupe directement de la création monétaire. Mais elle régule indirectement cette création monétaire en fixant des taux d'intérêt à court terme et en intervenant dans les opérations de refi­nancement des banques commerciales. Ainsi, la banque centrale n'est pas une banque qui crée directement la monnaie finançant l'économie, mais une banque qui régule la création monétaire des banques en les refinançant. Cette fonction comprend trois dimensions qui sont lar­gement complémentaires, même si elles renvoient à des problèmes différents: garantir la sécurité des moyens de paiements, garantir la stabilité bancaire et garantir la stabilité financière.

En revanche, la BCE ne remplit pas à l'égard des États membres de la zone euro le rôle de prêteur en dernier ressort. Elle ne les finance pas à des conditions avanta­geuses, comme le font de nombreuses banques centrales à travers le monde. Tout au contraire, elle a l'interdiction absolue de financer les États membres ou même le budget européen.

E. Le Héron, *A quoi sert la Banque centrale européenne ?*, La documentation française 2016

**Document 11 : Émettre les billets de banque de la zone euro**

L'article 128 TFUE prévoit également que la BCE est la seule habilitée, avec les BCN, à émettre des billets ayant cours légal dans la zone euro, et à autoriser les quantités de pièces émises par les États membres de cette zone. La BCE remplit ainsi une mission historique et symbolique­ment forte, même si elle est relativement secondaire d'un point de vue économique: l'émission de billets. La part de billets émis par la BCE depuis 2002 (année d'introduction des billets en euros à la place des billets nationaux) est estimée à 8 % de la valeur totale des billets émis qui est de 1034 milliards d'euros fin 2015. Le reste des billets d'euros est émis par les BCN de la zone euro. 20 à 25 % de ces billets seraient détenus en dehors de la zone euro. La BCE a décidé d'arrêter d'émettre en 2018 les coupures de 500 euros afin de lutter contre la criminalité. Avec seu­1ement 3 % des billets, cette coupure représentait 30 % de la valeur des billets émis en euro.

Les pièces, qui relevaient traditionnellement des hôtels des monnaies, continuent d'être émises par les États membres de la zone euro, qui se réservent une face pour les symboles nationaux et qui ont donc conservé le seigneuriage sur les pièces pour un montant toutefois très faible (environ 26 milliards d'euros depuis 2002 pour toute la zone euro). Le total des pièces et des billets d'euros (l 060 milliards d'euros fin 2015) est cependant très faible dans la masse monétaire totale de 10700 milliards d'euros environ pour l'agrégat le plus large M3. Avec l'émission des billets de banque de la zone euro, la BCE possède un droit de seigneuriage, puisque la valeur faciale des billets est supérieure à leur coût. Le profit de la BCE, issu notamment de ce seigneuriage, est partagé entre les dix-neuf BCN de la zone euro, à proportion de leur part libérée dans son capital. Toutefois, la BCE ne possède pas pour autant une « planche à billets» qui lui permettrait de tout financer: en effet, si elle fait imprimer les billets, elle ne peut pas les mettre pour autant en circulation car elle n'a pas de relation directe avec les agents non financiers (entreprises, ménages ou États). Elle les vend donc dans le cadre des opérations de refinancement aux banques qui en ont besoin notamment pour alimenter leurs « caisses espèces» et les distributeurs automatiques de billets. Ces billets achetés par les banques commerciales se retrouvent à leur actif. La masse monétaire au sens de l'agrégat M3 se mesurant à l'actif des agents financiers ou au passif des banques commerciales, la vente des billets aux banques n'est pas une opération de création monétaire; ces billets entrent en circulation dans la masse monétaire (M3) lorsque les ménages vont par exemple les retirer aux distributeurs; mais il n'y a pas de création monétaire car les ménages sont immédiatement débités du même montant sur leur compte à vue. Les billets émis par la banque centrale entrent par conséquent dans l'économie en contrepartie d'une réduc­tion de la monnaie créée par les banques commerciales et pour le même montant.

Les grosses quantités de monnaies « banque centrale » créées par la BCE pour le refinancement des banques de second rang lors de la gestion de la crise de 2008 n'ont pas entraîné pour l'instant de création monétaire. Au contraire, l'agrégat M3 s'est contracté en 2009. Cette monnaie «banque centrale» était nécessaire pour restaurer la confiance entre les banques de second rang et pour assurer la liquidité nécessaire à leurs paiements. Seulement durant la même période, les crédits à l'économie s'étant contractés (les nou­veaux crédits accordés étaient plus faibles que le montant des crédits remboursés), la masse monétaire s'est réduite.

E. Le Héron, *A quoi sert la Banque centrale européenne ?*, La documentation française 2016

**Document 12 : l’objectif de stabilité des prix**

Les traités européens fixent à la BCE l'objectif principal de maintenir la stabilité des prix. Ce mandat est hiérarchique, puis que « *sans préjudice de cet objectif principal interne»,* la BCE apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, notamment pour une croissance durable et un niveau élevé d'emploi. L'inflation est claire­ment l'objectif prioritaire.

Fin 1998, le Conseil des gouverneurs a défini la stabilité des prix comme une progression annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 %. L'IPCH est calculé mensuellement dans la zone euro par Eurostat (l'Office des statistiques de l'Union européenne). Ce n'est pas une simple moyenne d'indices nationaux, mais bien un indice européen.

On peut se demander pourquoi la BCE s'est fixé 2 % d'infla­tion pour objectif. En effet, les économistes sont incapables de fournir un taux optimal d'inflation (mis à part les nou­veaux classiques, pour qui ce taux est de 0 %, neutralité de la monnaie oblige). Les nouveaux keynésiens considèrent que ce taux doit être déterminé par le pouvoir politique pour lui conférer une légitimité démocratique, à défaut d'une justification économique. C'est le cas au Royaume-Uni ou au Canada.

Mais l'indépendance totale de la BCE, affirmée à l'ar­ticle 130 TFUE, et l'absence d'objectif d'inflation chiffré dans les traités européens ont conduit le Conseil des gou­verneurs de la BCE à rechercher d'autres justifications: - cet objectif chiffré est le même que celui que s'était fixé la Bundesbank depuis de nombreuses années; la volonté de la BCE de bénéficier de la crédibilité acquise par la banque centrale allemande justifiait de conserver le même objectif; - les banques centrales ayant très peur du risque défla­tionniste et préférant une hausse des prix très modérée, mais positive, un objectif d'inflation à 2 % permet de façon pragmatique d'éviter des taux d'inflation négatifs dans certaines régions de la zone euro;

- cet objectif chiffré prend en compte la surestimation de l'inflation, qui résulte notamment de l'innovation, de la qualité croissante des produits et d'effets de substitution entre produits et points de vente. Aux États-Unis, le rapport de la commission présidée par Michaël Boskin remis au Sénat américain le 4 décembre 1996 estime que la surestimation de l'inflation par l'IPCH était comprise entre 0,8 et 1,6 %, un biais ramené en 2001 par David E. Lebow et Jeremy B. Rudd à 0,6 %.

La définition de 1998 signifiait implicitement que l'infla­tion devait être maintenue dans la zone euro dans une fourchette allant de 0 à 2 %, soit un cœur de cible poten­tiel de 1 %. En mai 2003, la BCE a clarifié cette définition en l'assouplissant quelque peu: il faut désormais, en matière d'inflation, *«un niveau inférieur, mais proche de* 2 % *à moyen terme* ». Ainsi, aujourd'hui, le cœur de cible est sans ambiguïté de 2 % à moyen terme. À court terme, le taux d'inflation peut donc être supérieur à 2 % - ce qui laisse plus de souplesse que la définition initiale et permet de mieux lutter contre le risque de déflation et contre les chocs économiques sans crainte pour la crédibilité de la stratégie de politique monétaire de la BCE.

Pour les monétaristes, la création monétaire peut engendrer de l'inflation, c'est pourquoi il faut en limiter les excès. Ainsi, en 1998, la BCE avait fixé un objectif intermédiaire d'inspiration monétariste pour le pilier monétaire avec un taux de progression de la masse monétaire (calculé selon l'agrégat le plus large M3) de 4,5 % par an. Mais jamais cet objectif ne fut réalisé, ce qui pouvait entacher la cré­dibilité de l'institution de Francfort. Aussi, cet objectif intermédiaire a-t-il été abandonné en 2003; une évolution de la masse monétaire à 4,5 % est désormais considérée comme un simple indicateur pour l'inflation à long terme. Le dernier élément d'inspiration strictement monétariste a ainsi partiellement disparu de la politique monétaire de la BCE.

E. Le Héron, *A quoi sert la Banque centrale européenne ?*, La documentation française 2016

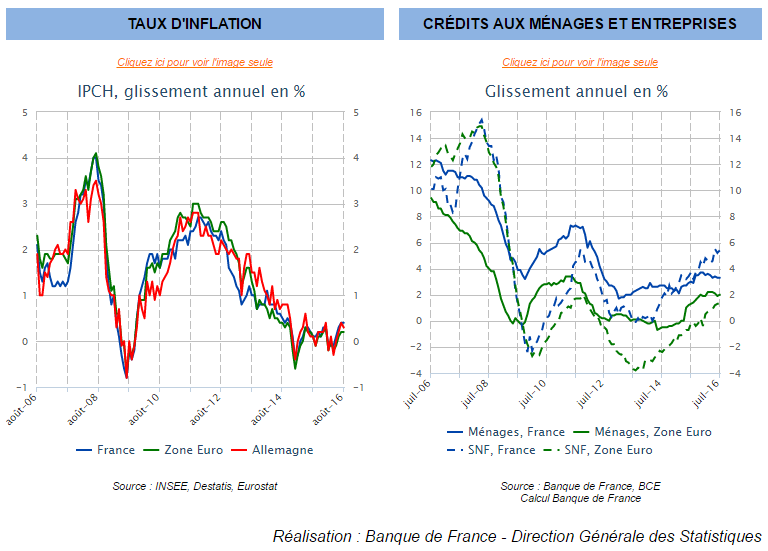
**Document 13: Pourquoi lutter contre l’inflation ?**

La monnaie est le fondement des contrats dans les sociétés capi­talistes modernes: contrat de salaire ou contrat d'endettement pour financer la production, par exemple. Toutes les anticipations économiques ainsi que les paris productifs se font en monnaie. Il est donc nécessaire de limiter les variations du niveau général des prix afin de ne pas perturber les calculs des agents économiques et pour éviter de favoriser leur incertitude. À cet égard, ce n'est pas tant l'inflation qui est gênante que les variations de l'inflation. L:inflation peut également modifier la répartition des revenus et des richesses. Les prêteurs et les détenteurs d'actifs moné­taires sont pénalisés par l'inflation, alors que celle-ci favorise les emprunteurs et les détenteurs d'actifs physiques. Toutefois, comme elle se situe au cœur des rapports de forces pour la répartition des revenus et des richesses économiques, l'inflation a tendance à pénaliser les plus faibles, qui ne peuvent se protéger contre elle [retraités, chômeurs), et à profiter à ceux qui disposent d'un pouvoir de monopole ou plus généralement d'une position de pouvoir dans la société.

L:inflation joue aussi sur la valeur de la monnaie par rapport aux autres devises, en réduisant la compétitivité du pays inflationniste, en creusant son déficit extérieur et, au bout du compte, en faisant baisser son taux de change.

Enfin, l'inflation fait perdre confiance dans l'institution monétaire; en cas d'hyperinflation, elle peut même conduire à la disparition pure et simple d'une monnaie et à la remise en cause de l'autorité de l'État responsable de cette situation. Une économie monétaire de production a donc besoin d'un étalon pour mesurer le travail et les risques productifs qui soit relativement stable dans le temps.

E. Le Héron, *A quoi sert la Banque centrale européenne ?*, La documentation française 2016

**Document 14 : le taux d’inflation et le crédit aux ménages et aux entreprises**

Source : [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)

**Document 15 : causes et limites d’une banque centrale indépendante et crédible**

Il faut confier la politique monétaire à une banque centrale indépendante du pouvoir politique, politique monétaire à laquelle on assignera comme unique objet la stabilité des prix. Crédibilité et indépendance, voilà les deux vertus majeures d'une politique monétaire tout entière dédiée à la maîtrise de l'inflation.

L'article académique fondateur, celui qui va théo­riser le nouveau catéchisme des grandes banques centrales de la planète, est rédigé en 1982 et 1983 par deux économistes américains, Robert J. Barro et David B. Gordon'. Leur thèse est simple: la meil­leure façon de lutter contre tout biais inflationniste est que les banques centrales soient crédibles, autre­ment dit que leurs déclarations portant sur l'infla­tion future soient crues. Ainsi, même si des chocs inflationnistes à court terme se produisent, les agents économiques du pays concerné n'anticiperont pas le retour de l'inflation (on dit que les anticipations d'in­flation sont « ancrées »}, ce qui facilitera grandement la lutte contre la dérive des prix puisque celle-ci ne sera pas parasitée par une hausse de l'inflation anti­cipée qui renchérirait encore l'inflation effective. Aux yeux des deux économistes, dès lors que les banques centrales sont « crédibles », on peut espérer mettre les anticipations sous contrôle, et elles seront d'autant plus crédibles qu'elles prendront leur indépendance afin que leurs décisions ne soient plus « contaminées » par le politique. Il s'agit de poursuivre un objectif et un seul : une inflation faible, sans jamais succom­ber à la tentation d'utiliser celle-ci pour réduire le chômage. […]

Sur le plan théorique, l'indépendance de la banque centrale vis-à-vis du pouvoir poli­tique est fondée sur l'idée, popularisée par Milton Friedmann dès 1963, selon laquelle l'inflation serait « toujours et partout un phénomène monétaire » et seulement un phénomène monétaire. La circulation monétaire détermine le niveau général des prix sans exercer une action directe sur le rythme de l'activité économique, autrement dit sur la croissance ou l'em­ploi (l'économie réelle). Manière de soutenir qu'une banque centrale peut être indépendante et ne s'occu­per que de son objectif d'inflation puisque son action n'interfère avec aucun des autres volets de la poli­tique économique qui, eux, influencent l'évolution de l'économie réelle.

Mais cette neutralité monétaire est un mythe. Elle n'existe pas. Les banques centrales influencent par toutes sortes de canaux l'économie réelle. Elles agissent sur les finances publiques puisqu'elles achètent des dettes publiques dans le cadre du *Quantitative Easing.* Aux États-Unis, la Fed détient un encours de dette publique correspondant à près de 15 % du PIB en valeur, la Banque d'Angleterre plus de 20 %, la Banque du Japon plus de 40 %. Elles influent sur l'évolution des exportations et des inves­tissements des entreprises, la formation des salaires, dès lors qu'elles interviennent sur les taux de change. Elles orientent aussi l'évolution de l'investissement logement puisqu'elles achètent des actifs finan­ciers qui refinancent les crédits immobiliers (aux États-Unis, la Réserve fédérale détient une part des encours d'Asset Backed Securities (ABS), ces produits financiers adossés en particulier à des crédits hypothé­caires, équivalant à quelque 10% du PIB en valeur). Sans parler de l'impact des politiques monétaires sur la redistribution des revenus par le biais des effets de richesse qui sont devenus, comme on l'a vu, l'un des canaux privilégiés utilisés par les banques centrales pour tenter de soutenir la demande. Les conditions théoriques nécessaires à l'indépendance des banques centrales ne sont donc plus réunies.

Dès lors que les banques centrales influencent à moyen terme non seulement l'inflation, mais de nombreux comportements de l'économie réelle, l'absence de coordination entre la politique moné­taire et les autres composantes de la politique écono­mique a forcément un coût élevé (sur le plan national comme international avec la montée des désordres sur les monnaies et les taux de change) : dans un monde complexe, l'indépendance d'un des acteurs a tendance à produire des décisions sous-optimales. C'est la théo­rie économique qui nous le dit : la politique monétaire doit donc être coordonnée avec les autres volets de la politique économique (budgétaire, fiscale, salariale, de compétitivité...). Et lorsqu'on parle de coor­dination, il ne s'agit pas simplement d'aller raconter une fois par an devant le Parlement ce que l'on a l'in­tention de faire, mais de veiller à ce que les décisions de politique monétaire n'entrent pas en conflit avec celles de politique budgétaire ou fiscale au point de parasiter et/ou d'affaiblir la politique économique.

P. Artus, M-P. Virard, *La folie des banques centrales*, Fayard 2016

**Document  16 : les taux directeurs de la BCE**

La BCE fixe trois taux directeurs :

- le *taux de refinancement par appel d'offres* ou taux de *l'open market.* Ce taux est de loin le plus important, car il correspond aux opérations principales de refinancement et constitue normalement le taux le moins cher auquel les banques peuvent se refinancer. Cependant, la BCE ne satisfait pas obligatoirement toutes les demandes de refinancement à ce taux;

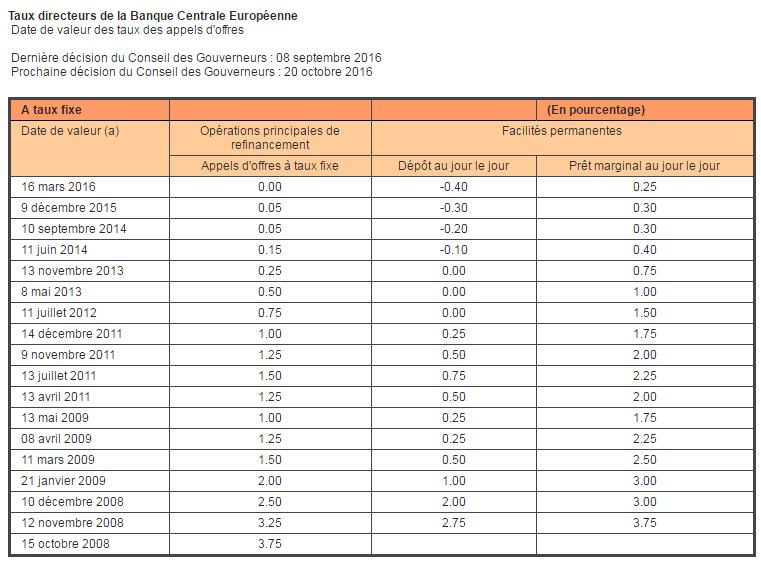
- le *taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal.* Ce taux, qui est normalement supérieur de 1 % au taux par appel d'offres, correspond à un taux plafond ou maximum, auquel la BCE s'engage à fournir pour 24 heures toute la liquidité demandée si les exigences en matière de garanties sont satisfaites;

- le *taux d'intérêt de la facilité de dépôt.* Ce taux cor­respond à la rémunération qu'obtiennent les banques en déposant pour 24 heures leur excédent de monnaie « banque centrale» à la BCE. Cette rémunération est d'ordinaire inférieure d'environ 1 % au taux par appel d'offres.

Dans la mesure où l'accès aux facilités permanentes de prêt et de dépôt n'est pas limité, ces taux d'intérêt constituent un plafond et un plancher pour le taux du marché au jour le jour. Car, outre ces trois taux directeurs fixés par la BCE, il existe un taux résultant de la rencontre entre l'offre et la demande sur le marché interbancaire. Ainsi, une banque peut obtenir à ce taux de marché la liquidité bancaire auprès d'une autre banque qui en aurait en excès. Le taux de marché de référence dans la zone euro est appelé Eonia *(Euro Over Night Index Average).* Il est égal à la moyenne pondérée des taux d'intérêt des prêts au jour le jour réalisés par un panel de grandes banques. En situation normale, le taux de marché Eonia converge vers le taux directeur de refinancement par appel d'offres. En effet, comme la BCE fournit une grande partie du refinancement au taux d'appel d'offres, les banques n'accepteront pas de payer plus cher; celles d'entre elles qui ont trop de monnaie « banque centrale» préféreront ce taux d'appel d'offres au taux de rémunération que la BCE propose au titre de la facilité de dépôt, car ce dernier est bien plus faible. Ainsi, la BCE peut contrôler l'Eonia, normalement proche Ile son taux principal de refinancement et dans un corri­dor déterminé par ses deux autres taux directeurs (taux plafond pour la facilité de prêt et taux plancher pour la facilité de dépôt). Une banque n'est pas incitée à utiliser les facilités permanentes, puisque le taux d'intérêt appli­qué est dissuasif comparé aux taux du marché et d'appel d'offres. Ce serait le signal de difficultés pour une banque *(penalty rate* ou taux de pénalité).

E. Le Héron, *A quoi sert la Banque centrale européenne ?*, La documentation française 2016

**Document 17 : les taux directeurs de la BCE**



Source : www.banque-france.fr

**Document 18 : taux du marché interbancaire (EONIA) en %**

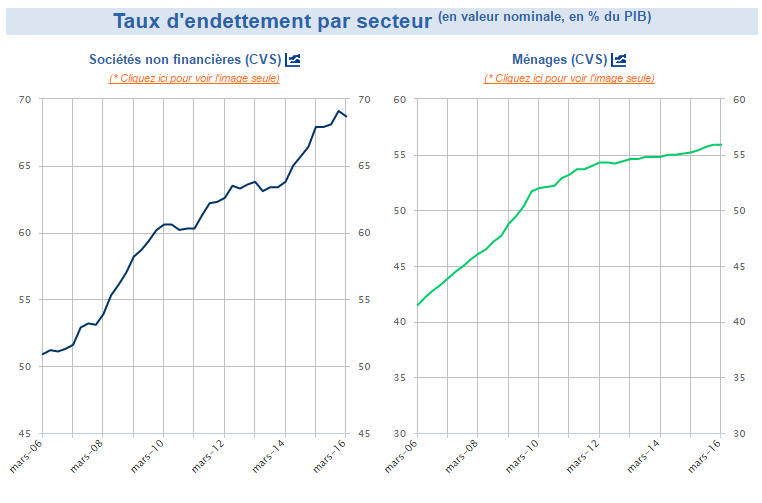
Source : www.banque-france.fr

**Document 19 : les effets d’une baisse des taux directeurs**

En temps normal, la banque centrale se contente d'agir sur le « prix » de l'argent pour influencer le cours de l'économie. C'est ce qu'elle fait en augmen­tant ou en abaissant ses taux directeurs (le « loyer » de l'argent). Plus le taux d'intérêt est élevé, moins un ménage ou une entreprise sera incité à s'endetter pour financer l'achat d'un bien ou un investissement. Au contraire, plus il est bas, plus l'endettement paraî­tra la solution rêvée pour se lancer, surtout si les reve­nus ont tendance à stagner. En période de crise, la banque centrale abaisse donc ses taux directeurs, ce qui a pour effet de faire baisser à leur tour les taux d'intérêt sur le marché interbancaire, puis par conta­gion ceux auxquels les entreprises et les ménages pour­ront emprunter auprès de leurs banquiers. Le crédit devient moins cher. Et lorsque le crédit est moins cher, les consommateurs sont incités à consommer, les entreprises à investir, ce qui favorise la relance de la croissance. Au passage, une baisse des taux d'in­térêt finit aussi par décourager les investisseurs de placer un argent qui ne rapporte (presque) plus rien: eux aussi sont donc incités à épargner moins et à investir davantage.

P. Artus, M-P. Virard, *La folie des banques centrales*, Fayard 2016

**Document 20 : l’endettement des ménages et des sociétés non-financières**



Source : www. banque-France.fr

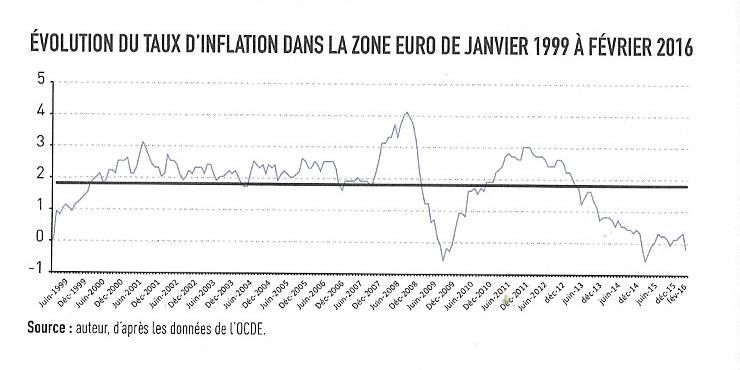
**Document 21 : Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières (encours), en millions d’euros**

Source : www.banque-france.fr

**Document 22 : Coût du crédit aux entreprises, crédits à moyen et long termes (en %)**

Source : www.banque-france.fr

**Document 23 : les résultats de la politique monétaire en matière d’inflation**

La politique de lutte contre l'inflation menée depuis 1999 par la BCE a été couronnée de succès puisque l'objectif de 2 % a été respecté avec une inflation moyenne de 2,09 % sur la période (voir graphique, ci-dessous).Le respect de cet objectif à moyen terme a permis des variations de court terme. Toutefois, la hausse du prix des matières premières, en particulier du pétrole, qui est passé de 70 dollars le baril en août 2007 à 147 dollars en juillet 2008, a entraîné une accélération de l'inflation, passant de 2 à 4 % en un an, comme cela avait été le cas dans les années 1970. En mettant fin à l'augmentation du prix du pétrole, la crise financière survenue en 2008 a été une alliée certaine dans le respect de l'objectif prioritaire de la BCE avant un court épisode de déflation en 2009. Le prix du baril de pétrole est redescendu à 40 dollars début 2009 pour remonter à 115 dollars mi-2014 avant de rechuter à 30 dollars fin 2015. L'ancrage des anticipations d'inflation n'est pas suffisant face à une forte hausse ou baisse des coûts de production; en effet, une variation du prix du pétrole sera intégrée mécaniquement dans les coûts de transports ou de l'industrie chimique et donc dans les prix, quelles que soient les anticipations d'inflation. Depuis septembre 2011, l'inflation n'a cessé de baisser passant de 3 % à - 0,2 % en février 2016, loin de la cible de 2 %. La BCE peine à la faire remonter dans un contexte d'insuf­fisance de la demande globale, de recherche généralisée de compétitivité et de faible prix des matières premières.

E. Le Héron, *A quoi sert la Banque centrale européenne ?*, La documentation française 2016

**Document 24 : de la politique monétaire expansionniste à l’hyperliquidité**

Depuis le début des années 2000 et surtout depuis la crise de 2008-2009, c'est peu dire que les politiques monétaires des pays de l'OCDE sont devenues expansionnistes: taux d'intérêt proches de zéro, augmentation vertigineuse de la liquidité (c'est-­à-dire de la monnaie créée par les banques centrales), primes de risque au plancher. Une politique moné­taire « expansionniste» (ou laxiste) a en effet pour objectif d'accroître la masse monétaire en circulation (grâce à la baisse du loyer de l'argent, à l'injection de liquidités), par opposition à une politique monétaire « restrictive» qui consiste à diminuer la masse moné­taire (en augmentant les taux d'intérêt) afin de lutter contre l'inflation.

Lors de la crise de liquidité bancaire de 2009, cette politique d'injection de liquidités avait évidemment un sens. Il fallait empêcher la catastrophe. Éviter un désastre encore plus grave que celui de 1929. C'est ainsi qu'une poignée de personnalités, des banquiers centraux pour être plus précis, à l'époque Ben Bernanke (États-Unis), Jean-Claude Trichet (zone euro), Mervyn King (Royaume-Uni) et quelques autres, tous quasi inconnus du grand public, sont entrés dans la lumière et devenus, en quelques mois, les nouveaux maîtres du monde. Ils ont sauvé la planète finance, et *in fine* l'économie mondiale, en créant de la monnaie, en injectant des milliers de milliards de dollars ou d'euros dans les circuits.

Depuis 2010, de telles libéralités ne se justifient plus. Mais leurs successeurs, Janet Yellen (États-Unis), Mario Draghi (zone euro) et autres Mark Carney (Royaume-Uni), ont pourtant laissé les vannes grandes ouvertes, encouragés par l'absence d'infla­tion et dans l'espoir, toujours déçu, de faire repartir le crédit et la croissance. La liquidité mondiale, la monnaie créée par les banques centrales, représente aujourd'hui près de 30 % du PIB mondial, contre 6 % à la fin des années 1990. Mais la potion magique ne marche plus. Difficile en effet de relancer le crédit lorsque les économies sont aussi surendettées. Or, l'endettement mondial est désormais supérieur à celui de 1946 avec des niveaux que l'on n'avait observés jusque-là qu'après les guerres, et encore ... Après les guerres, l'inflation aussi était élevée, on se débarrassait donc très vite de l'endettement rongé par la hausse des prix, ce qui n'est plus le cas actuellement. Or, l'endettement sans inflation compose une équa­tion tout simplement mortelle : la plupart des pays développés en font aujourd'hui la cruelle expérience. Du coup, pour espérer retrouver une certaine efficacité, les politiques monétaires doivent être de plus en plus violentes. À chaque nouvel épisode, il faut augmenter la dose.

C'est la première fois dans l'histoire de l'économie moderne que tous les marchés financiers du monde sont à ce point, et en même temps, gavés de liquidités. Habitués à recevoir leur dose quotidienne d'argent frais, les opérateurs achètent et vendent compulsi­vement, sans autre considération que le profit à très court terme. Ils le font avec d'autant plus de légè­reté que, à Wall Street comme à la City ou ailleurs, plus de la moitié des *traders* n'ont jamais exercé leur métier autrement que dans l'univers féerique des taux zéro et de l'hyperliquidité. Un univers où toute luci­dité semble anesthésiée par les montagnes de cash. Et tandis que l'écart de rendement entre les titres de bonne qualité et les titres de moins bonne qualité a tendance à se réduire comme peau de chagrin, le lien entre la valeur et le risque se fait de plus en plus ténu, comme si les *traders* s'étaient convaincus d'avoir, quoi qu'il arrive, souscrit une assurance tous risques auprès des banques centrales.

Rien d'étrange à cela, d'ailleurs, car celles-ci ont tout fait pour qu'ils le croient. Le flot de liquidités entretient l'anesthésie généralisée et nourrit l'am­pleur des mouvements que l'on observe sur les prix des actifs (actions, obligations, immobilier) comme sur les taux de change. Des mouvements largement déconnectés de la réalité économique qui, elle, est loin d'être aussi flamboyante. Les grands organismes internationaux - FMI, OCDE ... - n'en finissent plus de réviser leurs perspectives de croissance mondiale à la baisse. Mais qu'importe! À court terme, la sphère financière enterre la sphère économique dans un monde où l'on confond volontiers création moné­taire et création de richesses. La monnaie a fini d'être au service de l'économie réelle.

P. Artus, M-P. Virard, *La folie des banques centrales*, Fayard 2016

**Document 25 : la disparition des primes de risque**

En revanche, le gendarme du système monétaire interna­tional, censé se préoccuper en priorité de ses anomalies de fonctionnement, ne pipait mot sur l'augmentation vertigineuse des flux de capitaux internationaux, sur les prémices d'une guerre des monnaies ou sur le risque qui n'est plus convenablement valorisé sur les marchés, alors qu'en Europe, par exemple, les primes de risque sur les dettes des entreprises publiques et des banques comme sur celles des pays dits périphériques (Espagne, Italie, Portugal) ont tout simplement disparu, avec à la clé le spectre d'une nouvelle crise financière. En effet, la prime de risque représente théoriquement le rendement supplémentaire censé rémunérer l'investis­seur pour sa prise de risque par rapport à celui qu'il aurait encaissé s'il avait investi dans l'actif sans risque par excellence (l'obligation d'État). Or, désormais, ces primes sur un certain nombre de dettes, notamment celles des pays dits périphériques de la zone euro, se sont évaporées, ce qui signifie que les investisseurs ont cessé d'être rémunérés en proportion du risque qu'ils prennent. […]

Dans ce contexte de volatilité extrême, c'est moins le niveau des taux qui pose problème que la dispa­rition des primes de risque. Quand tous les inves­tisseurs achètent des actifs financiers risqués sans les primes associées, quelle que soit l'évolution de l'éco­nomie, c'est comme s'ils couraient directement, et collectivement, vers la falaise! Jean-Claude Trichet, président de la Banque centrale européenne (BCE) de 2003 à 2011, avait coutume d'affirmer que la mission des banques centrales est avant tout de véri­fier que le risque est valorisé correctement par les marchés. On en est loin. Ces folies sont en train de mettre l'économie mondiale à feu et à sang. En conti­nuant à inonder la planète de liquidités, les banquiers centraux jouent un jeu dangereux et l'issue pour­rait bien faire de la crise de 2007-2008 une aimable répétition avant un nouvel accident plus dévastateur encore.

P. Artus, M-P. Virard, *La folie des banques centrales*, Fayard 2016

**Document 26 : l’inefficacité des politiques monétaires**

L'immense pouvoir dont jouissent les banquiers centraux est proportionnel aux espoirs que le monde met dorénavant en eux. On compte sur eux pour relancer la croissance, combattre la déflation, aider à résoudre l'endettement des États, conju­rer l'éclatement de l'euro, faire repartir l'investisse­ment, et bien d'autres choses encore ... On a fini par vouloir régler avec la monnaie tous les problèmes possibles et imaginables, et d'abord ceux de l'éco­nomie réelle. Or, le recours systématique à l'inon­dation monétaire dès qu'un déficit de croissance se Fait jour n'a aucun sens. Les politiques monétaires expansionnistes ne peuvent prétendre guérir l'insuf­fisance de croissance à laquelle nos pays sont désor­mais confrontés, car elle est due à des problèmes liés l l'économie réelle: faiblesse des gains de produc­tivité, démographie flageolante, insuffisance des investissements en nouvelles technologies, défauts de compétence de la population active, partage inef­ficace des revenus ...

Le résultat est là. Tout le monde pensait que la planète allait connaître une reprise économique durable grâce à la potion magique monétaire. On assiste au contraire à un ralentissement de la crois­sance mondiale. En 2015, elle a clôturé l'année sensi­blement au-dessous de son potentiel (3,1 % contre 3,7%). Et encore! Ce chiffre est calculé avec le taux de croissance « officielle » de la Chine (7 %) quand sa croissance réelle n'est probablement que de 3 %, ce qui signifie que la croissance mondiale n'a pas dépassé 2 %. La vérité est que l'économie mondiale est en récession, non cyclique, mais structurelle, et que les velléités de faire de la politique monétaire le remède universel se fracassent sur le mur de l'éco­nomie réelle tout en s'accompagnant d'une prise de risque maximum pour la stabilité financière.

P. Artus, M-P. Virard, *La folie des banques centrales*, Fayard 2016

**Document 27 : le principe du Quantitative Easing**

À partir du début de l'année 2009, toutes les grandes banques centrales ont elles aussi laissé filer leurs taux vers un plus bas historique. Jusqu'à 0,05 % pour la BeE, 0,5 % pour la Banque d'Angle­terre et 0,10 % pour la Banque du Japon. Et ce qui devait arriver arriva: une fois le plancher atteint, la politique monétaire dite classique, conventionnelle, a perdu l'essentiel de son efficacité. On dit alors que l'efficacité de la politique monétaire *via* le manie­ment du taux d'intérêt se heurte au phénomène de la « trappe à liquidité », théorisée par Keynes dès les années 1930 : recevant des liquidités, les agents économiques les stérilisent plutôt que de les investir *etlou* de les dépenser. […]

D'où la nécessité pour les banques centrales de se donner d'autres moyens d'agir, et d'agir en particulier sur la quantité de monnaie en circulation plutôt que sur son prix.

Cette nouvelle politique monétaire va se confondre avec une expression tout à fait inconnue du grand public jusqu'à une période récente: le *Quantitative Easing* (ou assouplissement quantitatif, en fran­çais dans le texte). Une formule *a priori* bien mysté­rieuse quoiqu'il s'agisse, on l'a dit, d'un mécanisme assez simple : la banque centrale se débrouille pour augmenter la quantité de monnaie en circulation dans le circuit économique en achetant elle-même des actifs sur le marché financier. On dit que la banque centrale fait « tourner la planche à billets », ce qui évidemment est une métaphore : le progrès aidant, il n'y a plus ni planche ni billets, juste un jeu d'écriture. Pour accroître la masse monétaire, nul besoin d'imprimer des billets: la méthode moderne consiste à racheter de la dette, autrement dit des obli­gations, publique ou privée; le plus souvent de la dette publique (les emprunts émis par l'État) auprès des banques, des compagnies d'assurance et autres fonds d'investissement. En rachetant des obligations, la banque centrale paie les vendeurs en créant de la monnaie et met ainsi de l'argent en circulation : les établissements financiers obtiennent du cash qu'ils peuvent réinvestir dans l'économie, puisque le placer n'est guère rentable.

Schématiquement, le *QE* fonctionne de la manière suivante. La banque centrale « crée » de la monnaie en créditant les lignes de dépôt des institutions finan­cières dans ses livres de compte, cette monnaie étant la contrepartie d'achats de titres (de la dette) détenus par les institutions financières sur les marchés finan­ciers. Pour ces institutions financières, les créances sont donc converties en argent frais, ce qui gonfle leurs réserves (d'où la notion d'assouplissement « quantitatif ») et leur permet, en théorie, de distri­buer davantage de crédits, et du crédit à meilleur prix (un taux plus faible), aux entreprises et aux particu­liers, lesquels retrouvent une marge de manœuvre pour investir et consommer, ce qui est censé doper l'activité et la croissance.

En outre, le fait que la banque centrale achète massivement des obligations fait baisser leur rende­ment (l'augmentation de la demande d'obligations fait monter leur prix, donc leur rendement baisse), ce qui incite les investisseurs à acheter d'autres actifs financiers (dont les prix se mettent à monter, d'où les « effets de richesse» pour tous les détenteurs d'actifs) que les titres obligataires qui désormais rapportent moins. Le calcul est que les banques prêteront plutôt l'argent à des entreprises et à des particuliers tandis que les « non-banques » (fonds d'investissement, *hedge funds,* etc.) s'intéresseront à des investissements plus risqués dans des start-up, dans des PME ... Par ailleurs, la baisse des rendements obligataires est contagieuse : elle entraîne une baisse des taux des prêts bancaires accordés. Là encore, voilà autant de vitamines supplémentaires pour l'économie. Enfin, en tirant l'ensemble des rendements vers le bas, notamment à long terme, la banque centrale qui s'adonne au *Quantitative Easing* peut espérer favori­ser la dépréciation de la monnaie, une aubaine pour les exportateurs locaux. Le caractère « non conven­tionnel » de cette politique tient au fait que la banque centrale qui y a recours n'utilise pas (ou n'est pas en mesure d'utiliser) les outils traditionnels de la poli­tique monétaire (les taux directeurs).

P. Artus, M-P. Virard, *La folie des banques centrales*, Fayard 2016

**Document  28 : la mise en œuvre du Quantitative Easing**

La décision de recourir aux politiques monétaires non conventionnelles a en outre été prise alors qu'en 2008 le système montrait déjà des signes de suren­dettement annonciateurs de la fin du cycle du crédit initié par Alan Greenspan, l'ex-gouverneur de la Réserve fédérale. Il a toutefois été jugé préférable et possible de repousser les limites de la dette. En fait, les banquiers centraux ont décidé de compenser une demande trop faible provoquée par le manque de pouvoir d'achat des revenus salariaux du monde industrialisé par une expansion ininterrompue du crédit. Ils l'ont fait par l'octroi de garanties gouver­nementales aux débiteurs et institutions affaiblies, par la mise à disposition de liquidités gratuites, par la stimulation de l'appétit des acteurs pour le risque, par la promesse que cela allait continuer et que l'on ne prendrait personne par surprise.

Après trois programmes successifs et un bilan qui est passé de moins de 1 000 milliards de dollars en 2007 à plus de 4 000 milliards, la Fed a décidé le 29 octobre 2014 de mettre un terme au *QE,* mais a maintenu, tout comme le Royaume-Uni, une poli­tique très expansionniste avec des taux d'intérêt qui restent nettement plus bas que la croissance nomi­nale (à la rentrée 2015, le taux des *Fed funds* était à 0,25%, le « dix ans » à 1,91% et le taux de croissance en valeur sur un an à 3,5%). À fin novembre 2015, dans l'attente du début de la remontée des taux des *Fed funds* en décembre 2015, le « 10 ans » était à 2,20%, mais le taux de croissance nominale attendu est près de 4 % en 2016. Quant à la BeE, son programme de *Quantitative Easing* prévoit le rachat de 60 milliards d'euros d'emprunts souverains chaque mois (à partir de mars 2015) jusqu'en septembre 2016, ce qui repré­sentera 1 140 milliards d'euros et correspond à un peu plus de 10% de la masse monétaire en circulation en zone euro. En théorie, la Banque centrale européenne s'est lancée à son tour dans le *QE* pour ramener l'infla­tion de la zone euro (qui est nulle, -0,1% en août 2015) vers son objectif, c'est-à-dire légèrement en dessous de 2%. En réalité, la création *ex nihilo* de monnaie fait mécaniquement baisser le cours de l'euro (d'octobre 2014 à octobre 2015, la monnaie européenne a cédé 10% contre le billet vert). C'était voulu: toutes choses égales par ailleurs, les exportations de la zone sont redevenues plus compétitives.

P. Artus, M-P. Virard, *La folie des banques centrales*, Fayard 2016

**Document 29 : le *quantitative easing*, effets et limites**

> La planche à billets des temps modernes

Le *quantitative easing* (QE) (assouplissement monétaire en français) est un instrument non conventionnel de politique monétaire utilisé par certaines banques centrales afin de stimuler la croissance, Le principe : les banquiers centraux rachètent massivement des actifs -la Banque centrale européenne (BCE) rachète principalement des titres de dette publics, mais d'autres banques centrales comme la Federal Reserve (Fed) rachètent également des actions ­auprès des banques privées, des assurances et des fonds d'investissements, Pour acquérir ces titres, la banque centrale crée de la monnaie, qui sera donc réinjectée dans les circuits bancaires, Le but est d'accroître le montant des liquidités des banques afin de les inciter à accorder plus facilement des prêts aux ménages et entreprises, et ainsi favoriser le redémarrage du crédit, de la consommation et, de facto, de la croissance.

Le recours à cet instrument de politique monétaire est tout à fait inédit dans l'histoire des banques centrales, La Fed a commencé à l'utiliser dès 2008, après la faillite de la banque américaine Lehman Brothers. Elle a ensuite été suivie par la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon, La Fed a interrompu le rachat d'actifs courant 2014, après six années d'opérations ayant totalisé près de 6700 milliards de dollars mis en circulation dans l'économie. Au total, depuis2007, près de 13000 milliards de dollars - soit 11400 milliards d'euros - ­ont été injectés par les banques centrales dans le monde. Depuis mars 2015, la BCE rachète à son tour des actifs au rythme de 60 milliards d'euros par mois, Le programme devait durer jusqu'en septembre 2016, mais a été prolongé au minimum jusqu'en mars 2017.

> Les conséquences du *quantitative easing*

Le QE est censé réussir là où la simple baisse du taux directeur - déjà maintenu à un niveau proche de zéro dans la zone euro et aux États-Unis depuis plusieurs années - a échoué : relancer la croissance et le taux d'inflation à 2 %, évitant ainsi le spectre de la déflation, L'un des enjeux consiste notamment à favoriser le recours à l'emprunt pour inciter les ménages à consommer et les entreprises à investir. Or, dans la zone euro, ni la croissance ni le taux d'investissement ne sont pour l'instant au rendez-vous, Aux États-Unis, en revanche, l'usage du QE semble avoir fait ses preuves, les indicateurs étant revenus au vert, couplés à un taux de chômage inférieur à 5 %.

Plusieurs éléments permettent d'expliquer ces différences : la durée d'action n'est pas la même, la BCE n'ayant démarré son opération de rachat d'actifs qu'en mars 2015, et les États-Unis peuvent coupler leur politique monétaire avec une politique budgétaire adéquate, ce qui n'est pas le cas dans la zone euro, où la politique budgétaire reste à la discrétion de chaque État membre. Si le plan d'action de la BCE n'est pas modifié, l'institut de Francfort devrait injecter dans l'économie un total de 1460 milliards d'euros en deux ans, sachant qu'un potentiel de 7 000 milliards d'euros de dettes souveraines circule dans la zone euro.

> Quels sont les risques?

Pour que les pays de la zone euro acceptent de faire tourner cette nouvelle planche à billets -l'Allemagne se montrait particulièrement réticente -, la BCE s'engage à racheter les titres des États membres en proportion de la part de capital qu'ils détiennent dans la banque centrale. Ainsi, des pays comme l'Allemagne et la France se retrouvent avantagés par rapport à des États comme l'Espagne et le Portugal. Le QE ne bénéficie donc pas de la même façon à tous les pays de la zone euro.

Le QE remplit également une autre fonction : celle de rassurer les marchés financiers en soutenant la valeur de certains actifs, notamment les obligations. En France, l'année 2015 a été relativement satisfaisante, l'indice boursier flirtant avec la barre symbolique des 5 000 points à de nombreuses reprises. Une politique accommodante vis-à-vis des investisseurs financiers, qui pourrait favoriser la formation de bulles spéculatives et déboucher sur une nouvelle crise financière.

*Le quantitative easing : effets et limites*, in *Le nouveau rôle des banques centrales,* Problèmes économiques 3126, La documentation française 02/2016

**2.3 La question des coordinations : politiques budgétaire/monétaire, politiques monétaire/politique prudentielle, politique monétaire entre les banques centrales**

**Document 30 : les effets pervers de la politique monétaire expansionniste sur la stabilité financière :**

🡺 la hausse du prix des actifs et de l’immobilier

Premier indice éloquent de cette menace: les bulles sur les prix d'actifs sont de retour. La politique laxiste menée par les banquiers centraux n'a pas fait reve­nir l'inflation au sens traditionnel du terme, c'est-­à-dire celle des salaires ou des biens et services, mais elle a nourri l'inflation des prix des actifs. C'est la nouveauté radicale de la période récente.

On l'a dit, les motivations d'une banque centrale qui met en place un programme de *Quantitative Easing* peuvent être diverses. D'abord, accroître la liquidité des banques en espérant faire repartir le crédit, ce qui n'a pas jusqu'à maintenant été très effi­cace (à l'automne 2015, on ne voyait qu'une modeste reprise du crédit aux entreprises aux États-Unis et une reprise globale du crédit encore plus modeste en zone euro). Mais aussi faire monter les prix des actifs afin de soutenir la demande *via* les effets de richesse, cc qui s'est effectivement produit aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon (en revanche, les effets de richesse sont toujours très limités en zone euro en raison de la quasi-inexistence des fonds de pension investis en actifs financiers).

Le *QE* fabrique en effet la hausse des prix d'ac­tifs. La banque centrale achète directement des actifs (surtout des obligations), ce qui fait monter leur prix (donc baisser les taux d'intérêt à long terme). Quant aux institutions financières qui vendent ces obligations à la banque centrale, elles reçoivent de la monnaie en échange et rééquilibrent leurs porte­feuilles en achetant d'autres actifs, notamment des actions, ce qui fait aussi monter leur prix. En réalité, les banques centrales se servent de ces bulles sur les prix des actifs, notamment des actions et de l'immo­bilier, comme d'un instrument de la politique moné­taire afin de faire apparaître les effets de richesse nécessaires à la stimulation de la demande par l'enri­chissement des détenteurs de portefeuilles.

Lorsque le *QE* a été mis en place aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, une partie de la liqui­dité supplémentaire a été investie en actions. […]

🡺 aléa moral et apparition d’une bulle spéculative

Que les banques centrales souhaitent compen­ser une demande trop faible en raison du manque de pouvoir d'achat des revenus salariaux par une expansion ininterrompue du crédit et des revenus non salariaux n'est pas surprenant. La manœuvre est toutefois périlleuse, car la hausse des cours boursiers obtenue dans ces conditions crée ce que l'on appelle dans le jargon des économistes un « aléa de mora­lité ». Si les investisseurs sont incités à croire que la banque centrale a décidé d'encourager la prise de risque au nom des effets de richesse, les pires excès sont à craindre, car ils se sentent en quelque sorte « assurés» contre les conséquences de leurs compor­tements dès lors que les banques centrales ont fait passer le message que la fête et le feu d'artifice allaient continuer et que l'on ne prendrait personne par surprise.

Les investisseurs adorent croire que la banque centrale les « assure » gratuitement contre la baisse du prix d'un actif. C'est ce que l'on a appelé en son temps le *Greenspan put,* un terme utilisé pour décrire les interventions de la Réserve fédérale américaine sous la présidence d'Alan Greenspan (1987-2006). En cas de recul des cours boursiers, la Fed intervenait pour assouplir la politique monétaire (en baissant les taux ou en injectant des liquidités) afin de soutenir les prix des actifs. Dit autrement, en intervenant systé­matiquement, la banque centrale limitait la baisse du cours des actions, créant ainsi pour les investisseurs une opportunité de vendre à un prix supérieur à celui qui aurait prévalu sans son intervention. En consé­quence, le potentiel à la baisse était limité quand le potentiel à la hausse ne l'était pas (d'où la référence au terme *put).*

En finance, on parle d'une option *put* pour dési­gner une option de vente qui peut être exercée si le prix de l'actif dont il est question dans le contrat descend sous un seuil donné et fixé à l'avance. Un *put* est donc par extension une assurance contre la baisse du prix d'un actif qui est, dans ce qui nous inté­resse ici, non pas achetée sur le marché (des options), mais offerte gracieusement par la banque centrale. […]

Lorsque les investisseurs se mettent à croire en l'exis­tence d'un *put,* ils achètent donc sans retenue l'actif correspondant, dont le prix va d'ailleurs monter en raison de ces achats mimétiques. La croyance fait bien­tôt apparaître une bulle sur le prix de l'actif concerné. Et comme les investisseurs s'endettent, le cas échéant, pour investir en bourse et suivre le mouvement à la hausse, la formation de la bulle se double vite d'une augmentation de l'endettement encouragée par le niveau très bas des taux d'intérêt.

Une fois amorcé le mouvement de hausse, la croyance dans l'existence du *put* devient de plus en plus néces­saire pour maintenir le flux acheteur. Le *put* est là pour que l'on continue à acheter, pour faire en sorte qu'il n'y ait pas de *run,* autrement dit de ruée pour exiger la conversion de tous ces actifs financiers en cash. Le *put* est ce qui donne sa cohérence au système mis en place par les banquiers centraux. Mais l'histoire finit toujours de la même manière: lorsque les investisseurs prennent conscience que le *put* n'existait que dans leur imagina­tion, la bulle explose. […]

🡺 une réaction violente des marchés

Si les banques centrales s'étaient souciées un tant soit peu de la stabilité financière comme elles s'y étaient solennellement engagées, notamment après le coup de tabac de 2008, elles n'auraient pas laissé augmenter anormalement les taux d'endettement du secteur privé et la valorisation des actifs, tout comme elles n'auraient pas laissé piquer du nez à ce point les primes de risque. Si elles avaient sérieusement pris en compte l'objectif de stabilité financière, elles auraient mené des politiques plus restrictives de 1997 à 2000 et de 2002 à 2007. De même, dans la période qui a suivi la crise de 2008, elles auraient resserré les boulons plus tôt aux États-Unis comme au Royaume-Uni et mis en place le *QE* plus tôt en zone euro, puisqu'en 2015 les cours des actions y étaient déjà élevés et les primes de risque faibles. Le recours inconsidéré au *Quantitative Easing* lorsque la situation des marchés financiers est bonne (ce qui est le cas en zone euro) ne peut en effet que faire enfler les bulles: c'est bien la preuve qu'une banque centrale ne devrait pas utiliser celles-ci comme instrument de la politique monétaire pour soutenir l'économie. Plus la liquidité est abon­dante, plus la taille des flux de capitaux qui migrent brutalement, et sans préavis, d'un actif à un autre est grande, et plus la réaction des marchés financiers est violente. À l'été 2015, l'inquiétude qui s'est soudai­nement fait jour sur les perspectives de croissance des pays émergents a provoqué des sorties de capitaux depuis ces pays dix fois plus importantes qu'il y a dix ans dans les mêmes circonstances, ce qui explique l'effondrement de leurs devises (les devises des pays émergents hors Chine ont perdu en moyenne 30 % contre le dollar depuis janvier 2014).

P. Artus, M-P. Virard, *La folie des banques centrales*, Fayard 2016

**Document 31 : la crainte pour les marchés empêche les banques centrales de changer de politique monétaire**

[…] nous sommes peut-être entrés dans un nouveau régime où les cycles écono­miques ne sont plus liés au cycle de la politique monétaire et de l'inflation, et que les « cycles moné­taires » aujourd'hui disparus vont être remplacés par des politiques monétaires durablement laxistes avec taux d'intérêt faibles et abondance de liquidi­tés. Il s'agirait d'un bouleversement fondamental dont l'ambiguïté tient en une phrase: on ne sort pas d'une politique monétaire expansionniste lorsque celle-ci a été menée sur longue période (et alors que les banques centrales n'y sont plus contraintes par le niveau de l'inflation). Songeons, par exemple, que le laxisme règne sur le régime monétaire japo­nais depuis 1999 (depuis 2008 aux États-Unis et au Royaume-Uni, 2009 en Suède et dans la zone euro). Et jusqu'à preuve du contraire, ce n'est pas l'infla­tion qui peur contraindre ces différents pays à en sortir. En tout cas, sans doute pas dans les années qui viennent. Du coup, ce qui obsède avant tout les banquiers centraux, ce sont les conséquences d'une remontée du loyer de l'argent.

Et d'abord pour les emprunteurs. Dans l'OCDE, les taux d'endettement sont élevés dans de très nombreux pays. Un relèvement des taux d'intérêt à long terme aurait un effet catastrophique sur les finances publiques comme sur les dettes des emprun­teurs privés (augmentation du nombre de défauts, baisse de la demande). Dans le cas américain, cela concerne aussi les dettes internationales émises en dollars (13 000 milliards de dollars au troisième trimestre 2015). La Fed peut être sensible au fait que la hausse des taux d'intérêt américains risque de dégrader la situation des pays étrangers endettés dans sa monnaie.

Surtout, les banques centrales redoutent plus que tout de faire apparaître d'énormes pertes dans les portefeuilles des investisseurs. Lorsque les taux d'in­térêt à long terme ont été durablement bas, comme c'est le cas depuis plusieurs années, les investisseurs institutionnels et les banquiers ont eu le temps de renouveler tous leurs portefeuilles obligataires en achetant des obligations à coupons très faibles. Une remontée des taux à long terme leur infligerait des pertes très importantes. Ainsi, avec un encours des portefeuilles obligataires cumulés (investisseurs institutionnels et banques) inscrits dans les comptes de 300 % du PIB, la banque centrale japonaise veut éviter le bain de sang. Sans atteindre de telles extrémités, les encours représentent 130 % du PIBau Royaume-Uni, 95 % en zone euro et 55 % aux États-Unis. Des chiffres suffisamment conséquents pour donner des sueurs froides à plus d'un banquier central. De même, toute remontée des taux expose­rait au risque de « dislocation» des marchés finan­ciers, surtout dans une situation où la liquidité de marché est faible. De nombreux fonds d'investisse­ment ont en effet collecté de l'épargne très liquide (qu'ils s'engagent à restituer dans la journée si elle est réclamée) et ont investi dans des actifs illi­quides (dont les prix chutent lourdement en cas de vente). Lorsque se produit une récession ou une augmentation brutale de l'aversion pour le risque sur les marchés, ces fonds doivent rembourser les épargnants et vendent dans l'urgence, provoquant l'effondrement des actifs qu'ils détiennent et des marchés financiers.

Par ailleurs, on l'a vu, dans la course éperdue derrière la croissance, les banques centrales sont extrêmement réticentes à l'idée de voir s'évaporer les effets de richesse qui, à l'heure actuelle, constituent un des carburants indispensables de la demande inté­rieure. N'oublions pas enfin que la première banque centrale qui augmentera ses taux directeurs exposera sa monnaie à l'appréciation, ce qui n'est pas non plus une bonne nouvelle pour la croissance économique.

P. Artus, M-P. Virard, *La folie des banques centrales*, Fayard 2016

**Document 36 : complémentarité ou conflit entre stabilité monétaire et stabilité financière**

Dans un régime régulier, la stabilité monétaire et la stabilité financière sont deux objectifs complémentaires. La première peut même être considérée comme une condition nécessaire à la réalisation de la seconde. La stabilité financière est sans doute mieux assurée dans un environnement macro- économique qui a lui aussi cette propriété. Dans cette situation, une politique monétaire orientée vers la stabilité des prix – sans pour autant se désintéresser des fluctuations de l’activité économique – devrait contribuer à la stabilité financière. La poursuite d’un objectif de faible inflation est alors la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à la stabilité du système financier. De la même façon, la stabilité financière contribue sans doute à la stabilité monétaire. La solidité et l’efficacité du système financier concourent à la croissance de l’économie et renforcent sa résistance aux chocs. Inversement, les crises bancaires et financières se traduisent par un ralentissement de l’activité économique qui peut rendre difficile la réalisation de l’objectif d’inflation ; dans les cas extrêmes, une spirale déflationniste peut même se déclencher. Différents mécanismes peuvent contribuer au renforcement mutuel de la stabilité monétaire et de la stabilité financière (Papademos, 2009). Les contrats financiers étant rédigés en termes nominaux, la stabilité des prix élimine les effets redistributifs arbitraires, entre prêteurs et emprunteurs, dus à l’inflation non anticipée et donc les conséquences (difficultés financières voire défaillances) qu’ils pourraient avoir. Un bon ancrage des anticipations augmente l’efficacité de la politique monétaire quand les taux d’intérêt sont proches de zéro ; cela permet d’éviter le déclenchement d’une spirale déflationniste, de stabiliser l’activité et de contribuer à la stabilité financière. De son côté, la stabilité financière renforce l’efficacité de la politique monétaire en assurant un bon fonctionnement de ses mécanismes de transmission à l’intérieur de la sphère financière ainsi qu’entre celle-ci et le secteur réel. En cas de chocs, tout dépend de leur nature. Dans certains cas, les deux objectifs restent complémentaires (Artus, 2010). Voici quelques exemples : un choc de demande ayant des effets positifs sur l’inflation, le crédit, les prix des actifs ; un choc négatif sur le taux d’intérêt réel qui entraîne des hausses de la demande, des prix des actifs, et du crédit ; une poussée des prix des actifs qui provoque hausse de la demande et du crédit par effet de richesse, donc aussi hausse des prix ; dans ces trois situations, une hausse des taux contribue à la fois à la réalisation de la stabilité monétaire et à celle de la stabilité financière. Mais, il y a des cas où la poursuite de la stabilité monétaire et la recherche de la stabilité financière peuvent être antagoniques. Il en est ainsi chaque fois que, à la suite d’un choc, la première exigerait le statu quo pour les taux d’intérêt – pas de risque inflationniste – alors même que la seconde nécessiterait leur relèvement – emballement du crédit accompagnant une envolée des prix des actifs. Le risque de conflit entre stabilité monétaire et stabilité financière est notamment élevé en cas de choc d’offre – comme en 2007-2008 avec une révision à la hausse des anticipations inflationnistes à la suite de l’augmentation des prix des matières premières et des produits de base alors même que le système financier connaissait une crise de liquidité, avec des tensions sur le marché monétaire – ou en cas de modifications des comportements des agents économiques – comme dans la période qui a précédé la crise où, après une longue période de stabilité des prix et de taux d’intérêt bas, des déséquilibres financiers se sont formés et développés en raison d’une sous-estimation des risques et d’un endettement exagéré de la part des agents économiques (Papademos, 2009). Dans un tel contexte, l’utilisation des taux d’intérêt ne permet pas, à elle seule, d’atteindre les deux objectifs. Le recours à la politique macroprudentielle correspond à ce besoin d’avoir un outil supplémentaire. L’articulation entre les deux instruments doit alors être envisagée conformément aux recommandations du principe d’affectation des instruments de Mundell.

J-P. Betbèze, C. Bordes, J. Couppey-Soubeyran et D. Plihon, *Banques centrales et stabilité financière*, rapport du CAE, La documentation française 2011

**Document 37 : Le paradoxe de la crédibilité illustre la complexité des liens entre stabilité monétaire et stabilité financière**

Jusqu’à la crise, les banques centrales avaient construit leurs stratégies sur l’hypothèse que la stabilité monétaire conduirait nécessairement à la stabilité financière et à une croissance économique durable. Longtemps, la Grande modération avait semblé leur donner raison. Mais la crise a remis en cause cette vision, montrant, au contraire, qu’une politique de stabilité monétaire pouvait favoriser les bulles et les déséquilibres financiers. Rétrospectivement, il se dégage un large consensus autour de l’idée que la stabilité monétaire des années 1990-2000 s’est révélée préjudiciable à la stabilité financière puisqu’elle a incité les acteurs économiques, et tout particulièrement les banques, à prendre davantage de risques. Dans ce contexte, ainsi que l’explique Claudio Borio, la crédibilité des banques centrales a été une « épée à double tranchant » : elle explique à la fois leur succès passé et leur infortune actuelle. Les banques centrales sont parvenues dans les années quatre-vingt-dix à ancrer les anticipations des agents économiques à un niveau bas d’inflation. Mais, ce faisant, elles ont aussi contribué à nourrir un sentiment exagéré de sécurité et de confiance favorisant une prise de risque et un endettement excessif (voir Borio et Lowe, 2002). Ce « paradoxe de la crédibilité » en rejoint un autre, développé par Hyman Minsky dans les années soixante-dix : le « paradoxe de la tranquillité ». Selon cette analyse, les crises de surendettement se préparent lorsque tout va bien et que les agents économiques (ménages, entreprises) profitent de la croissance et des taux d’intérêt bas non seulement pour emprunter, ce qui serait individuellement rationnel, mais pour emprunter trop, et d’une manière contagieuse. Lorsque les taux d’intérêt se retournent, en particulier du fait du resserrement de la politique monétaire, l’endettement qui paraissait soutenable compte tenu du niveau modéré des taux d’intérêt, devient insupportable et vire au surendettement. La séquence ainsi décrite correspond bien aux étapes qui ont conduit à la crise des subprimes de 2007. La crédibilité des banques centrales peut également favoriser l’instabilité en retardant la réaction de ces dernières. Marvin Goodfriend (2001) fut le premier à expliquer que la Banque centrale peut se laisser leurrer par sa crédibilité et ne pas réagir suffisamment vite à une contraction de l’activité et favoriser ainsi un contexte de déflation et de stagnation. Cette idée est reprise par Borio et White (2003) : lorsque la Banque centrale est crédible, les anticipations d’inflation sont ancrées sur l’objectif de long terme de celle-ci. Une liquidité abondante mettra alors beaucoup de temps à se transformer en inflation : les banques centrales tarderont trop à relever leur taux d’intérêt pour empêcher la formation de déséquilibres financiers. […]

En bref, stabilité monétaire et stabilité financière entretiennent des relations d’interdépendance tantôt convergentes, tantôt conflictuelles, qui empêchent de subordonner ces deux missions l’une à l’autre. Elles doivent être menées ensemble, au moyen d’une panoplie d’instruments suffisamment étendue pour faire face aux situations éventuelles de conflits. Or, tout au long des années 1990-2000, la stabilité financière a été largement subordonnée à la mission prioritaire de stabilité monétaire.

J-P. Betbèze, C. Bordes, J. Couppey-Soubeyran et D. Plihon, *Banques centrales et stabilité financière*, rapport du CAE, La documentation française 2011

**Document 38 : la coordination incontournable entre politique monétaire et budgétaire**

Dans un univers incertain, les comportements individuels ne sont pas régis par des attitudes psy­chologiques exogènes. Le prix du risque est une convention collective variable qui est produite par l'interaction des acteurs dans les marchés finan­ciers. De là vient la possibilité du momentum qui est une logique d'amplification du cercle vicieux endettement/hausse du prix des actifs lorsque le prix du risque baisse fortement. Le dilemme de la finance en résulte: plus le prix du risque incor­poré dans les rendements des actifs est bas, plus la finance est vulnérable au risque systémique. Le risque est surévalué et devient systémique dans les crises parce qu'il a été sous-évalué dans les euphories collectives antérieures. La politique monétaire est prise dans le même dilemme: une politique qui favorise une diminution forte du prix du risque parce que l'inflation est basse provoque les vulnérabilités financières qui vont faire bondir le prix du risque ultérieurement.

Pour éviter que les banques centrales ne soient contraintes à des sauvetages a posteriori, dont ni l'ampleur ni la durée ne peuvent être maîtrisées, la politique macroprudentielle est un nouvel outil dédié à la stabilité du système financier dans son ensemble. Pour réaliser cet objectif, la politique macroprudentielle doit maintenir le prix du risque à un niveau suffisamment élevé dans la phase d'expansion financière pour éviter qu'il ne s'élève de manière destructrice dans la phase de retour­nement. Il s'agit donc d'influencer l'arbitrage prix du risque/probabilité de crise systémique qui est inhérent à l'instabilité intrinsèque de la finance. Pour modifier les conditions de cet arbitrage, il faut agir sur les vulnérabilités sous-jacentes, structurelles et dynamiques. Les vulnérabilités structurelles proviennent des interconnexions et des complexités de l'intermédiation de marché. Les vulnérabilités dynamiques sont endogènes au cycle financier. Ce sont les leviers croissants des intermédiaires liés au momentum des prix d'actifs et les *mismatchs* grandissants d'échéances par recours au marché de dettes de plus en plus courtes pour financer des actifs longs et illiquides. Contrôler et modérer ces vulnérabilités est l'enjeu de la politique macroprudentielle. Par leurs com­posantes dynamiques, les vulnérabilités évoluent dans le cycle financier. Il s'ensuit que la politique macroprudentielle ne peut pas être indépendante de la politique monétaire. Les indicateurs du risque systémique et les instruments pour les maî­triser doivent être incorporés dans une politique monétaire élargie à l'objectif de préservation de la stabilité financière, c'est-à-dire réduire l'amplitude du cycle financier pour modérer la fréquence et la sévérité des crises.

Le dogme selon lequel la politique monétaire doit être indépendante de la politique budgé­taire n'a pas de sens dans le cycle financier. Après le retournement des prix d'actifs, les périodes de désendettement du secteur privé s'accompagnent initialement d'une hausse de l'endettement du secteur public. La question fondamentale de la politique budgétaire est celle du rythme de désendettement public contingent au rythme de désendettement privé. L'articulation des politiques monétaire et budgé­taire est le pivot d'une stratégie de désendette­ment. En modulant le rythme de la consolidation budgétaire sur le rythme de désendettement privé, la politique budgétaire permet de sou­tenir le revenu nominal. L'objectif de revenu nominal et le désendettement privé contingent garantissent conjointement la soutenabilité de la dette publique. Corrélativement, l'objectif de la banque centrale est de fait le soutien du revenu nominal. Il doit donc y avoir colla­boration entre les deux piliers d'une politique macroéconomique. En réduisant l'amplitude du cycle financier si elle est efficace, la politique macroprudentielle aide aussi parce qu'elle dimi­nue l'ampleur des déficits publics nécessaires dans la phase de retournement.

La crise financière a fait faire un grand tour à la politique monétaire. Sous l'influence de la « nou­velle économie classique », qui avait radicalisé la vieille théorie monétariste par l'hypothèse d'anti­cipations rationnelles, la politique monétaire était restreinte à un instrument, le taux d'intérêt court, pour un objectif, l'inflation cible. La crise finan­cière a remis en question fondamentalement ces présupposés théoriques. Il s'ensuit que la politique monétaire se trouve au confluent de trois objectifs: la stabilité du niveau général des prix (donc de la valeur de la monnaie), la stabilité financière, la soutenabilité de la dette publique. La théorie de la politique économique enseigne qu'il est possible de surmonter les conflits d'ob­jectifs si l'autorité en charge de la régulation macroéconomique dispose d'au moins autant d'instruments que d'objectifs. De plus, ces ins­truments doivent être affectés aux objectifs pour lesquels ils sont relativement les plus efficaces.

Cette redéfinition de la politique monétaire va au-delà des mesures d'exception provoquées par la crise financière. Les trois objectifs interdépen­dants ne peuvent être poursuivis dans l'intérêt du bien commun sans dialogue entre les autorités responsables de la politique économique.

M.Aglietta, *Repenser la politique monétaire*, in *Le nouveau rôle des banques centrales,* Problèmes économiques 3126, La documentation française 02/2016

**3.Une fiche de fondamentaux : Quelle est la place de l’Union européenne dans l’économie globale ?**

# **Éléments factuels**

**Axe 1**

1957 Traité de Rome => Union douanière, libre circulation des marchandises

1985 Shengen => libre circulation des personnes

1986 Acte unique => libre circulation des capitaux

1992 Traité de Maastricht => Monnaie unique et BCE

1998 : création de la BCE

1999 – 2002 : entrée en vigueur de l’euro

Des élargissements successifs qui conduisent à une Union européenne à 28 pays et une zone euro à 19.

2007-2009 Traité de Lisbonne (*ne parle plus de marché commun ou unique mais de marché intérieur*), réforme des institutions.

06/2016 Brexit : 52% de ‘’oui’’ à la sortie du R-U de l’UE

**Axe 2**

En 1997, le Pacte de stabilité et de croissance, qui fait suite aux critères de convergence du traité de Maastricht, limite l’inflation, les déficits publics (3% du PIB), la dette publique (60% du PIB), institue une procédure de surveillance multilatérale et une procédure de sanction.

Convergence et faiblesse de l’inflation dans la zone.

Un seul taux directeur mais des taux d’intérêt réels différents selon les pays (parfois négatifs aujourd’hui).

Baisse des taux d’intérêt pour lutter contre la crise : le taux directeur de la BCE passe de 4% à 0,25% entre 2009 et 2013 et même 0% en 2016.

En 2010, la création du Mécanisme européen de stabilisation financière et du fond européen de stabilité financière ; puis du Mécanisme européen de stabilité doté de 750 milliards d’euros (voté en déc. 2010 et entre en vigueur en sept. 2012)

En 2011, création du Semestre européen afin de renforcer la coordination des politiques économiques.

Intervention de la BCE sous la forme de rachats de titres déjà émis par les États lourdement endettés.

**Axe 3**

2007 : l’Allemagne transfère une partie des cotisations sociales sur la TVA afin de réduire le coût du travail.

Traité de Lisbonne => principe de la neutralité fiscale, mais harmonisation de la fiscalité n’est pas uniformisation : chaque pays de l'UE possède un taux de TVA "standard" d'au moins 15% et un (ou 2) taux réduit(s) d'au moins 5%. Les taux standard varient de 15% pour le Luxembourg à 27% pour la Hongrie.

Aucun pays ne peut modifier ses taux de manière unilatérale, besoin de l'accord de tous ses partenaires, le traité prévoyant que les décisions sont prises à l'unanimité.

Mars 2016, le taux de chômage varie selon les pays entre 4,1% (Rep. Tchè) et 24,4% (Grè). En juin 2016, le salaire minimum de l’UE varie entre 215€ (Bulg) et 1 923€ (Lux.), 1 466€ pour la France ; le PIB/h des pays de la zone s’échelonne entre 47% et 266% du PIB/h de l’UE à 28. Une dette publique qui varie de 23% à 179% du PIB. (Eurostat 2016).

**Pistes éventuelles d’approfondissement (non exigibles aux épreuves)**

Étapes progressives mais non linéaires du processus d’intégration selon Bela Balassa.

Triangle d’incompatibilité de Mundell : Impossibilité d’avoir à la fois des taux de change fixes, une libre circulation des capitaux et une autonomie de la politique monétaire, ce qui serait la situation la plus favorable à l’activité économique.

Notion et mécanismes de chocs asymétriques.

Question de la concurrence sociale, fiscale, environnementale (la concurrence entre pays l’emporterait sur la coopération ?).

**Les notions du programme**

**Mondialisation :** émergence d’un vaste marché mondial des marchandises, des capitaux et des personnes.

**Finance internationale :** ensemble des flux de capitaux et de devises entre pays ainsi que les institutions qui les régulent.

**Euro :** nom de la monnaie unique européenne

**Union économique et monétaire :** zone qui se caractérise par un vaste marché des biens, des services, des capitaux et de la main d’œuvre, par une monnaie et une politique monétaire uniques ainsi que par une certaine harmonisation des politiques économiques.

**Intégration européenne :** processus par lequel des pays européens se dotent d’un marché unique, d’une monnaie unique et d’une certaine harmonisation des politiques économiques, fiscales, sociales… voire réalisent une Union politique

**Acquis de première**

Banque centrale, politique budgétaire, politique monétaire, politique conjoncturelle.

**Mécanismes économiques à mobiliser**

***Axe 1***

Un processus d’intégration économique et monétaire original dans une zone européenne qui s’élargit : suppression des barrières douanières, libre circulation des marchandises, des capitaux et des personnes => création d’un marché commun, mise en œuvre de politiques communes (ex : la PAC) ; puis => marché unique (ex. : politique monétaire), mise en place d’une monnaie unique, d’institutions politiques et de processus de décisions.

***Axe 2***

Dans un contexte d’instabilité monétaire et financière mondiale :

- la zone euro apparaît comme une zone de relative stabilité et de confiance favorable à la croissance,

- sans les éviter, la politique monétaire unique de la zone euro permet de mieux faire face aux conséquences des crises monétaires et financières.

L’Union monétaire renforce de fait les interdépendances entre les politiques économiques de la zone (entre politique monétaire et budgétaires et entre politiques budgétaires)…

… qui obligent à une coordination de ces politiques macroéconomiques : pacte de stabilité et de croissance, politique monétaire unique, suppression des politiques monétaires non coopératives au sein de la zone euro. Toutefois, ces interdépendances rendent difficile l’adaptation des politiques économiques aux situations particulières des États membres.

***Axe 3***

La coordination des politiques économiques est difficile en raison :

- de situations économiques, sociales et priorités politiques diverses au sein de la zone,

- de politiques budgétaires qui restent nationales et qui rendent difficile la coordination politique monétaire – politiques budgétaires,

- de politiques économiques pas toujours coopératives,

- faiblesse relative des budgets européens et des moyens de l’action structurelle.

# **Les grands axes et problématiques**

***Axe 1 :*** En quoi la construction d’un vaste marché intérieur et d’une monnaie unique conduit-elle à l’expérience actuellement la plus aboutie d’intégration économique et monétaire ?

***Axe 2 :*** En quoi l’Union monétaire a-t-elle une importance dans le contexte monétaire et financier international et renforce-t-elle les interdépendances des politiques macroéconomiques des États membres ?

***Axe 3 :*** Comment expliquer les difficultés de la coordination des politiques économiques dans l’Union européenne ?

**4. Les sujets de bac, extrait du BO spécial n°7 du 6 octobre 2011**

**3.1 Épreuve de sciences économiques et sociales (enseignement obligatoire)**

Dissertation s'appuyant sur un dossier documentaire.  
**Structure de l'épreuve**Le libellé du sujet de la dissertation invite le candidat à poser et à traiter, d'une façon organisée et réfléchie, un problème exigeant un effort d'analyse économique et/ou sociologique.  
Pour aider le candidat à asseoir son travail sur des informations précises, un dossier est mis à sa disposition. Ce dossier ne doit ni borner son horizon (en le détournant du recours à ses propres connaissances), ni lui servir de prétexte à un commentaire systématique et détaillé. Il comporte 3 ou 4 documents de nature strictement factuelle. Il s'agit principalement de données statistiques (graphiques, tableaux) ; un document-texte peut figurer dans le dossier documentaire à condition qu'il soit lui aussi strictement factuel (chronologie, extrait d'entretien, monographie, récit de vie, compte rendu d'enquêtes, etc.). Chaque document statistique ne devra pas dépasser 120 données chiffrées et le texte éventuel comporter plus de 2 500 signes.

Épreuve composée  
**Structure de l'épreuve**Cette épreuve est constituée de trois parties :  
**- Partie 1 - Mobilisation des connaissances (6 points)**Cette première partie de l'épreuve, sans document, est composée de deux questions, notées chacune sur 3 points, portant sur des champs différents du programme (science économique ; sociologie ; regards croisés).  
**- Partie 2 - Étude d'un document (4 points)**Cette deuxième partie de l'épreuve comporte une question générale et un document de nature strictement factuelle. Il s'agit principalement d'un document statistique (graphique ou tableau) de 120 données chiffrées au maximum ; il peut aussi s'agir d'un document texte, de 2 500 signes au maximum, à condition qu'il soit lui aussi strictement factuel (extrait d'entretien, monographie, récit de vie, compte rendu d'enquêtes, etc.).  
**- Partie 3 - Raisonnement s'appuyant sur un dossier documentaire (10 points)**Le libellé du sujet invite le candidat à développer un raisonnement, à rassembler et mettre en ordre des informations pertinentes issues du dossier documentaire et de ses connaissances personnelles. Le dossier documentaire mis à la disposition du candidat ne doit ni borner son horizon (en le détournant du recours à ses propres connaissances), ni lui servir de prétexte à une paraphrase ou à un commentaire systématique et détaillé. Il comporte 2 ou 3 documents de nature différente (textes, graphiques, tableaux statistiques, schémas, etc.). Chaque texte ne devra pas dépasser 2 500 signes et chaque document statistique comporter plus de 120 données chiffrées.  
  
**3.2 Épreuve d'économie approfondie et de sciences sociales et politiques (enseignement de spécialité)**  
Structure de l'épreuve  
Les candidats ayant suivi l'enseignement de spécialité d'économie approfondie ou de sciences sociales et politiques disposent d'une heure supplémentaire pour traiter, au choix, l'un des deux sujets qui leur sont proposés.  
Chaque sujet comporte une question générale, prenant appui sur un ou deux documents, dont l'énoncé invite le candidat à conduire une argumentation, à mettre en ordre des informations pertinentes issues du dossier documentaire et de ses connaissances personnelles. Dans le cas où le sujet ne comporte qu'un seul document, il s'agit obligatoirement d'un texte (2 500 signes au maximum) ; dans le cas où il comporte deux documents, ils sont de nature différente (texte de 1 300 signes au maximum ; document statistique de 65 données chiffrées au maximum).

**3.3 Recommandations aux concepteurs de sujets  
Sciences économiques et sociales (épreuve obligatoire)**Pour les deux types de sujets, les concepteurs devront proposer un barème indicatif de correction qui constituera une première base de travail pour la commission académique d'harmonisation. Ils veilleront à limiter la liste des attentes au strict minimum nécessaire pour traiter le sujet.  
**- Dissertation s'appuyant sur un dossier documentaire**Le sujet porte sur un contenu figurant explicitement dans les indications complémentaires du programme ; son énoncé utilise les notions des titres des thèmes et des deux premières colonnes du programme ainsi que celles des acquis de première figurant en troisième colonne de ce même programme de terminale. Le libellé du sujet ne consiste pas en une question de cours. Le candidat devant élaborer lui-même sa problématique, il convient d'éviter dans la mesure du possible les énoncés induisant un plan-type.  
Bien qu'il soit parfois souhaitable de préciser le cadre spatio-temporel, ce libellé doit éviter d'induire une description ou une reconstitution chronologique. Il doit également éviter une réflexion purement prospective et ne pas porter sur la seule actualité qui ne fournit pas le recul suffisant pour guider la réflexion.  
Le dossier doit apporter des informations uniquement factuelles. Il doit permettre au candidat d'utiliser des informations pertinentes, notamment en se montrant capable de combiner et d'exploiter les données qu'il contient (par le calcul, la représentation graphique, la mise en évidence d'une idée-force, la construction d'un schéma, etc.) pour mieux étayer son raisonnement. On peut admettre comme texte un compte rendu statistique, une chronologie, un extrait d'entretien ou de sondage, etc. On privilégiera, dans la mesure du possible, les sources statistiques en provenance des organismes de collecte et de traitement des données reconnus (Insee, Ined, OCDE, OMC, FMI, etc.). Les notions des documents ne figurant pas dans les titres des thèmes et dans les deux premières colonnes du programme (ainsi que dans les acquis de première figurant en troisième colonne) devront être explicitées par une note.  
**- Épreuve composée**Les deux questions de la première partie sont choisies de façon à induire des réponses précises et claires mobilisant les notions et les mécanismes de base du programme.  
La question de la deuxième partie doit amener le candidat à commenter et analyser le document de façon méthodique afin de le présenter, de mettre en évidence les informations qu'il apporte et ses éventuelles limites.  
Le sujet de la troisième partie porte sur un contenu figurant explicitement dans les indications complémentaires du programme et son énoncé utilise les notions des titres des thèmes et des deux premières colonnes du programme, ainsi que celles des acquis de première figurant en troisième colonne de ce même programme de terminale. Le libellé du sujet ne suggère ni plan-type ni réponse sous forme de débat ou d'opposition.  
Le dossier doit fournir au candidat des informations, factuelles ou non, pertinentes pour étayer son raisonnement. Comme dans le dossier accompagnant la dissertation, on privilégiera, dans la mesure du possible, les sources statistiques en provenance des organismes de collecte et de traitement des données reconnus (Insee, Ined, OCDE, OMC, FMI, etc.). Les notions des documents ne figurant pas dans les titres des thèmes et dans les deux premières colonnes du programme (ainsi que dans les acquis de première figurant en troisième colonne) devront être explicitées par une note.  
**Économie approfondie et sciences sociales et politiques (enseignement de spécialité)**La question du sujet porte sur un contenu figurant explicitement dans les indications complémentaires du programme et son énoncé utilise les notions des titres des thèmes et des deux premières colonnes du programme (de façon à proposer des sujets assez larges, on privilégiera dans la mesure du possible les énoncés n'utilisant que les notions des titres des thèmes et celles de la première colonne du programme).  
Le dossier doit fournir au candidat des informations, factuelles ou non, pertinentes pour étayer son raisonnement. On privilégiera aussi, dans la mesure du possible, les sources statistiques en provenance des organismes de collecte et de traitement des données reconnus (Insee, Ined, OCDE, OMC, FMI, etc.). Les notions des documents ne figurant ni dans les titres des thèmes ni dans les deux premières colonnes des programmes de sciences économiques et sociales (enseignement obligatoire), d'économie approfondie et de sciences sociales et politiques (enseignements de spécialité), ni dans les acquis de première figurant en troisième colonne, devront être explicitées par une note.

**5. Bibliographie - Sitographie**

**4.1 Bibliographie**

Artus P., Virard M-P., *La folie des banques centrales*, Fayard 2016

Betbèze J-P., Bordes C., Couppey-Soubeyran J. et Plihon D., *Banques centrales et stabilité financière*, rapport du CAE, La documentation française 2011

Betbèze J-P., Bordes C., Couppey-Soubeyran J. et Plihon D., Quelles leçons de la crise pour les b*anques centrales ?*, La documentation française 2012

Cahier français n°375, juillet-août 2013, *La finance mise au pas ?*

Cahier français n° 387, juillet-août 2015, *Crise de la zone euro : où en sommes-nous ?*

Chavagneux Ch, Philiponnat, *La capture,* La découverte 2014

Couppey-Soubeyran J., *Blablabanque*, Michalon 2015

Goodhart C.E.E., *La surveillance macro-*prudentielle, in J-P. Betbèze, C. Bordes, J. Couppey-Soubeyran et D. Plihon, *Banques centrales et stabilité financière*, rapport du CAE, La documentation française 2011,pp295-314

Le Héron E., *A quoi sert la Banque centrale européenne ?*, La documentation française 2016

Le Lien Ch., Simonnot P., *La monnaie, histoire d’une imposture*, Perrin 2012

Problèmes économiques n°3126, 02.2016, *Le nouveau rôle des Banques centrales.*

Problèmes économiques n°3123, 12.2015, *La monnaie, quel avenir ?*

Voisin M.*, Comprendre la monnaie et les politiques monétaires,* 3ème ed, Bréal 2016

**4.2 Sitographie**

Banque centrale européenne : [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Banque de France : [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)

Banque de France, *Qu’est-ce que la politique monétaire ?,* 07/2016 : <https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/l_eco_en_bref/l-eco-en-bref-la-politique-monetaire.pdf>

Blog de Bernard Cherlonneix : <https://bernardcherlonneix.wordpress.com/>

Citedeleconomie, politique monétaire conventionnelle, 12/04/16 (Vidéo) : <https://www.youtube.com/watch?v=cTN6MDn1aVg>

Citedeleconomie, politique monétaire non conventionnelle, 12/04/2016 (Vidéo) : <https://www.youtube.com/watch?v=BXNlJYwy-p4>

Couppey-Soubeyran J., *Bâle 3 des règles pas si contraignantes !,* Xerfi Canal, 17/10/2013 (Vidéo) : <https://www.youtube.com/watch?v=d9O0My4qyHE>

Euronews et Trichet J-C., *Impact de la politique monétaire de la BCE sur nos vies*, Euronews 2013 (Vidéo) : <https://www.youtube.com/watch?v=9LcNr6cir-s>

Fédération bancaire française (Vidéo) : <https://www.youtube.com/watch?v=51qeMWFvjko>

ONG : <http://www.finance-watch.org/fr> et <http://www.betterfinance.eu/>

Site de l’économie et de la monnaie : <http://www.citeco.fr/>

Rapport du CAE : <http://www.cae-eco.fr/IMG/pdf/096.pdf>

Tirole J., *Surveillance financière et régulation macro-prudentielle : qu'a t-on appris de la crise ?,* Conférence à l’Université de Lausanne, 30/05/2013 (Vidéo) : <https://www.youtube.com/watch?v=LBpU0RcGPvo>

Trichet Jean-Claude sur France inter le 02/10/16 : <https://www.franceinter.fr/emissions/questions-politiques/questions-politiques-02-octobre-2016>

Vie publique : <http://www.vie-publique.fr/decouverte-institutions/union-europeenne/action/euro/qu-est-ce-que-euro.html>