

h e g

Haute école de gestion
Genève

L'examen des politiques monétaires d'assouplissement quantitatif

Travail de Bachelor réalisé en vue de l'obtention du Bachelor HES

par :

Gregory GEORGE

Conseiller au travail de Bachelor :

Yann SCHORDERET

Carouge, le 19.08.2016

Haute École de Gestion de Genève (HEG-GE)

Filière Economie d'entreprise

Orientation Banque & Finance

Déclaration

Ce travail de Bachelor est réalisé dans le cadre de l'examen final de la Haute école de gestion de Genève, en vue de l'obtention du titre de Bachelor of Science en économie d'entreprise orientation Banque & Finance.

L'étudiant a envoyé ce document par email à l'adresse d'analyse remise par son conseiller au travail de Bachelor pour analyse par le logiciel de détection de plagiat URKUND. <http://www.orkund.com/fr/student/392-orkund-faq>

L'étudiant accepte, le cas échéant, la clause de confidentialité. L'utilisation des conclusions et recommandations formulées dans le travail de Bachelor, sans préjuger de leur valeur, n'engage ni la responsabilité de l'auteur, ni celle du conseiller au travail de Bachelor, du juré et de la HEG.

« J'atteste avoir réalisé seul le présent travail, sans avoir utilisé des sources autres que celles citées dans la bibliographie. »

Fait à Nyon, le 18 août 2016

Gregory George

Remerciements

Je tiens à exprimer mes sincères remerciements à Monsieur Yann Schorderet, pour m'avoir suivi et conseillé lors de la rédaction de ce travail de Bachelor et je souhaite aussi remercier ma famille, mes amis ainsi que mes collègues pour leur soutien et leurs encouragements tout au long de cet ouvrage et de mes études.

Résumé

Ce travail propose l'examen des mesures d'assouplissement quantitatif qui sont l'un des grands sujets d'actualité dans le monde des politiques monétaires et des Banques Centrales.

Dans un premier temps, les fondements théoriques ainsi que les risques potentiels liés à ces mesures seront décrit. De surcroît, le rôle et le mandat des Banques Centrales seront aussi évoqués. Dans un deuxième temps, cette mesure sera illustrée par l'étude de trois situations où cette dernière a été adoptée par les autorités monétaires. Finalement, ces analyses permettront de démontrer les effets positifs et négatifs de ces politiques monétaires ainsi que les différentes applications possibles.

Méthodologie adoptée

Par rapport à la méthodologie adoptée au sein de mon travail, j'ai souhaité développer ma structure en trois étapes. En premier, l'introduction qui va viser à décrire le rôle et le mandat d'une Banque Centrale, les variables qu'elle peut influencer ainsi que l'ensemble des instruments à sa disposition afin de mener sa politique monétaire à bien. J'ai aussi souhaité introduire tous les risques propres à des mesures monétaires telles que l'assouplissement quantitatif afin de pouvoir aller directement dans le vif du sujet lors de ma partie d'analyse.

Ensuite, pour la partie propre à l'analyse, j'ai décidé de me concentrer sur trois Banques Centrales ayant adoptés des mesures monétaires d'assouplissement quantitatif dans l'ordre chronologique, à savoir le Japon (Banque du Japon), les Etats-Unis (Federal Reserve) ainsi que la zone euro (Banque Centrale Européenne). Mon analyse sur la FED sera plus détaillée, car cette mesure a eu une ampleur importante et a pris fin en 2014 et me permet donc de m'appuyer sur des effets passés, comparé au Quantitative Easing en Europe qui est toujours en vigueur. Cette partie d'analyse aura une structure identique en terme de développement pour les trois cas étudiés, à savoir une situation initiale, les objectifs et effets désirés ainsi que l'évaluation à terme de ces impacts souhaités. Afin d'étayer mes observations, je vais souvent m'appuyer sur des graphiques et des données provenant des sites des Banques Centrales.

Enfin, je formulerai des suggestions propres à mes observations, dans le dessein de mettre en avant les tendances et les particularités que j'ai pu constater tout au long de mon travail.

Un des grands défis de ce travail sera de rester synthétique et précis dans l'évaluation de cette mesure dont la technicité et les mécanismes sont par moment complexes.

Table des matières

Déclaration	ii
Remerciements	iv
Résumé	vi
Méthodologie adoptée	viii
Liste des tableaux	xii
Liste des figures	xii
1. Introduction.....	2
1.1 Les Banques Centrales, leurs buts et instruments	2
1.1.1 Les instruments de la politique monétaire conventionnelle	5
1.2 Qu'est-ce que le Quantitative Easing ou assouplissement quantitatif ?.....	6
1.3 Pourquoi utiliser le QE?.....	8
1.4 Quels risques et dangers le QE représente pour l'économie ?.....	9
2. Le Quantitative Easing au Japon	12
2.1 Pourquoi avoir fait appel au Quantitative Easing	12
2.2 Le QE au Japon a-t-il eu l'effet désiré & quels ont été les effets positifs ou négatifs ?.....	16
3. Le Quantitative Easing aux Etats-Unis.....	19
3.1 Pourquoi avoir mis en place le Quantitative easing	19
3.1.1 Les trois programmes de Quantitative Easing de la FED	22
3.2 Le QE aux Etats-Unis a-t-il eu l'effet désiré & quels ont été les effets positifs ou négatifs?.....	24
4. Le Quantitative Easing au sein de la zone euro	31
4.1 Pourquoi avoir fait appel au Quantitative easing	31
4.1.1 Lancement de la politique monétaire de QE et chronologie	34
4.2 Le QE en Europe jusqu'à aujourd'hui a-t-il eu l'effet désiré & quels ont été les effets positifs ou négatifs?	37
5. En quoi ces trois mesures d'assouplissement quantitatif analysées sont-elles différentes?.....	40
6. Synthèse	41
6.1 Suggestions	41
6.2 Conclusion.....	42
7. Annexes :.....	48
Annexe 1 : Augmentation de l'indice des prix du marché immobilier lors du QE aux USA et la sortie des capitaux.....	48
Annexe 2 : Taux d'intérêt directeur BOJ 1980-2011	49
Annexe 3 : Les niveaux de réserves excédentaires des banques lors du QE au Japon.	50
Annexe 4 : L'inflation au Japon pendant le QE.....	51

Annexe 5 : Evolution de l'indice du prix des matières premières	52
Annexe 6 : Augmentation de la base monétaire et des réserves excédentaires.....	53
Annexe 7 : Dette publique brute et évolution des déficits publics.	54
Annexe 8 : Total des actifs détenus par la FED.....	55
Annexe 9 : Mouvement des taux des obligations corporatives et des emprunts hypothécaires	56
Annexe 10 : Variation de l'inflation et l'inflation anticipée lors des cycles de QE	57
Annexe 11 : Evolution du S&P 500 lors du QE aux USA.	58
Annexe 12 : Evolution du ratio capitalisation boursière/ PIB sur le S&P 500	59
Annexe 13 : Evolution du taux de chômage.....	60
Annexe 14 : Evolution du taux directeur de refinancement de la BCE	61
Annexe 15 : Variation du taux d'inflation au sein de la zone euro.....	62
Annexe 16 : Tableau de l'état actuel en termes d'achats de la BCE :	63
Annexe 17 : Taux inflation en Europe fin juin 2016 :.....	64
Annexe 18 : Taux de chômage union européenne et zone euro :	65
Annexe 19 : Inflation zone euro et variation des salaires négociés :.....	66
Annexe 20 : Evolution du taux de change EUR/USD.....	67
Annexe 21 : Taux des obligations bancaires et des sociétés non-financières.	68
Annexe 22 : Le bilan des différentes BC en % du PIB.....	69
Annexe 23 : Les crédits accordés au sein de la zone euro au secteur privé	70

Liste des tableaux

Tableau 1 : Etat des achats du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE et ses diverses extensions au 05 août 2016:	36
------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----

Liste des figures

Figure 1 : Bilan simplifié Banque Centrale 1	3
Figure 2 : Bilan simplifié Banque Centrale 2	6
Figure 3 : Evolution de l'inflation avant et pendant la période de QE au Japon	12
Figure 4 : Evolution de la base monétaire lors du QE au Japon	14
Figure 5 : Evolution base monétaire et crédits accordés par les banques	16
Figure 6 : Variations de la structure des différents taux d'intérêt au Japon.....	17
Figure 7 : Evolution du PIB nominal japonais.....	18
Figure 8 : L'évolution de l'indice Case-Shiller.....	21
Figure 9 : Les trois « rounds » d'assouplissement quantitatif de la FED	23
Figure 10 : Réserves excédentaires détenues auprès de la FED.....	24
Figure 11 : Les MBS détenus par la FED depuis le début du QE	25
Figure 12 : La variation des taux long terme des bon du trésor américains lors des mesures d'assouplissement quantitatif aux USA.....	26
Figure 13 : Graphique de l'indice Case Shiller 2004-2015.....	27
Figure 14 : Croissance réelle annuelle aux USA	28
Figure 15 : Variation de l'indice US Dollar lors du QE	29
Figure 16 : Evolution du taux d'inflation de la zone euro	31
Figure 17 : Illustration de Mario Draghi et le fameux « bazooka monétaire »	35
Figure 18 : Récapitulatif des programmes et extension de la politique monétaire d'assouplissement quantitatif de la BCE jusqu'à aujourd'hui.....	36
Figure 19 : Variation des taux de change entre 2013 et 2016	38
Figure 20 : Mouvements des taux des rendements souverains à 10 ans	39

1. Introduction

1.1 Les Banques Centrales, leurs buts et instruments

Le mandat institutionnel d'une Banque Centrale (BC) se définit par l'objectif de stabilité des prix et de la croissance économique à travers la politique monétaire. La politique monétaire doit assurer, à long terme, une stabilité du niveau général des prix, plus précisément une croissance de ce niveau en cohérence avec l'évolution générale de l'économie et la conjoncture. En effet, les BC suivent, afin de garantir une activité économique viable une règle, dites de « Taylor », visant à atteindre un niveau d'inflation cible en adéquation avec le niveau de l'activité économique à venir (GAILLARD, 2014). Les Banques Centrales ont un impact sur les variables suivantes de leur zone économique :

- Les taux d'intérêt en général qui représentent le coût auquel les agents économiques peuvent avoir accès au crédit à court terme aussi bien qu'à long terme. Ces taux d'intérêt sont influencés par les taux, dits directeurs, qui définissent le taux d'intérêt au jour le jour fixé par la BC d'un pays ou d'une zone économique. Les taux directeurs incarnent l'instrument phare des BC afin de réguler l'activité économique. Il existe trois taux directeurs :
 - 1) Le taux de rémunération des dépôts ou « Deposit rate », qui représente le taux auquel les BC rémunèrent les dépôts obligatoires effectués par les banques et autres établissements financiers auprès d'elles.
 - 2) Le taux de refinancement qui est le taux directeur principal pour les BC, car il définit le taux minimum auquel les banques et autres établissements financiers peuvent emprunter à court terme (une semaine) à la BC. Ces emprunts se font via des opérations « Open Market » qui permet aux banques commerciales de se fournir en liquidités auprès de la BC. Ce taux influence directement le marché interbancaire où les banques échangent, entre elles leurs réserves excédentaires. Les taux d'intérêt auxquels les consommateurs peuvent avoir accès au crédit auprès des banques commerciales, sont dépendants du taux de refinancement fixé par les BC qui définit donc en général le coût du crédit dans l'économie. En effet, si l'accès au crédit par le canal du marché interbancaire devient plus onéreux pour les banques commerciales, cette augmentation sera répercutée sur les taux d'intérêt des crédits qu'elles accordent aux particuliers et entreprises.

- 3) Le taux d'escompte, aussi appelé taux de prêt marginal. Ce taux similaire à celui de refinancement, est plus élevé que les autres car c'est le taux auquel les banques commerciales empruntent des liquidités à la BC lors de difficulté économique (THEOBALD, 2016).

Le mécanisme des taux directeurs susmentionnés sera développé plus loin dans l'introduction.

- La base monétaire aussi appelée « Monnaie Banque Centrale » est un agrégat statistique composé des billets et pièces en circulation ainsi que les avoirs monétaires détenus par les banques commerciales et autres institutions financières auprès de la BC (EBC Europa). Cette base monétaire joue un rôle majeur dans le processus d'émission et de création de monnaie. A travers le contrôle de cette dernière, une BC peut entre autre avoir un impact direct sur la quantité de monnaie en circulation afin de pouvoir par exemple influencer les taux de change. Additionnellement, la BC peut imposer un montant de réserves obligatoires rémunéré ou non aux banques et fixer le niveau des taux d'intérêt. La quantité de monnaie en circulation a, en théorie, une influence directe sur l'économie réelle¹ et l'inflation.

Figure 1: Bilan simplifié Banque Centrale 1

Actif	Passif
Réserves de change	Billets en circulation
Concours à des établissements de crédit	Réserves des banques : - obligatoires - excédentaires
Titres	

} Base monétaire

(Cairn Info, [En ligne])

¹ L'économie réelle symbolise l'activité économique concrète et local pour les acteurs de l'économie en question qui participent à la production et la consommation réelle des biens et services en dehors de sa partie spéculative (bourse).

- Le niveau d'inflation est un indicateur primordial pour une BC. Comme cité auparavant, pour une BC, la stabilité des prix est un élément majeur de son mandat. On parle de stabilité des prix pour une économie dans le sens où la hausse des prix reste faible de manière durable. Cela permet de maintenir un faible niveau d'incertitude auprès des agents économiques vis-à-vis du futur. La stabilité des prix facilite la lisibilité de l'avenir et permet aux agents économiques de conforter leurs anticipations et donc favoriser l'investissement. C'est entre autre pour cette raison que le niveau d'inflation est aussi important pour les BC et qu'elles essaient de le stimuler ou de le brider par le biais de leurs politiques monétaires. Pour la Banque Centrale Européenne par exemple, l'objectif en termes de taux d'inflation au sein de la zone économique européenne se situe proche de 2% mais pas au-delà (ECB Europa). De surcroît, les BC des pays développés, ciblent un taux d'inflation qui se trouve dans une fourchette allant de 0% à 2% afin d'être conforme à la stabilité des prix des biens et services dans l'économie.
- Les taux de change : on parle aussi de la valeur de la monnaie souvent pour des questions d'importation ou d'exportation. En effet, pour un pays ou une zone économique orientée vers les exportations, une devise faible offrira à ces derniers une certaine compétitivité grâce à des prix attractifs pour les acheteurs ainsi que les partenaires commerciaux munis d'autres devises. A contrario, dans une économie qui recourt de manière importante aux importations, un taux de change élevé permet de garantir un niveau de prix bas pour les produits importés. Une des missions de la politique monétaire est alors de trouver un taux de change optimal, afin de garantir une certaine compétitivité aux entreprises exportatrices tout en maintenant le pouvoir d'achat des habitants via les produits importés (LOBE, 2011). On parle souvent de « guerre des monnaies » entre les pays qui visent simultanément à déprécier leur monnaie en vue d'avoir un impact favorable sur la compétitivité des produits nationaux. Cela permet également de gagner des parts de marché non seulement à l'étranger mais aussi sur le marché intérieur.

1.1.1 Les instruments de la politique monétaire conventionnelle

En période de récession, souvent suite à une crise financière, les Banques Centrales ont plusieurs instruments conventionnels afin de relancer l'économie à travers l'inflation et la croissance. Pour se faire, elles modifient leurs taux d'intérêt, dits directeurs, afin d'influencer le coût du crédit ainsi que la masse de liquidité distribuée dans l'économie. Les BC vont dans un premier temps augmenter le volume de liquidité en circulation grâce à un outil "conventionnel", le taux d'intérêt directeur auquel les institutions financières se refinancent. En période de crise, une Banque centrale baisse son taux directeur de refinancement avec pour objectif de faire baisser les taux sur le marché interbancaire. Cela permet de réduire le taux auquel les entreprises peuvent avoir accès aux crédits et favorise en conséquence l'investissement. Lorsque les taux baissent, les entreprises investissent davantage, car l'épargne n'est plus intéressante de par son rendement, ce qui permet en théorie de relancer la croissance à travers la circulation du crédit et la vélocité de la monnaie dans l'économie. Il est en effet possible pour une banque centrale de baisser son taux directeur en vertu de la règle de Taylor, mais assez logiquement, une fois que ce taux est à 0% ou très proche, il est impossible de le baisser davantage.

Les réserves obligatoires symbolisent un autre outil utilisé par les BC qui va avoir pour objectif d'imposer aux banques commerciales et autres établissements financiers de déposer des réserves financières auprès de la BC afin de pouvoir dans un premier temps, faire face à une ruée soudaine des retraits de la part des clients des banques sans que ces dernières fassent faillite. Ces réserves sont calculées comme un pourcentage du bilan comptable des dépôts effectués par les ménages et agents économiques auprès des banques et autres établissements financiers (ECB Europa). Plus le taux des réserves obligatoires est faible, plus les Banques seront à même d'accorder des crédits aux ménages et entreprises privées. Cependant lorsqu'une BC souhaite par exemple limiter l'inflation, elle aura tendance à augmenter le taux des réserves obligatoires afin de diminuer l'investissement à travers l'accès au crédit.

Les BC peuvent également influencer l'activité de crédit de la part des banques commerciales par le biais du taux de rémunération des dépôts. En effet, la baisse de ce taux directeur impactera le rendement des réserves obligatoires et excédentaires déposées auprès de la BC et pourrait inciter les banques commerciales à prêter cet argent plutôt que de le placer auprès de la BC sans perspective de rendement.

Quelle marge de manœuvre reste-t-il aux Banques Centrales lorsque tous les outils dits “conventionnels” ont échoué ou n’ont pas eu l’effet désiré? C’est à ce moment-là qu’elles ont recours à des outils, dits, “ non conventionnels”, comme l’assouplissement quantitatif ou Quantitative Easing (QE) en anglais.

1.2 Qu’est-ce que le Quantitative Easing ou assouplissement quantitatif ?

« *Le Quantitative Easing est l’expérimentation la plus audacieuse jamais entreprise par les banquiers centraux.* » Stephen S. Roach, ancien chef économiste de Morgan Stanley

Le QE, est un instrument monétaire non-conventionnel utilisé et modulé de différentes façons par les BC, qui va consister à acheter des actifs, le plus souvent des obligations d’Etat par le processus de création de monnaie. L’ensemble des différentes opérations de QE visent à relancer l’activité économique tout en inhibant les risques de déflation en agissant sur les anticipations des agents économiques, sur la liquidité qu’ils détiennent et sur les conditions d’accès au crédit. Pour une BC une période d’assouplissement quantitatif implique une augmentation importante de son bilan notamment à travers l’augmentation de la base monétaire au passif.

Figure 2 : Bilan simplifié Banque Centrale 2

Actifs	Passifs
Actifs étrangers	Base Monétaire (M)
Or	Monnaie en circulation
Réserves de change	Compte des banques (réserves obligatoires)

(Capitain Economics, [En ligne])

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

C'est également, un mécanisme technique qui joue sur la psychologie des investisseurs face au marché et qui influence les anticipations futures d'inflation et de taux de la part des agents économiques. L'objectif principal est de ramener la confiance parmi les investisseurs, car elle peut rassurer et influencer le comportement de ces derniers face à l'investissement. La BC espère ainsi que ces derniers ne laisseront pas « dormir » leur argent sur leurs comptes en banque et utiliseront ces capitaux pour des placements plus risqués.

Aussi en achetant par exemple, des quantités importantes d'obligations souveraines, le prix de ces actifs va monter et le rendement baisser. En conséquence, les investisseurs et institutions financières vont être motivés à diversifier leurs portefeuilles s'ils veulent conserver un rendement semblable. Ils vont alors potentiellement se tourner vers des actifs plus risqués comme des actions ou des obligations d'entreprises et créer un « effet de richesse ». Car en augmentant le prix des actions et en baissant le taux des obligations corporatives par une demande plus importante, les conditions de financement des entreprises vont s'améliorer et la richesse des agents augmenter. Alors ces derniers devraient, en théorie, investir et consommer davantage. Cet effet, volet essentiel de cette mesure, est appelé « le rééquilibrage du portefeuille ». A travers ces nouveaux investissements la croissance économique sera dynamisée et favorisera l'activité économique, l'inflation et l'emploi (PHALIPPOU, 2015).

Ceteris paribus, cette mesure va aussi viser à affaiblir l'entièreté de la courbe des taux, car en achetant massivement des obligations souveraines ou d'autres actifs, les prix de ces biens vont avoir tendance à augmenter face à la forte demande et aura pour effet de faire baisser les taux d'intérêt ainsi que réduire la disponibilité des actifs susmentionnés auprès des investisseurs privés. Cet effet est en partie attribué à la relation inverse qu'il existe entre le prix d'un titre et le taux d'intérêt à travers le calcul de la valeur actualisée.

Le QE permet également de diluer la valeur de la devise locale par rapport à celle des pays étrangers et donc favoriser les exportations ainsi que la croissance et les profits des entreprises orientées vers les exportations. De surcroît, la baisse de la devise par rapport à celle des partenaires commerciaux va accroître le prix des importations et stimuler en théorie, l'inflation par l'augmentation des prix de ces biens importés.

L'assouplissement quantitatif a aussi un impact sur le financement des Etats car grâce à l'achat d'obligations souveraines, la BC va faire baisser le taux de ces actifs. Alors le financement par la dette de ces Etats en question sera moins coûteux. En parallèle, ces évènements vont potentiellement rassurer les marchés financiers et atténuer les risques de spéculation.

En somme, le QE permet, en théorie, d'affaiblir l'ensemble de la courbe des taux d'intérêt par le biais des rachats massifs de la BC et la baisse du point d'origine de la courbe via des taux à court terme bas. Diluer la valeur de la devise de l'économie ciblée via l'augmentation de la base monétaire. Favoriser les crédits accordés par les établissements de prêts aux entreprises et particuliers grâce aux liquidités fraîchement injectées par la BC en échange de titres de dettes. Créer un effet de « rééquilibrage du portefeuille » important pour les conditions de financement des entreprises. Stimuler la croissance, le marché de l'emploi et l'inflation via les effets susmentionnés et la vélocité et de la monnaie. L'autre facette de cette mesure, comme cité précédemment, mise sur l'impact psychologique qu'elle peut avoir sur les agents économiques en influençant leurs anticipations sur le futur.

Cette mesure financière a été utilisée sous plusieurs dénominations en premier par la Banque du Japon en 2001 et en 2011, par la FED en 2008, suite à la crise des « Subprimes », par la Banque d'Angleterre (BOE) en 2009 & finalement par la Banque Centrale Européenne (BCE) à partir de 2015.

1.3 Pourquoi utiliser le QE?

Comme cité précédemment, un des buts essentiels de l'assouplissement quantitatif est de stimuler l'inflation et dynamiser l'activité économique dans un pays ou dans une union économique ciblée. Un des objectifs du mandat d'une BC est de lutter contre d'éventuelles perspectives de déflation qui apparaissent quand le taux d'inflation approche de zéro. La déflation, phénomène opposé de l'inflation, représente pour les économistes Keynésiens une calamité. L'indice des prix baissant, les consommateurs sachant que les prix vont continuer à baisser vont attendre pour dépenser ce qui va avoir pour effet de faire baisser la production et augmenter le chômage par le canal de la diminution de la demande. Ce phénomène peut alors entraîner une spirale déflationniste dont les effets sont dévastateurs et souvent caractérisés par une période de crise économique.

C'est donc lorsque tous les instruments dits « traditionnels » n'ont pas eu l'effet désiré, qu'apparaît le Quantitative Easing. De plus, c'est lors de situations économiques préoccupantes ou en réponse à une crise, que de telles mesures sont adoptées par les BC. Le QE est souvent appelé la « politique monétaire de la dernière chance », car comme mentionné précédemment, elle est utilisée lorsque toutes les autres ont échoué.

1.4 Quels risques et dangers le QE représente pour l'économie ?

Il est important d'énumérer plusieurs risques potentiels auxquels la situation économique en général, les marchés, les ménages ainsi que certaines institutions financières sont exposés lors de l'adoption d'une ou plusieurs politiques monétaires d'assouplissement quantitatif. Alors que certains de ces effets jugés comme risqués font partie de l'objectif de l'assouplissement quantitatif, ils n'en restent pas pour autant sans conséquences.

- Dans un premier temps, le QE peut potentiellement entraver le bon fonctionnement des marchés. En effet, les taux d'intérêt étant maintenus bas, la fonction du marché qui consiste à définir les taux d'intérêt à moyen et long terme peut se retrouver inopérante. Prenons par exemple, le marché obligataire aux USA, les bons du trésor n'étant que disponible en quantité limitée, si la BC en achète trop, les échanges pourraient s'arrêter. De surcroît, leur liquidité se retrouverait réduite et pourrait se traduire par une augmentation des primes de liquidités entraînant une augmentation des taux à long terme, conséquence qui serait à l'encontre de la politique d'assouplissement quantitatif souhaitée (DELIVOROS, 2015).
- Les politiques monétaires d'assouplissement quantitatif, peuvent aussi potentiellement engendrer des effets hors des frontières des zones économiques ciblées. *In fine*, si la politique perdure, elle peut avoir pour conséquence d'augmenter la volatilité du prix des actifs des pays émergents. Notamment par le biais des taux de change maintenus bas par les BC et exerçant potentiellement des pertes de compétitivité pour les pays qui exportent vers les économies ayant adopté le QE (LAVIGNE, SARKER, 2014). En effet, le renforcement de la monnaie des pays exportateurs face à la devise du pays importateur peut avoir pour conséquence de faire reculer les exportations de ces économies émergentes en question.

- Un des dangers potentiels repose également dans la formation de bulles spéculatives. En effet, des marchés tels que celui de l'immobilier, des matières premières ou encore des actifs boursiers peuvent se retrouver impactés par de telles bulles aussi bien dans l'économie ciblée par la politique monétaire, que dans des pays où il y a une influence. Prenons par exemple le cas du QE adopté par la FED, ce dernier a impacté à la hausse les prix du marché des logements à Singapour (cf. annexe 1) à travers, entre autre, la recherche de placements avantageux en dehors des USA par les investisseurs (MEIXING, 2013).
- Le spectre d'une inflation trop forte est aussi à prendre en compte, car si trop d'argent circule dans l'économie, les prix peuvent monter de manière significative. De plus, une inflation excessive peut créer un déséquilibre entre les prix et les revenus et avoir pour effet de dégrader l'efficacité et l'harmonie de l'économie souveraine.
- Les ménages et l'épargne peuvent aussi être touchés par l'assouplissement quantitatif et sa politique d'intérêts faibles voire négatifs. En effet, les ménages qui vivent sur leurs économies se retrouvent privés de rendement sur leur capital auprès des banques et doivent donc considérer de prendre plus de risques afin d'avoir un rendement profitable. De surcroît, les taux des structures obligataires étant bas, les rendements obtenus par les caisses de pension par exemple se retrouvent significativement impactés, ce qui peut aussi pousser les ménages à prendre des risques sur leur capital afin de garantir un certain niveau d'épargne pour leurs retraites.
- Un autre effet secondaire à considérer réside dans la distribution des richesses. La politique très accommodante de QE peut potentiellement favoriser une partie du patrimoine des ménages les plus aisés, notamment leur épargne retraite liée à la bourse (ROSS, 2016). Le QE favoriserait probablement cette portion du patrimoine en dopant les marchés financiers tout en amplifiant l'accroissement des inégalités parmi les individus les moins aisés qui peinent déjà à se désendetter et qui font preuve de prudence face à l'accès au crédit à moindre coût.
- Il me semble également important d'énumérer le risque non-négligeable pour les établissements bancaires de voir leurs marges réduites. Certaines BC mettant en place des taux d'intérêt négatifs sur les dépôts obligatoires auprès d'elles incitent les banques commerciales à accorder plus de crédits afin d'être rentables. Cependant, la solvabilité des preneurs de crédits n'est pas toujours bonne et les

perspectives de rendement par rapport aux risques pris par les banques sont faibles. Cette situation peut amener à un ralentissement de la croissance du crédit plutôt qu'une accélération. Car comme cité précédemment, si les banques commerciales confrontées à de très faibles marges nettes sur les crédits accordés, jugent que le risque est trop conséquent par rapport au bénéfice attendu, elles n'octroieront tout simplement pas de crédit et rendront la circulation du crédit nulle.

- Un autre aspect négatif possible pour les banques commerciales repose dans l'idée que les clients de ces dernières peuvent décider de ne pas risquer leur argent dans les actions, les obligations, ni vouloir mettre leur capital à perte dans une banque commerciale de par les taux d'intérêt potentiellement nuls voire négatifs. La réponse possible des ménages pourrait résider dans le fait de conserver leur épargne chez eux, ce qui pourrait amener à encore moins d'investissements et avoir un effet contraire aux ambitions de la politique d'assouplissement quantitatif (ROSS, 2016).
- Enfin, la sortie du QE est délicate et peut potentiellement annihiler les efforts effectués jusque-là. En effet, quand une BC met fin à sa politique monétaire, les effets désirés s'estompent et peuvent même prendre le sens inverse. Entre autre, si la sortie se fait par la vente des actifs à long terme acquis tout au long du QE, une hausse des taux conséquente pourrait endiguer le redressement, causant par la même occasion des pertes financières considérables pour les titulaires d'obligations à long terme via la baisse des prix (SZCZERBOWICZ, 2014).

Il est important de comprendre que beaucoup de ces risques potentiels sont liés, dans un premier temps, à la psychologie des ménages et des consommateurs face à l'épargne. Aussi certains risques spécifiques tels que ceux liés aux intérêts négatifs sur les dépôts obligatoires dépendent de quel type de QE la BC va utiliser, car jusqu'à aujourd'hui, chaque QE adopté par les BC était différent en termes d'instruments, de durée ou encore de taille. *In fine*, comme l'assouplissement quantitatif est une mesure relativement nouvelle, et qu'elle est propre à chaque économie, certains effets et événements imprévisibles communément appelés « Black Swan² » peuvent, entre autres, faire surface.

² Le Black Swan est une théorie développée par le professeur de finance et philosophe Nassim Taleb dans laquelle un événement imprévisible et ayant une très faible probabilité d'arriver, se réalise et à des conséquences d'ordre important.

2. Le Quantitative Easing au Japon

2.1 Pourquoi avoir fait appel au Quantitative Easing

La Banque du Japon (BOJ) a été le précurseur de la politique monétaire appelée assouplissement quantitatif. Suite à l'explosion des bulles immobilières et boursières en 1991-1992, l'économie japonaise a connu un important ralentissement. Entre 1992 et 2002, la croissance du PIB a fortement ralenti et le Japon a été touché par la crise de liquidité qui a frappé ses marchés pendant la période de la Crise économique asiatique de 1997-1998³. Cette période appelé la "décennie perdue" a aussi été caractérisée par la déflation, mal chronique de l'économie japonaise (VAN DER PUTTEN, 2013). Afin de lutter contre cette tendance déflationniste persistante, la BOJ, a baissé graduellement son taux d'intérêt directeur, jusqu'à atteindre le taux de zéro. Comme expliqué précédemment dans cet exposé, lorsque le taux d'intérêt directeur est à zéro, il faut faire recours à d'autres politiques monétaires afin de favoriser l'inflation. En réponse à l'éclatement de la bulle Internet⁴ en 2000-01 et face à une économie qui continue de se détériorer malgré des mesures fiscales expansionnistes et des taux directeurs proches de zéro depuis 1997 (CF annexe 2), la Banque du Japon a introduit un programme d'assouplissement quantitatif en mars 2001. Ainsi, la BOJ a communiqué ses intentions futures, quant à la fixation de son taux directeur, afin d'ancrer dans l'esprit des investisseurs, que l'ensemble des taux d'intérêt futurs pourraient aller à un niveau plus bas. Le but de ce programme était d'aider les banques à absorber les pertes liées aux créances douteuses, et devait rester en place jusqu'à ce que l'inflation redevienne durablement positive.

Figure 3 : Evolution de l'inflation avant et pendant la période de QE au Japon



(Trading Economics, [En ligne])

³ Cette crise économique a été caractérisée par des sorties massives de capitaux qui ont déstabilisés les monnaies et la situation économique des pays touchés.

⁴ La bulle internet est une bulle spéculative liée à l'industrie technologique qui a éclaté en début 2000 provoquant une récession économique.

Cette politique d'assouplissement quantitatif se composait en trois piliers:

- La modification de l'objectif de la politique monétaire: au lieu de se concentrer sur les taux d'intérêt à court terme ou taux directeurs, la BOJ a choisi d'augmenter le niveau des réserves excédentaires des établissements financiers auprès de cette dernière, afin de favoriser le marché interbancaire et faciliter l'accès au crédit. Car l'augmentation conséquente de la base monétaire devrait *in fine*, fournir aux banques des réserves excédentaires qu'elles pourraient mettre à profit des entreprises et ménages à travers le crédit (UGAI, HIROSHI, 2006). Pour ce faire, la BOJ s'est engagée à fournir les liquidités nécessaires au maintien de ce niveau nettement supérieur au seuil des réserves obligatoires.
- La Banque du Japon s'est aussi engagée à fournir des quantités suffisantes de liquidités jusqu'à ce que l'indice des prix à la consommation qui permet de mesurer l'inflation, soit stable, voire à la hausse sur une base annuelle.
- Le troisième pilier consistait à augmenter l'achat d'obligations long terme de l'Etat japonais par la Banque du Japon, afin de permettre aux banques d'absorber les pertes liées à des créances « toxiques »⁵ et injecter des liquidités dans l'économie (LOBE, 2011).

La Banque du Japon espérait que son programme de Quantitative Easing aurait les effets suivants :

Améliorer la structure bancaire et stabiliser la gestion des fonds avec pour objectif d'améliorer l'image des banques japonaises dans l'esprit des acteurs économiques et des particuliers.

- Affaïsser la courbe des taux des instruments financiers, action appelé « l'effet de l'axe temps » et qui consiste à baisser les taux d'intérêt entre 3 mois et 5 ans basé sur l'hypothèse que les taux ne remonteront pas tant que la déflation persiste. De plus, la BOJ visait l'affaïssement de l'ensemble de la courbe des taux d'intérêt par le biais de l'achat d'obligations souveraines japonaises (JGB, Japan Government Bond) sur le marché secondaire (SZCERBOWICZ, 2013).

⁵ Créances liées à des hypothèques dont les biens en gages ont perdu de la valeur et entraîné des pertes pour les banques

- Eveiller dans les esprits et les anticipations des agents économiques la reprise de l'inflation, effet qui a une fonction psychologique sur les consommateurs et acteurs financiers afin de stimuler le marché et calmer les spéculateurs.
- Accroître les prêts des établissements bancaires aux entreprises et consommateurs par le canal de l'augmentation des réserves excédentaires. Cela devrait permettre de stimuler l'économie et la croissance à travers l'investissement et un accès bon marché au crédit (JAPAN ECHO, 2013).

C'est donc en mars 2001 que d'assouplissement quantitatif japonais a commencé avec un premier objectif relatif à l'accroissement des réserves excédentaires détenues par les établissements financiers dans leurs comptes auprès de la BC. Le premier palier visé était de 5'000 milliards de yens, alors que le seuil des réserves obligatoires n'était que de 4'000 milliards. L'intention étant de pousser les banques commerciales à accorder davantage de prêts grâce à cette nouvelle liquidité injectée par la BOJ. En réponse à la détérioration de l'économie japonaise, l'objectif a ensuite été progressivement augmenté pour atteindre un niveau de 35'000 milliards de yens, en janvier 2004 (cf. annexe 3). Ce niveau restera ensuite inchangé jusqu'à l'arrêt de d'assouplissement quantitatif au Japon en mars 2006. Parallèlement, la Banque du Japon, afin d'atteindre les objectifs de réserves excédentaires fixés, a augmenté ses achats d'obligations souveraines long-terme, qui sont passés de 400 milliards de yens mensuels, à 1'200 milliards de yens en 2002 (UGAI, HIROSHI, 2006). Comme on peut observer sur le graphique ci-dessous, l'effet de ces achats a gonflé la base monétaire du Japon qui est monté à hauteur de 117'000 milliards de yens à la fin de l'année 2005.

Figure 4 : Evolution de la base monétaire lors du QE au Japon



(Citi Wire, [En ligne])

Cependant, selon Szczerbowicz (2013) *“bien qu’innovantes pour son époque, les politiques non conventionnelles de la Banque du Japon étaient très prudentes. La base monétaire a été augmentée de 40% seulement entre 2001 & 2006. Cette expansion s’est faite pour moitié par des prêts à court terme accordés aux banques et pour une autre moitié par des achats d’obligations d’Etat à long terme.”* La BOJ a aussi exprimé que ces rachats n’avaient pas pour but de durablement modifier le prix des obligations souveraines mais de permettre aux banques commerciales d’avoir des réserves excédentaires de liquidités afin de pouvoir accorder des prêts aux ménages et entreprises. *“En mars 2006, La Banque du Japon abandonne donc sa politique d’assouplissement quantitatif même si l’inflation restait faible, elle se situait dans la fourchette que les membres du Conseil considéraient comme conforme à la stabilité des prix, soit comprise entre 0% et 2%”* (VAN DER PUTTEN, 2013).

Suite à la crise financière de 2008 et la faillite de Lehman Brothers, la BOJ a été contrainte de repasser en mode QE afin de lutter contre la chute considérable de l’activité industrielle et la crainte d’une nouvelle ère déflationniste (VAN DER PUTTEN, 2013). La BC japonaise est donc entrée dans une nouvelle période de QE plus importante en termes d’achat d’actifs. De plus, ce programme de QE vise de nouveaux axes :

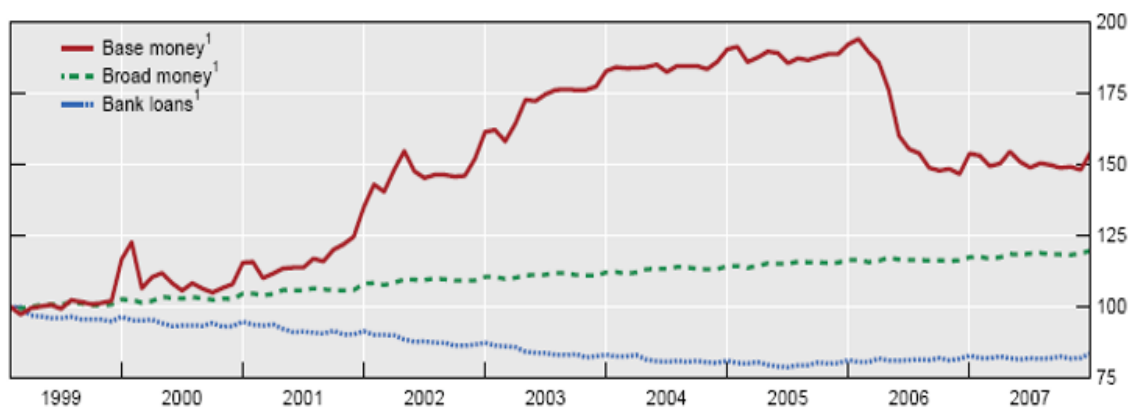
- La relance budgétaire par le biais d’une rallonge budgétaire importante.
- Une politique monétaire marquée afin de dévaluer le yen et favoriser l’exportation, pilier de l’économie japonaise.
- Renforcer le potentiel de croissance à travers l’investissement dans le domaine privé et le développement de nouveaux marchés.

J’ai choisi de ne pas me concentrer sur ce deuxième QE effectué par la BOJ car il est encore trop tôt pour l’évaluer et en tirer des conclusions. C’est pourquoi je me suis focalisé sur le premier programme qui a pris fin en 2006.

2.2 Le QE au Japon a-t-il eu l'effet désiré & quels ont été les effets positifs ou négatifs ?

Au moment de tirer le bilan de ces six ans de Quantitative Easing au Japon, les avis sont mitigés, l'économie japonaise a connu globalement cinq années de déflation malgré l'intervention massive de la BOJ. Comme cité précédemment l'inflation est de retour en 2006 (cf. annexe 4), mais peut être expliqué par la hausse des cours des matières premières sur le plan mondial (cf. annexe 5). Aussi l'effet attendu d'inflation grâce à l'accroissement de la base monétaire n'a pas eu l'effet désiré malgré que la courbe des taux soit restée stable à des niveaux très bas. De plus cette injection de liquidité n'a pas eu l'impact attendu sur le crédit qui s'est contracté entre 2001 et 2005. Le crédit a sensiblement moins circulé que prévu dans l'économie réelle dans un premier temps car les banques n'ont pas joué leur rôle et on retenus une grande partie de cette liquidité injecté par la BOJ (cf. annexe 6). Comme démontré par le graphique ci-dessous, les crédits accordés par les banques commerciales et autres établissements financiers ont diminués durant la période 2001-2006 et ces dernières ont conservées les réserves excédentaires au détriment du canal du crédit ainsi que de la vélocité de la monnaie. De surcroît les agents économiques n'étaient pas enclins à s'endetter davantage et on en plutôt profité pour se désendetter.

Figure 5 : Evolution base monétaire et crédits accordés par les banques



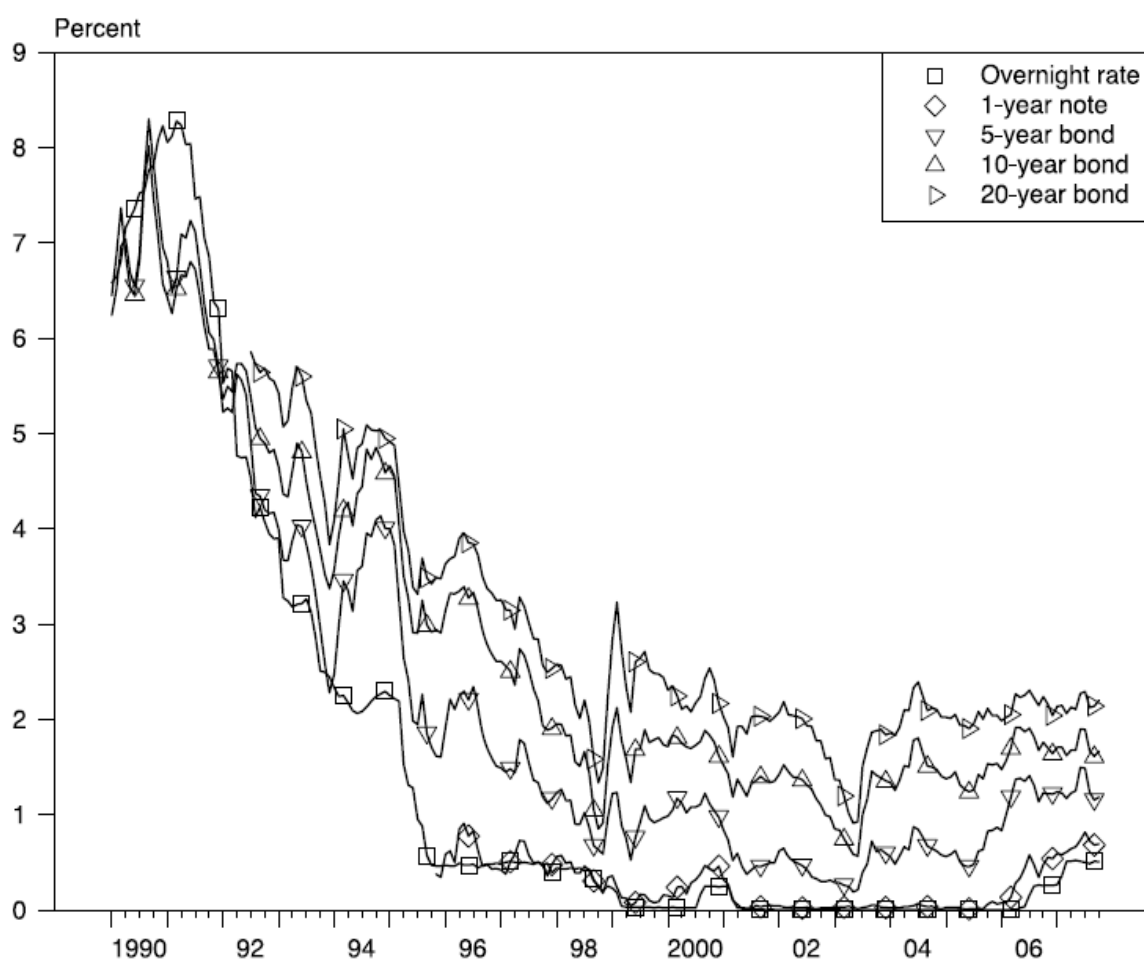
¹ Rebased to 1 January 1999 = 100.

Source: Bank of Japan.

(Global Economics Analysis, [En ligne])

Par rapport à l'effet sur les taux d'intérêt à court, moyen et long terme, l'impact de la mesure d'assouplissement quantitatif de la BOJ a été plutôt mitigé. En effet, comme on peut le constater sur le graphique ci-dessous, la structure des taux a d'abord baissé via le mécanisme des anticipations de la part des agents financiers suites aux annonces et premières actions de la BOJ et les taux à 5 et 10 ans sont passés respectivement sous la barre des 0.5% et 1% en 2002. A partir de 2003, on peut constater un aplatissement des différentes courbes de taux. Globalement, l'effet sur la structure des taux a pu être observé au début de la mesure, mais n'a pas été aussi important et durable que souhaité par la Banque du Japon.

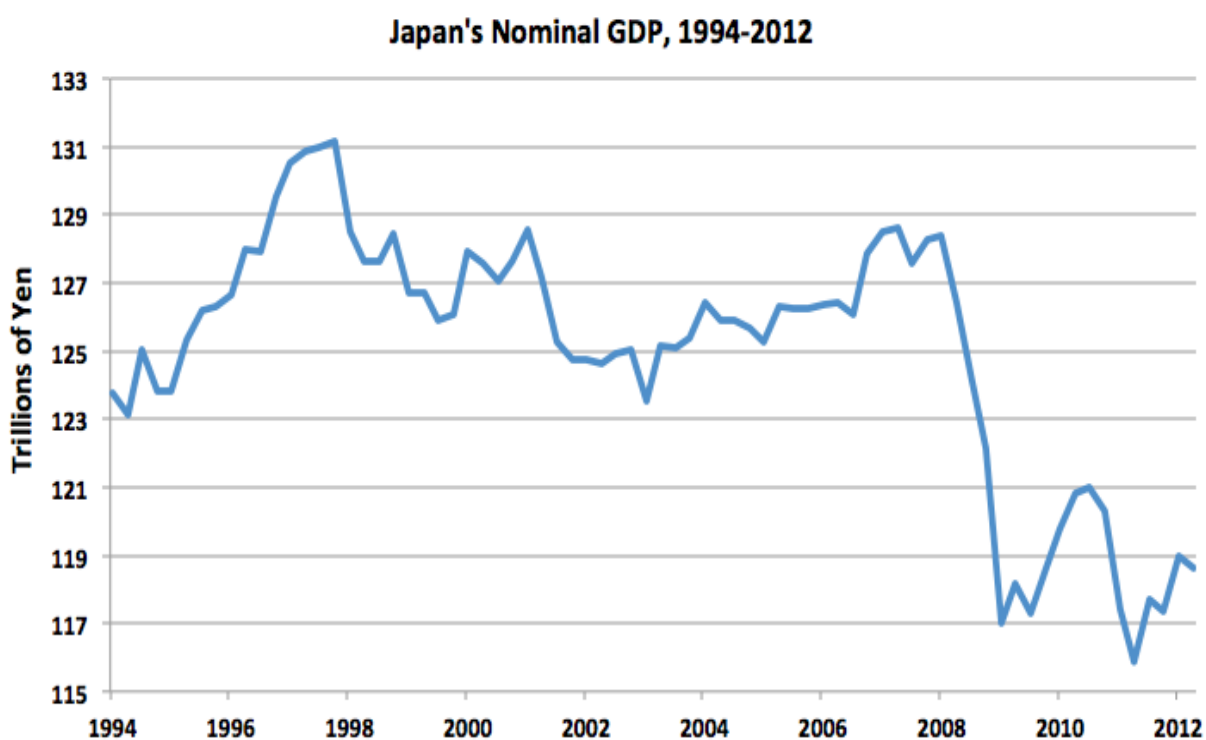
Figure 6 : Variations de la structure des différents taux d'intérêt au Japon



(Iwata Shigeru, 2010 [En ligne])

Cependant, ces mesures ont permis de sortir le Japon d'une situation inquiétante où les politiques monétaires connaissaient une inefficacité sans précédent. L'économie a quand même connu une reprise et comme on peut l'observer sur le graphique ci-dessous, la croissance du PIB nominal suite à la politique monétaire de la BOJ, a été notable et a d'ailleurs entraîné une résorption du déficit des finances publiques de 8% début 2003 à 2% en 2007 (cf. annexe 7) (VAN DER PUTTEN, 2013). Cette mesure a notamment permis de soutenir le financement des différents plans de relance lancés conjointement au QE. Par rapport aux variables susmentionnés, les impacts du QE ont permis de donner un second souffle à la situation économique du Japon. Cependant on ne peut pas qualifier cette mesure monétaire comme ayant été une réussite, car l'objectif premier de la BOJ c'est-à-dire relancer l'inflation n'est que partiellement atteint.

Figure 7 : Evolution du PIB nominal japonais.



(Noahpinion Blogspot, [En ligne])

3. Le Quantitative Easing aux Etats-Unis

3.1 Pourquoi avoir mis en place le Quantitative easing

C'est à l'automne 2008, en réponse à l'apogée de la crise financière systémique qui touche les USA et les marchés mondiaux que la Banque Centrale Américaine (FED), lance son programme massif d'assouplissement quantitatif, également nommé « Large-Scale Asset Purchase Programme » ou « Credit Easing ». Le pays se retrouve dans une impasse économique et fait face à la pire crise économique mondiale depuis la Grande Dépression. Cette récession, conséquence de la création « d'actifs toxiques » sur le marché immobilier (SubPrimes) est caractérisée par une crise de liquidité et une perte de confiance et c'est rapidement répandu dans l'économie mondiale, car beaucoup d'institutions financières possédaient ces actifs en question dans leurs bilans. Début 2008, la banque Lehman Brothers fait faillite et en conséquence l'économie américaine subit le gel des échanges interbancaires à travers la peur des institutions financières de récupérer des actifs dits toxiques. Aussi, la perte de confiance couplée à un resserrement du crédit s'est répercutée sur les marchés boursiers créant une baisse importante des cours. La FED décide donc d'agir en injectant de l'argent frais dans l'économie afin d'éviter le pire. Ben Bernanke, alors président de la FED, lance le premier volet d'un vaste programme d'assouplissement quantitatif visant à relancer dans un premier temps le marché immobilier et sauver certaines institutions de la faillite.

Afin de sortir l'économie américaine de la crise, la FED a baissé dans un premier temps son taux interbancaire (Federal Fund Rate) entre 0% et 0.25% (Federal Reserve) afin de soutenir la reprise. Elle a été dans un second temps contrainte d'utiliser plusieurs programmes de Quantitative Easing, respectivement le QE1, QE2 et QE3. Ces programmes d'achat d'actifs seront appliqués par le biais de l'émission de monnaie et l'augmentation du bilan de la FED.

La FED a adopté cette mesure de dernier recours avec pour objectif, les impacts suivants :

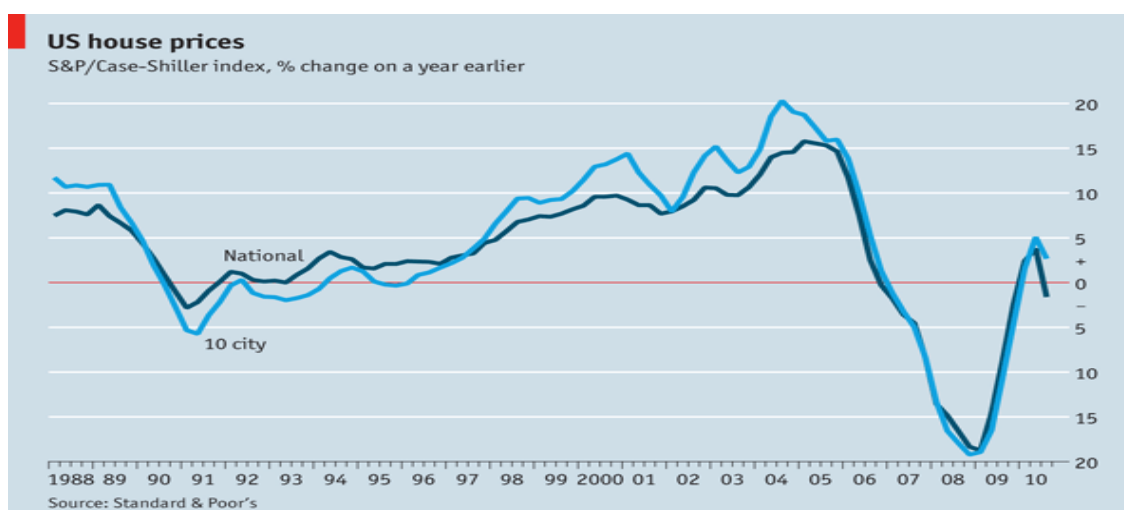
- Encourager le prêt et la circulation du crédit grâce à l'affaissement de la courbe des taux d'intérêt long terme. Pour ce faire, la FED s'est engagée à fournir des liquidités aux institutions financières grâce à l'achat de bons du trésor. L'objectif de cette stratégie reposant dans l'idée qu'en ayant plus de liquidité, les institutions financières allaient prêter plus facilement et donc stimuler l'économie.

- Favoriser l'emprunt grâce à des taux d'intérêt bas et également relancer le marché du logement via la diminution des taux hypothécaires. Une politique de taux d'intérêt bas va aussi potentiellement permettre de favoriser l'endettement. En contractant des dettes, les entreprises auront tendance à favoriser l'investissement ainsi que leur développement et contribuer par la même occasion à la croissance économique (SMITH, 2010). Le marché des prêts hypothécaires et du logement représente quant à lui un des axes essentiel dans l'intention de stimuler la reprise économique américaine.
- Accroître les dépenses et enrayer le chômage. La consommation des ménages américains étant à la base de la croissance aux Etats-Unis, une baisse des dépenses de ces derniers représenterait un risque important pour la croissance et l'économie souveraine (MONTREUIL, 2014). Grâce à l'augmentation de la monnaie en circulation et l'accès bon marché au crédit, les agents économiques auront plus d'argent à dépenser. *In fine*, cet « effet de richesse » va permettre de booster le profit et la croissance des entreprises et potentiellement favoriser la création d'emplois et accroître l'inflation.
- Empêcher la faillite des banques et autres établissements financiers. Une grande partie des institutions financières détenant des « actifs toxiques » dans leurs bilans, le rachat de ces actifs en question par la FED leur offrira un second souffle. Aussi, l'injection de liquidités rends les établissements financiers moins averse au risque car ils ne rencontrent plus de problèmes pour se refinancer. Cela peut vraisemblablement les amener à investir ces nouvelles liquidités dans des actifs plus risqués et créer un effet de « rééquilibrage des portefeuilles ».
- Favoriser les emprunts des entreprises grâce aux obligations corporatives. A travers les quantités importantes de bons des trésors achetés, la FED souhaite faire augmenter le prix de ces actifs et en conséquence baisser leurs rendements. Cela permettrait de forcer les investisseurs à se tourner vers d'autres actifs (principe de rééquilibrage du portefeuille), tels que les obligations émises par des entreprises qui verraient alors le prix de leurs obligations monter. Le rendement de ces obligations en question serait donc impacté à la baisse créant de meilleures conditions d'emprunt tout en incitant ces établissements à dépenser plus (DOGNIN, 2015).

- Garantir des taux à court terme proches de zéro et retrouver le niveau d'inflation d'avant crise (entre 2% & 3%, Bureau of Economic Analysis). Afin de soutenir davantage l'économie, le «Federal Fund Rate » est passé de 5% en 2007 à 0% début 2009 (Federal Reserve), mais les effets n'ont été que minimes. Le Quantitative Easing va permettre de dynamiser l'offre de monnaie, assurer des taux courts bas pendant la période souhaitée et stimuler l'inflation.

A terme, ces objectifs sont censés dynamiser les marchés boursiers, redonner confiance aux consommateurs et stimuler la reprise de l'économie américaine. Beaucoup de ces impacts attendus font sens théoriquement, cependant une variable importante et incertaine réside dans la psychologie des consommateurs et agents économiques face à l'investissement, le crédit et les marchés boursiers. En effet, après le choc d'une telle crise, les ménages et entreprises ont une certaine réticence face à l'endettement, or l'objectif de la Fed est de favoriser l'endettement afin de créer de la croissance, d'où cette volonté d'apaiser les craintes des investisseurs, consommateurs et ménages américains.

Figure 8 : L'évolution de l'indice Case-Shiller



(Spontaneous Finance basé sur des analyses Standard & Poor's [En ligne])

Ce graphique démontre un des axes principaux de la crise 2008 aux USA qui est notamment une conséquence d'un excès de levier dans les hypothèques souscrites par les futurs habitants. L'index « Case-Shiller » publié par Standard & Poor's, représente l'indice des prix des maisons aux USA. Comme on peut l'observer, la valeur de l'indice a subi une correction de l'ordre de 35% entre 2007 et 2009, raison pour laquelle la FED a fait du marché immobilier américain un des axes prioritaires de son programme de relance.

3.1.1 Les trois programmes de Quantitative Easing de la FED

« L'une des conclusions de mon étude de la Grande Dépression est que l'on a tendance à considérer que l'orthodoxie est une stratégie sûre. Mais la stratégie doit dépendre de la situation. En période de crise, l'orthodoxie peut s'avérer être une très mauvaise stratégie. » Ben Bernanke, président de la FED 2006-2014

C'est en novembre 2008, que la FED commence ses achats massifs relatifs à son premier cycle de QE. Elle s'engage dans un premier temps à acheter des titres adossés à des créances hypothécaires (MBS⁶) ainsi que des dettes bancaires pour un montant de 600 milliards de dollars. Cette première action de la FED est déterminante, car elle a permis de sauver de la faillite des institutions créées par le gouvernement telles que Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) et Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) qui accordent, garantissent, assemblent et vendent des prêts hypothécaires. La situation financière de ces dernières était préoccupante à cause de l'effondrement du marché immobilier et la présence d'actifs toxiques dans leur bilan, ils sont ensuite passés sous tutelle gouvernementale. Début 2009, la FED annonce l'extension du premier cycle avec l'achat de \$300 milliards d'obligations à longue maturité du trésor afin d'impacter les taux à long terme. Elle acquiert aussi pour \$750 milliards supplémentaires de MBS ainsi que \$100 milliards additionnels en dettes bancaires afin de renflouer les banques (MOORE, MICHEL, 2014). Ce premier round de QE a permis aux établissements financiers de sortir du bilan certains de leurs « actifs toxiques » relatifs aux MBS.

En novembre 2010, en réponse aux institutions financières qui ne prêtent pas suffisamment et qui retiennent dans leurs dépôts une majeure partie de cette nouvelle liquidité, la FED lance le QE2. Le deuxième cycle de son vaste programme de rachat d'actifs voit alors le jour. Cette fois, la FED annonce son intention d'acquérir pour \$600 milliards d'obligations souveraines long terme. En effet, une perte de confiance des investisseurs envers la capacité des USA à se financer sur le marché local commence à naître et impacte les taux long terme à la hausse. En réponse à cette réaction allant à l'encontre des effets désirés, la FED se détourne alors des rachats de dettes hypothécaires et concentre ses forces sur les bons du trésor afin de permettre aux USA d'autofinancer leur dette et calmer par la même occasion les spéculateurs. Ce programme de rachat sera par contre échelonné jusqu'en juin 2011 pour des achats à hauteur de \$75 milliards par mois (FORBE, 2015).

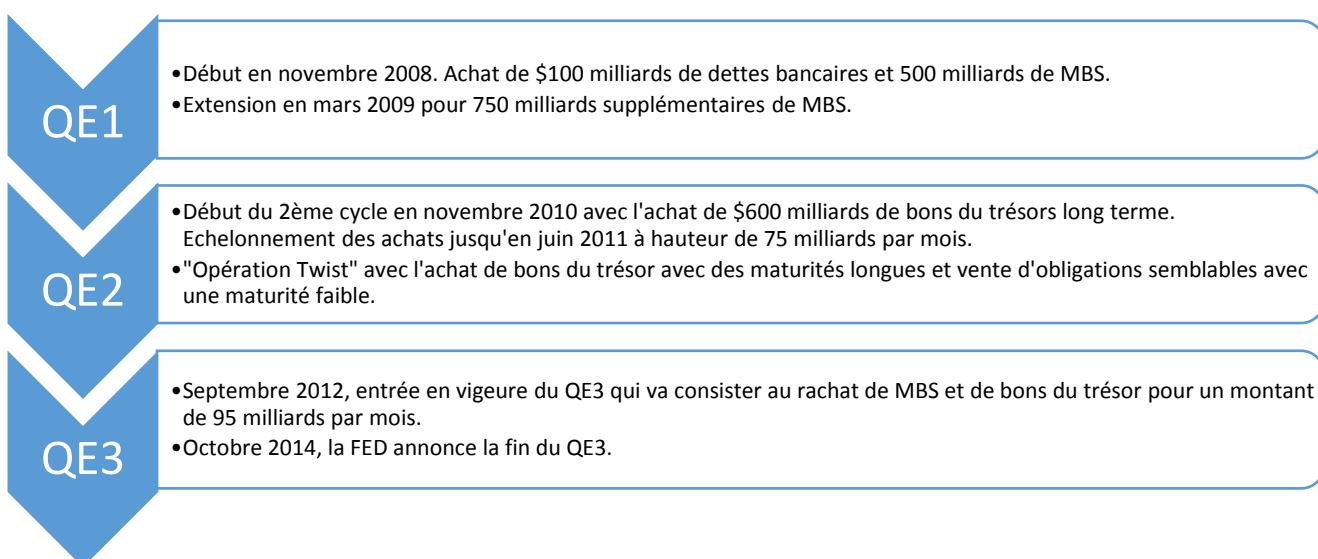
⁶ Les « Mortgage-Backed Securities » sont des titres adossés à des actifs immobiliers avec des cash-flows garantis par le bien en question et les intérêts du prêt hypothécaire.

Septembre 2011, la FED décide de prolonger ce deuxième volet d'assouplissement quantitatif. «L'Operation Twist » est alors lancée et vise l'acquisition de bons du trésor de maturités plus longues. Afin de mener cet objectif à bien, la FED achète pour \$400 milliards de bons du trésor avec des maturités comprises entre 72 & 360 mois et vend pour un montant identique d'obligations souveraines ayant des maturités entre 3 & 36 mois. L'impact attendu de cette stratégie est d'impacter à la baisse les taux à long terme et comme cité précédemment, d'affaïsser la courbe des taux (FORBE, 2015).

Malgré des signes encourageants tels que la reprise de la bourse et du marché immobilier, le marché du travail et les chiffres de l'emploi peinent à reprendre. Alors en septembre 2012, la FED annonce le troisième cycle du programme d'assouplissement. Il consistera à l'achat mensuel de \$40 milliards de MBS et \$45 milliards d'obligations du trésor, cette fois pour une durée indéfinie. La Fed a aussi annoncé qu'une diminution progressive du QE3 était envisagée en 2013 si les chiffres sur l'emploi atteignaient un certain niveau (FederalReserve).

Fin octobre 2014, constatant une amélioration du marché de l'emploi aux USA, la FED annonce la fin du round 3 de son QE. Cependant, la situation nécessite tout de même de prolonger sa politique monétaire accommodante et maintenir les taux directeurs proches de zéro afin de continuer à soutenir la reprise de l'économie et favoriser le niveau d'inflation, jugé pour le moment insuffisant. Suite aux trois 3 vagues de son programme d'assouplissement quantitatif, le bilan de la Fed sera passé de 800 à 4'500 milliards de dollars (cf. annexe 8), soit environ 26% du PIB des USA en 2014 (Worldbank).

Figure 9 : Les trois « rounds » d'assouplissement quantitatif de la FED



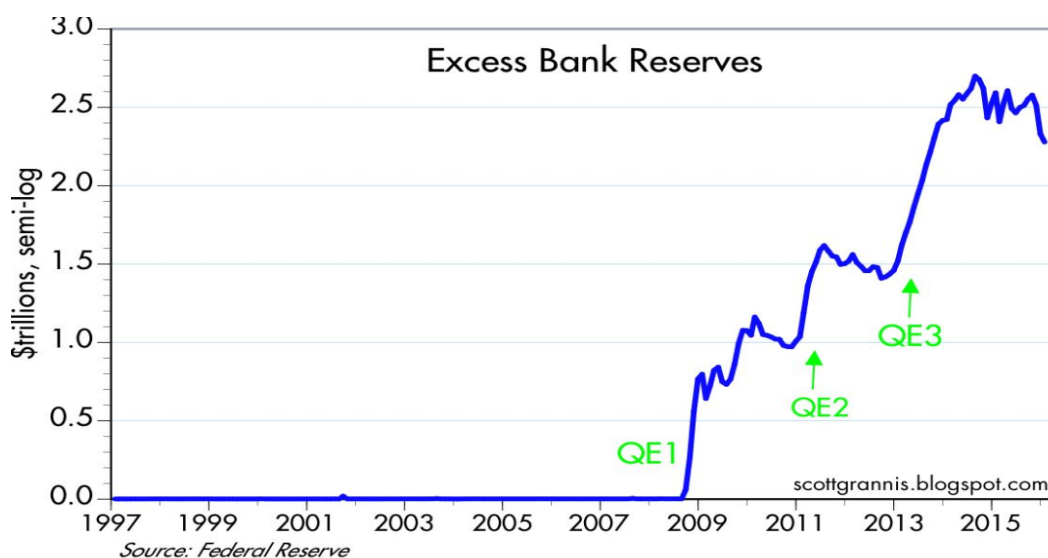
(SmartArt effectué par l'auteur)

3.2 Le QE aux Etats-Unis a-t-il eu l'effet désiré & quels ont été les effets positifs ou négatifs?

Après 6 ans de politique monétaire massive en termes d'achat et d'injection de liquidité dans le marché, certains objectifs peuvent être qualifiés comme réussis, d'autre moins.

La circulation de la monnaie dans l'économie n'a pas augmenté autant qu'espéré. Le problème rencontré a été le même que lors du programme d'assouplissement quantitatif au Japon : les banques n'ont pas vraiment joué le jeu. Comme démontré par le graphique ci-dessous, les établissements financiers ont retenus une majeure partie de cette nouvelle liquidité au lieu de prêter davantage aux entreprises et consommateurs. Ce « gel de liquidité » de la part des institutions de dépôts a eu pour effet de freiner la vélocité de la monnaie. Cette réticence peut s'expliquer suite au choc subi par ces établissements lors de l'apogée de la crise qui les a poussés à devenir plus frileux et prudents via l'augmentation de leurs réserves excédentaires. De surcroît, le marché du crédit présentait souvent des risques potentiels important par rapport au bénéfice attendu. Les banques commerciales ont eu tendance à attendre que les conditions économiques s'améliorent ainsi que la remontée des taux avant d'accorder plus de crédits aux agents économiques. Il est également important de mentionner que les ménages américains, secoués par la récente crise, sont désormais plus vigilants face à l'endettement excessif et préfèrent épargner davantage (LAUER, 2014). Cependant, le crédit a quand même circulé dans l'économie mais à petite échelle comparé aux ambitions et objectifs de la FED.

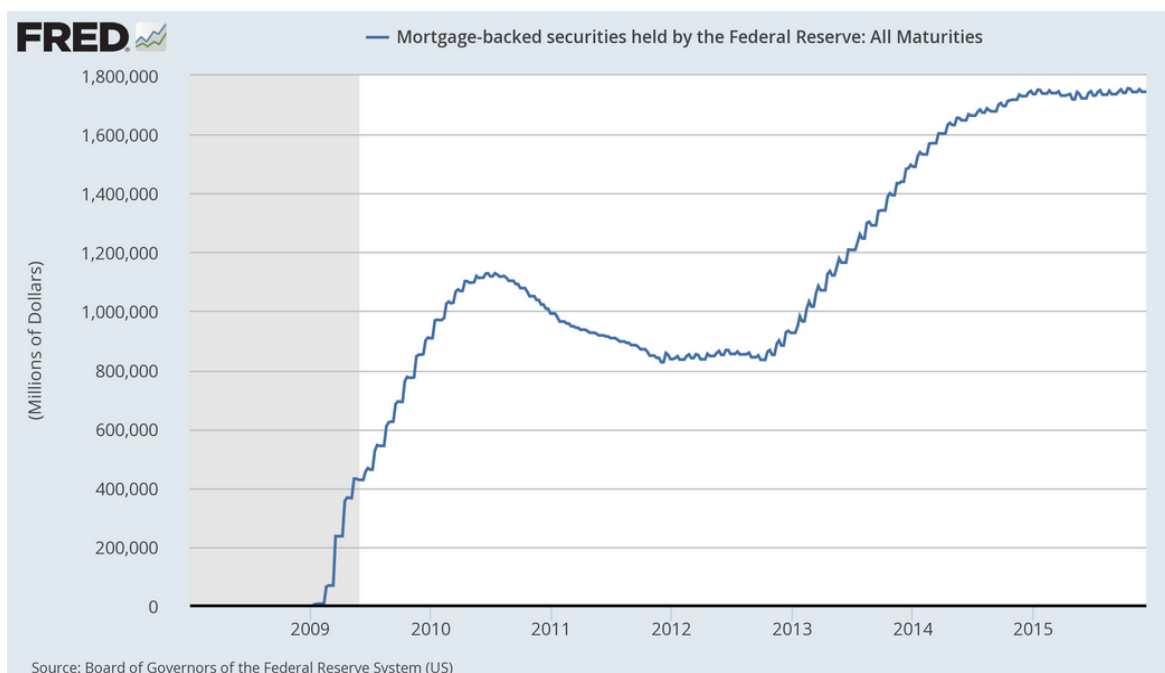
Figure 10 : Réserves excédentaires détenues auprès de la FED



(Scott Grannis Blogspot, [En ligne])

Il est aussi important de souligner l'importance du premier cycle de QE qui a notamment permis de sauver Freddie Mac, Fannie Mae, des mastodontes de premier plan dans l'industrie des prêts hypothécaires. American International Group (AIG), un des leaders mondiaux de l'assurance et des services financiers et considéré comme « Too Big To Fail », a aussi été secouru par la FED. L'objectif étant d'éviter d'affecter l'ensemble du système financier comme ce fût le cas suite à la faillite de Lehman Brothers. Afin d'empêcher la chute d'AIG qui compte des dizaines de milliers d'employés aux USA et dont la faillite aurait eu des conséquences systémiques importantes, la FED aura injecté \$85 milliards (Federal Reserve) sous forme de crédit à AIG. De surcroît, le système bancaire américain a subi de fortes pertes et plusieurs institutions étaient en danger et un des effets positifs de cette intervention réside dans le sauvetage de ces banques. Le rachat de dette bancaire et de MBS par la FED a permis d'offrir un second souffle au système bancaire en permettant aux institutions financières de sortir certains des « actifs toxiques » de leurs bilans en échange de liquidité fraîche. Le graphique ci-dessous nous permet de constater cette quantité importante de MBS rachetés par la FED et qui a permis aux banques d'assainir leurs bilans. D'un point de vue du système bancaire américain, l'assouplissement quantitatif peut être qualifié de fructueux car il a permis de renforcer leur situation financière.

Figure 11 : Les MBS détenus par la FED depuis le début du QE

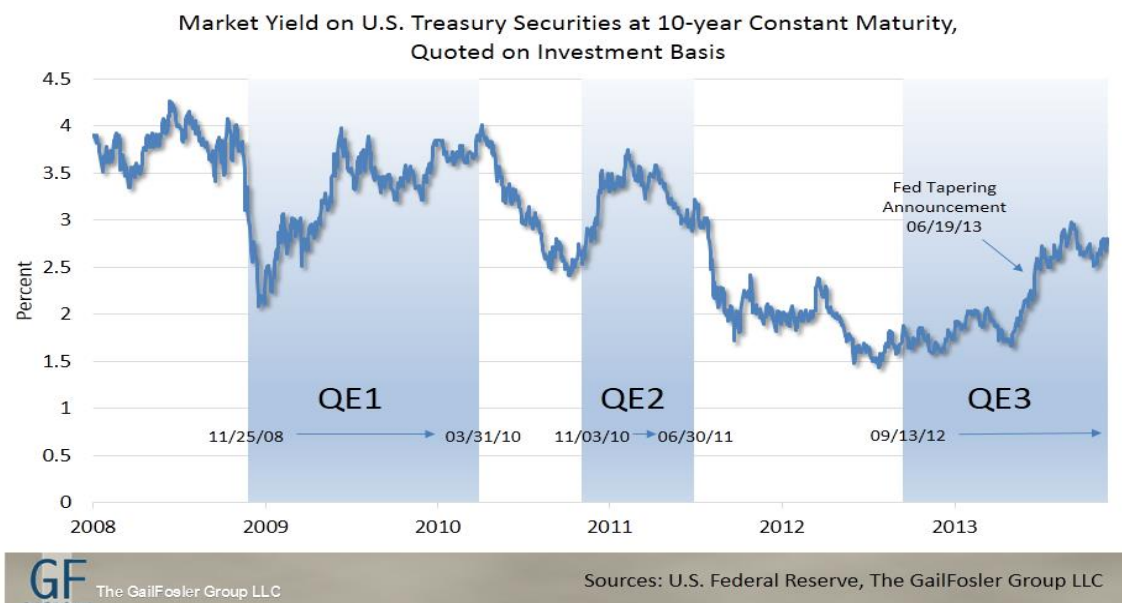


(CNBC, [En ligne])

Le désir de la FED d'influencer les taux long terme est aussi globalement un succès. Les achats de bons du trésor ont permis d'affaïsser la structure des taux d'intérêt des obligations souveraines qui servent également de point de référence aux autres types de titres de crédit via son taux « sans risque ». Ce dernier est notamment utilisé comme base dans la détermination des taux appliqués aux obligations corporatives ou à haut rendement. Malgré la frilosité des banques face à l'attribution de crédits, les emprunteurs ont quand même pu contracter des dettes à des taux spécialement bas. Comme on peut constater sur le graphique ci-dessous, les taux longs ont sensiblement variés avec une tendance générale à la baisse. On peut notamment observer une baisse de 250 points de base entre fin 2008 et début 2013. Les variations à la hausse peuvent être expliquées par le doute des investisseurs et spéculateurs par rapport à la capacité des Etats-Unis à se financer le marché financier couplé à l'amplification importante de la dette publique américaine. Une étude (LI, WEI, SCHULTE, 2012) effectuée en 2012 par la division de recherche statistique de la FED a quantifié l'impact des deux premiers cycles de QE. Ils ont estimé à travers leur modèle que ces programmes en question auraient permis une baisse allant de 80 à 120 points de base sur les taux des bons du trésor à 10 ans.

Figure 12 : La variation des taux long terme des bon du trésor américains lors des mesures d'assouplissement quantitatif aux USA.

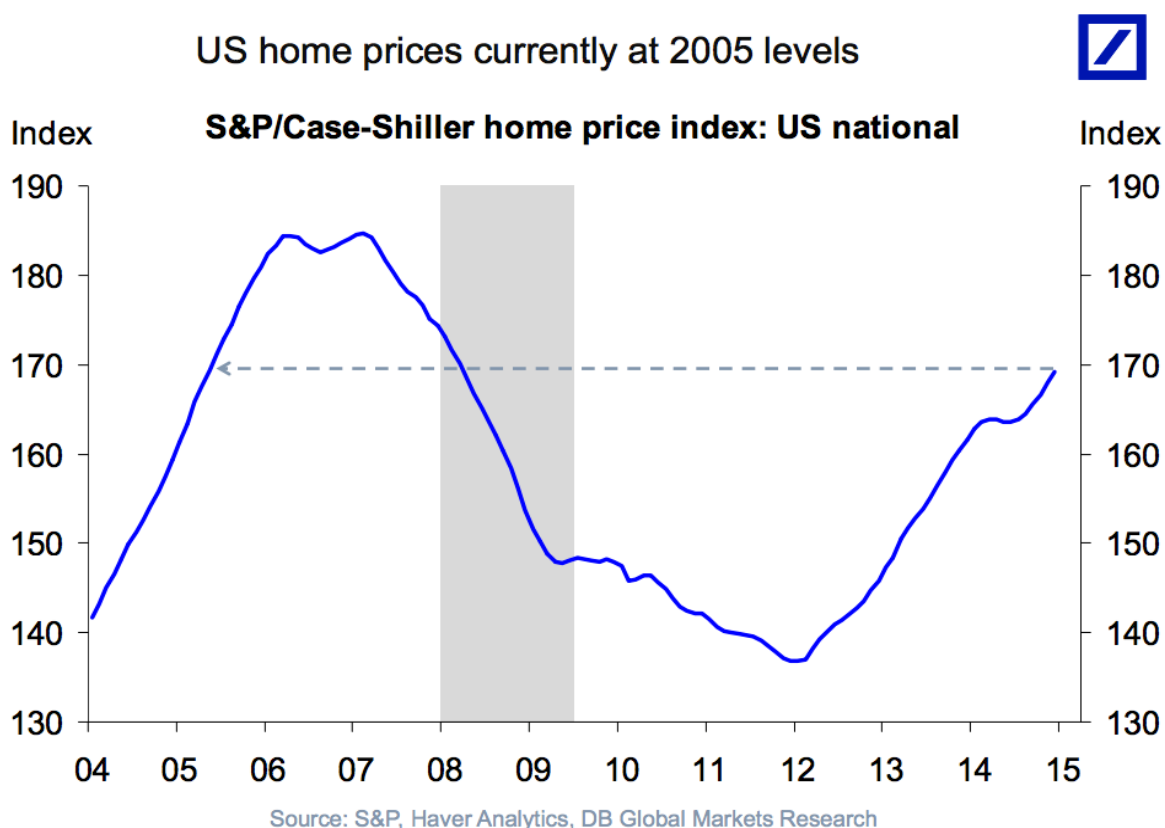
Chart 1: Treasury yields have tended to rise during QE periods



(The GailFosler Group, [En ligne])

Le marché du logement a aussi connu une reprise grâce aux taux d'intérêt long terme qui ont été maintenus durablement à un niveau bas. En effet, les dépenses des consommateurs en termes de logements ont été stimulées par le biais de ces taux attractifs. De plus, les rachats par la FED de titres en liens avec les hypothèques ont permis une baisse des écarts de taux entre ces titres en question et les bons du trésor (cf. annexe 9). Cela a favorisé une baisse importante de l'ensemble de la courbe des taux hypothécaires et rendu de nouveau ces emprunts abordables. La baisse des taux hypothécaires couplée à celle du prix des maisons a permis de stimuler à nouveau la demande et contribuer à la reprise du secteur immobilier. Le graphique ci-dessous démontre le redressement du marché immobilier, on peut observer à partir de 2012, une montée de l'indice « Case Schiller » démontrant une hausse des prix soutenue par le QE avant d'atteindre en 2015 un niveau identique à celui de 2005. En plus de la baisse des taux hypothécaires, le QE a permis une baisse significative des taux des obligations d'entreprises de l'ordre de 400 points de bases depuis fin 2008 (CF annexe 9).

Figure 13: Graphique de l'indice Case Shiller 2004-2015



(Business Insider, [En ligne])

Par rapport à l'objectif relatif à l'inflation, le QE1 a eu un effet important sur cette variable permettant entre autres une remontée du taux d'inflation de l'ordre de 3% (cf. annexe 10). Néanmoins, les cycles de QE2 & 3 ont eu un faible impact sur l'inflation qui a souvent varié en-dessous de 2% (cf. annexe 10). L'inflation et l'inflation anticipée sont restées la plupart du temps sous la barre de l'objectif des 2% de la FED. Avec une économie qui essaie de réduire ses déficits aussi bien privés que publics, une inflation trop basse ne stimule pas assez l'économie et représente un problème pour la diminution de l'endettement. Cette politique d'assouplissement quantitatif n'a donc pas été assez puissante afin de créer le niveau d'inflation souhaité. Toutefois, la progression de la croissance réelle du PIB⁷ a été satisfaisante et a permis de revenir au niveau souhaité d'avant-crise. En outre, comme on peut remarquer sur le graphique ci-dessous, la croissance réelle du PIB a été favorisée à partir de 2010, par les mesures monétaires d'assouplissement quantitatif (IRWIN, 2014).

Figure 14: Croissance réelle annuelle aux USA

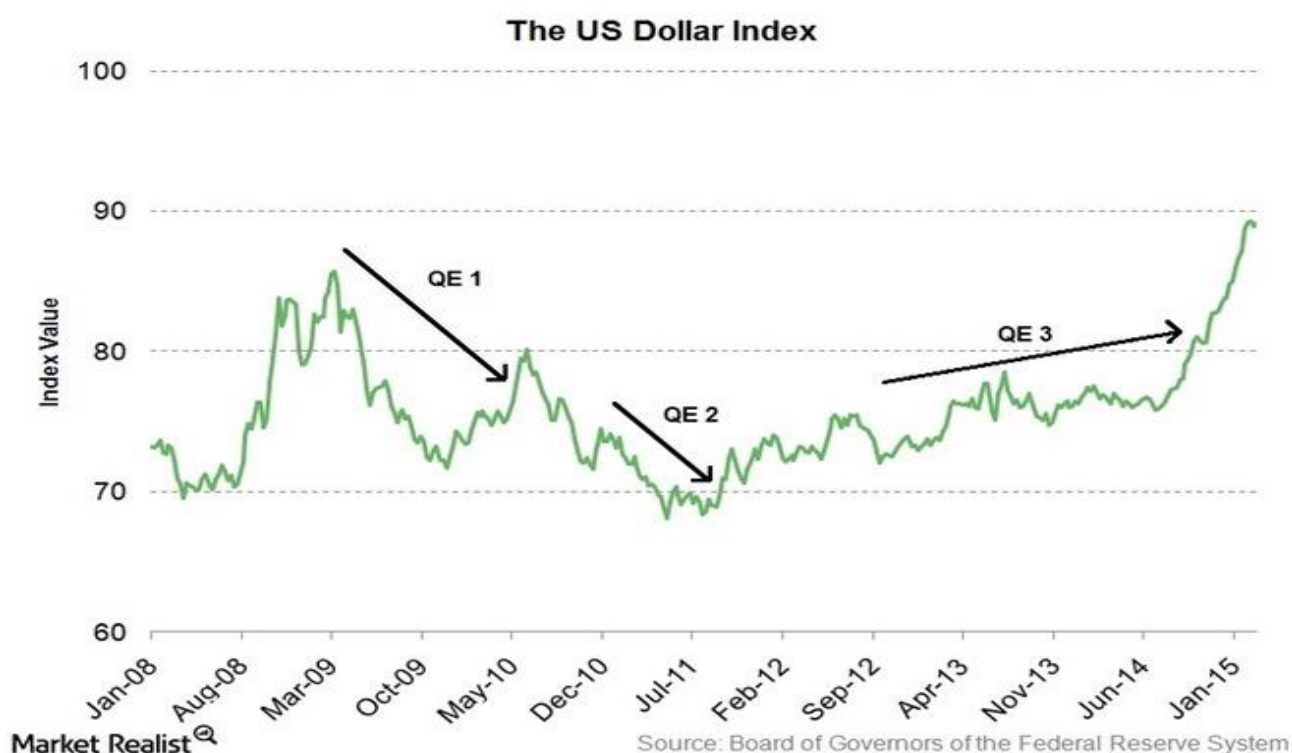


(Financial Market Commentary, [En ligne])

⁷ Le produit intérieur brut réel est la mesure de la variation du PIB brut d'une période à une autre (en général 1 an). L'inflation n'est pas prise en compte dans cette mesure de PIB réel.

Sur le marché des devises, le QE via une augmentation de la masse monétaire en circulation aura dilué la valeur de l'U.S. dollar. Cette dilution couplée à une baisse des taux de rendement sur les bons du trésor long terme américains a entraîné une baisse du dollar contre certaines devises étrangères. Cependant, cet effet a été par moment annihilé par les mesures monétaires des autres BC (BOJ, BOE, BCE) qui visent eux aussi à dévaluer leurs devises, d'où le terme « guerre des monnaies » (LAUER, 2014). On peut constater à travers l'évolution de l'U.S. Dollar Index⁸, que les deux premiers cycles de QE ont permis une baisse de la valeur du dollar américains face à d'autres devises. Cependant, le troisième volet du QE adopté par la FED a eu un effet moindre et peut être expliqué, comme cité auparavant, par les programmes d'assouplissement quantitatif semblables employés par la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et surtout la Banque Centrale Européenne à partir de début 2015. La hausse soudaine de l'index fin 2014 est la conséquence de l'anticipation des marchés du lancement du QE de la BCE.

Figure 15: Variation de l'indice US Dollar lors du QE



(Market Realist 2015, [en ligne])

⁸ L'U.S. Dollar Index est une mesure de la valeur du dollar comparé à celle d'un panier comprenant les valeurs des devises des principaux partenaires commerciaux des Etats-Unis.

Un des effets qui peut être qualifié de négatif réside dans la formation de bulles dans certaines classes d'actifs ou marchés boursiers tel que celui des actions. La politique monétaire de la FED a effectivement permis une hausse importante du S&P 500⁹ (cf. annexe 11), soutenant par ailleurs la reprise économique. Toutefois, le marché des actions aux Etats-Unis est devenu surévalué, en particulier comparé à des fondamentaux tels que les revenus des entreprises par rapport à leur valorisation en bourse (IRWIN, 2014). Les taux d'intérêt long terme bas ont orienté les investisseurs vers des placements plus risqués comme les actions par exemple, ce qui a eu pour effet de stimuler et gonfler artificiellement la valorisation de ces actifs en question. Le graphique disponible dans les annexes (cf. annexe 12) nous permet de constater une hausse du ratio de capitalisation boursière par rapport au PIB de l'ordre d'environ 120% car ce ratio était à hauteur d'environ 85% en 2009 et approchait 185% en 2014, soit un niveau significativement supérieur à celui d'avant-crise. On peut aussi s'apercevoir que ce ratio en question avait seulement atteint de tels niveaux lors de la bulle internet qui a « éclaté » en 2000. Il est donc plausible d'affirmer que le QE a créé une bulle spéculative dans la classe d'actif des actions aux Etats-Unis (IRWIN, 2014). De plus, des bulles spéculatives se sont formées dans d'autres économies telles que Singapour où le taux d'intérêt de référence (SIBOR) est lié au « Fed Fund Rate » afin de réduire les fluctuations de taux de change. En conséquence, la baisse des taux par la FED couplée à des fuites de capitaux vers ces pays à crée une bulle dans le marché immobilier de Singapour (cf. annexe 1).

L'objectif d'enrailler le chômage peut lui aussi être considéré comme une réussite. Pourtant, lors du premier volet de QE, le taux de chômage est passé de 6.5% en 2009 à environ 10% en 2010 (cf. annexe 13). C'est suite au début du deuxième cycle que cette variable économique essentielle a montré des signes d'amélioration. En effet, entre le début du QE2 et la fin du QE3, environ 2 millions d'emplois (Bureau of Labor Statistics) ont été créé dans le secteur privé, notamment grâce à une reprise de la bourse américaine tonifiée par la politique monétaire de la FED qui a permis d'améliorer les conditions des entreprises et favoriser la création d'emplois. Comme on peut constater sur le graphique (cf. annexe 13), le taux de chômage est tombé à 5.6% fin 2014. Il est aussi important de mentionner que ces statistiques prennent aussi en compte les emplois à temps partiel. Or une portion des individus considérés comme ayant retrouvé un travail sont à la recherche d'emplois à plein temps, mais ont dû se contenter seulement de jobs à temps partiel (ABRAHAM, 2015).

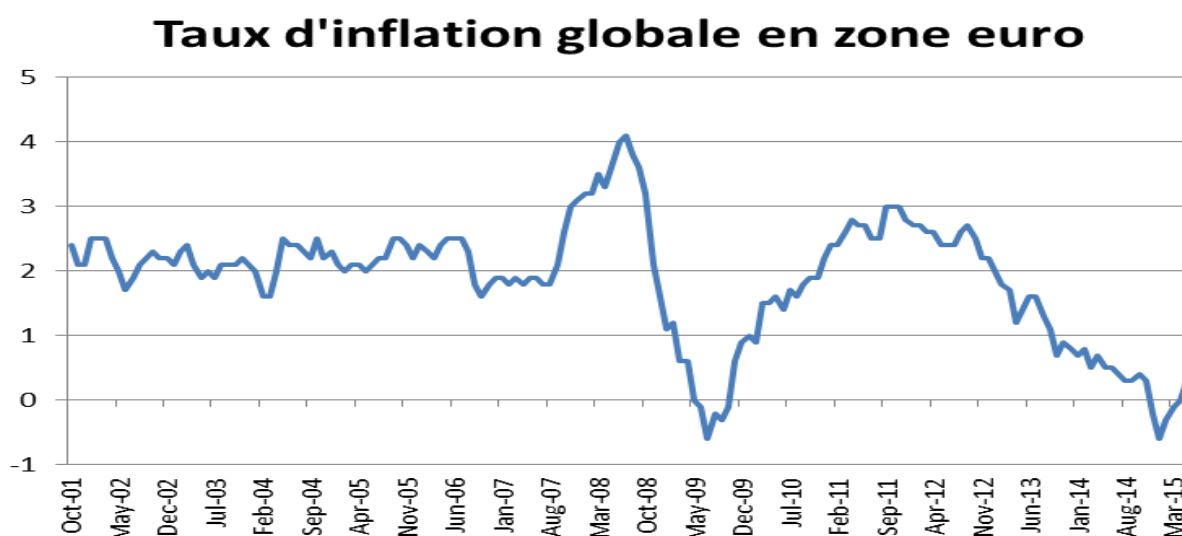
⁹ Le S&P 500 est un indice de référence aux USA basé sur 500 grandes sociétés (large capitalisation) cotées sur les bourses américaines.

4. Le Quantitative Easing au sein de la zone euro

4.1 Pourquoi avoir fait appel au Quantitative easing

Début 2015, la Banque Centrale Européenne (BCE), annonce le lancement d'un vaste programme d'assouplissement quantitatif en Europe. C'est suite à plusieurs années caractérisées par la crise des « subprimes » et ses répercussions sur l'économie mondiale, la crise bancaire qui en a découlé ainsi que la crise de la dette¹⁰ au sein de la zone euro, que la BCE décide d'avoir recours aux politiques monétaires, dites, non-conventionnelles. En réponse à une chute du taux d'inflation au sein de la zone économique euro depuis début 2012, la BCE a d'abord utilisé le levier des instruments conventionnels et baissé graduellement son taux directeurs de refinancement jusqu'à ce qu'il atteigne 0.05% fin 2014 (cf. annexe 14). La chute de l'inflation couplée à la menace grandissante de la déflation a poussé la BCE à opter pour la politique monétaire de « derniers recours » afin de relancer l'inflation dans la zone euro et éloigner les risques d'une ère déflationniste. La BCE est alors la quatrième BC qui décide de s'en remettre à de telles mesures après la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre et la Fed.

Figure 16: Evolution du taux d'inflation de la zone euro



Sources : Bloomberg, BNPP IP, situation au 3 juin 2015

(BNP Paribas Investment Partner 2015 [en ligne])

¹⁰ Cette crise est en lien avec d'importants déficits budgétaires dans plusieurs pays de la zone euro tels que principalement la Grèce, mais aussi Chypre, le Portugal ou encore l'Irlande qui ont notamment vu les taux de leurs emprunts sur le marché obligataire augmenter suite à la baisse de leurs notes par les agences de notations.

Les objectifs et impacts attendus de cette mesure financière étaient les suivants pour la BCE :

- Revenir à un taux d'inflation proche mais en-dessous de 2%. C'est l'objectif principal de cette mesure monétaire, relancer l'inflation afin d'atteindre un niveau que la BCE considère comme optimal et synonyme de bonne santé de l'économie pour les raisons citées dans ma partie d'introduction (BCE EUROPA 2015). En particulier, la BCE souhaite lutter contre la menace potentielle de déflation qui aurait alors des répercussions désastreuses sur la zone économique euro. Dans le but d'atteindre son objectif, la BCE va chercher à stimuler l'activité économique et la production par le biais de sa politique monétaire accommodante et ses injections de liquidités pour également permettre de soutenir la hausse générale des prix.
- Faire baisser la valeur de l'euro face à l'U.S dollar et les autres devises. Cela va permettre de favoriser les exportations et la compétitivité des pays de la zone euro grâce à des prix plus bas pour les partenaires commerciaux hors zone euro. De surcroît, le mécanisme de la baisse de l'euro va augmenter le prix des importations et soutenir en théorie une hausse de l'inflation. Grâce à l'augmentation de la base monétaire et de la liquidité en circulation via sa politique d'assouplissement quantitatif, la BCE va alors chercher à dévaluer l'euro face aux autres devises afin d'influencer les variables susmentionnées.
- Préserver des taux d'intérêt bas afin de stimuler l'emprunt et la circulation du crédit. La BCE souhaite garantir le niveau bas des taux d'intérêt auxquels les Etats (hors Grèce et Chypre) empruntent (HEAM, MARC, 2015). Cela permettra de répandre cette tendance dans l'économie européenne afin de permettre aux ménages et entreprises un accès au crédit à moindre coût.
- Affaiblir l'entière de la courbe des taux d'intérêt. Dans un premier temps, grâce aux achats conséquents d'obligations souveraines sur le marché secondaire, les prix de ces actifs vont monter et créer un mouvement à la baisse des taux d'intérêt souverains. Additionnellement, ces achats vont engendrer un effet de « rééquilibrage du portefeuille » également désiré par la BCE. Ensuite, en communiquant fermement ses intentions, la BCE va théoriquement impacter à la baisse la courbe des taux longs via l'effet sur les anticipations de la part des agents économiques et spéculateurs.

- Injecter des liquidités dans les banques commerciales et autres établissements financiers afin de soulager certains de leur dette et qu'ils puissent prêter ensuite leurs excédent de liquidités. A travers le canal de la vente des obligations souveraines à la BCE, cette dernière va pouvoir injecter des liquidités nouvelles dans ces établissements financiers. Ensuite, par le biais d'un taux négatif appliqué à la rémunération des réserves excédentaires, la BCE va pousser les banques commerciales et autres établissements financiers à accorder davantage de prêts afin d'avoir un rendement plutôt que payer un loyer sur le capital déposé auprès de la BCE. Cette incitation à accorder plus de crédit aux ménages et entreprises va potentiellement dynamiser l'investissement et la vélocité de la monnaie tout en soutenant l'économie réelle, la croissance et la reprise de l'inflation.
- Réduire la fragmentation des marchés du crédit en termes de taux d'intérêt. Pour pouvoir permettre une meilleure transmission de la politique monétaire, la BCE souhaite également réduire les écarts de taux entre les différents pays (HEAM, MARC, 2015). Par exemple entre l'Allemagne, en bonne santé économique, et l'Espagne dont la situation est moins bonne, les taux d'intérêt à 10 ans de leurs obligations souveraines étaient respectivement à 3.5% et 1.5% en janvier 2014 (BCE, 2014).
- Comme lors de l'assouplissement quantitatif employé par la Banque du Japon, l'axe principal en matière d'objectif est la relance de l'inflation et écarter la menace du spectre de la déflation dont on a pu constater les effets dévastateurs suite à la crise de 1929 aux Etats-Unis¹¹. De plus, la dépréciation de l'euro représente aussi une variable importante afin de mener leur politique à bien, notamment grâce à une meilleure compétitivité sur le marché des exportations et une hausse du prix des produits importés dont l'effet sur l'inflation peut s'avérer bénéfique.

¹¹ Le « krach boursier » de 1929 a été suivi d'une déflation importante qui a par ailleurs provoqué une forte baisse des prix et la faillite de nombreux établissements dans le secteur bancaire.

4.1.1 Lancement de la politique monétaire de QE et chronologie

« Nous appliquerons le programme de rachats d'actifs en entier comme annoncé, et jusqu'à ce que l'on constate un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation. » Mario Draghi, 2015, président de la BCE

C'est au début de l'année 2015, plus précisément le 22 janvier, que la BCE annonce le lancement, attendu, de sa nouvelle politique monétaire avec des premiers achats qui auront lieu dès le 9 mars 2015. Cette politique d'assouplissement quantitatif alors inédite dans la zone euro¹² et qualifié de « Bazooka Monétaire » par certains, va viser à stimuler l'inflation, la croissance et la circulation du crédit via l'accroissement du bilan de la BCE et de la monnaie en circulation. Ces achats d'actifs vont cibler majoritairement des obligations du secteur public des pays de l'union européenne (Public Sector Purchase Programme, PSPP) et se monteront à hauteur de 60 milliards d'euros (ECB Europa) par mois jusqu'en septembre 2016 (18 mois). Parmi ces 60 milliards mensuels, 50 seront destinés aux rachats de dettes publiques via les obligations souveraines des Etats. Les 10 autres milliards seront pour les rachats de titres adossés à des actifs de l'économie réelle (Asset Backed Securities Purchase Programme, ABSPP) et pour un programme d'achat d'obligations émises par des banques de la zone euro (Covered Bonds Purchase Programme, CBPP). (ECB, 2016) Cependant, les programmes d'achats « ABSPP » et « CBPP » étaient déjà en vigueur depuis octobre 2014 et visaient respectivement à stimuler l'économie réelle et aider les banques à diversifier leurs sources de financement via l'émission de nouveaux titres. (BANQUE DE FRANCE, 2016)

Par rapport au programme d'achat d'obligations du secteur public (PSPP), la BCE est contrainte d'effectuer ces acquisitions seulement sur le marché secondaire, car le cadre juridique européen interdit de recourir directement au financement monétaire¹³. Un des défis pour la BCE sera de trouver chaque mois des vendeurs et des quantités suffisantes d'obligations d'Etats sur le marché secondaire. Additionnellement, les obligations souveraines ciblées par la BCE doivent être dans la catégorie « investment grade¹⁴ » en termes de notations pour des raisons de gestion du risque, les achats de titres grecs et chypriotes sont donc à priori exclus (BIRD, 2015).

¹² La zone euro est composée des pays de l'union européenne ayant adoptés la devise euro (€).

¹³ Action qui consiste à acheter de la dette publique directement aux Etats sur le marché primaire.

¹⁴ Les titres « investment grade » sont des actifs dont leur note attribuée par les agences de notations se trouve entre AAA et BBB-

Décembre 2015, en réponse à une reprise de l'inflation trop faible (cf. annexe 15), la BCE par la voix de son président Mario Draghi, annonce que le programme sera prolongé jusqu'en mars 2017 avec la possibilité pour la BCE de racheter d'autres types d'actifs tels que des titres de dette émis par des gouvernements régionaux. L'acquisition de ces titres locaux va permettre à la BCE d'avoir un substitut en cas de difficulté à trouver des quantités suffisantes d'obligations d'Etats sur le marché secondaire (GODIN, 2015). La BCE a également annoncé sa volonté de maintenir le taux de refinancement bas, aussi la baisse de son taux de rémunération des dépôts va passer de -0.2% à -0.3% (ECB Europa).

En mars 2016, la BCE annonce l'extension de sa politique monétaire d'assouplissement quantitatif (Expanded Asset Purchase Programme, APP), afin de renforcer les mesures de lutte contre un niveau d'inflation bas qui persiste (cf. annexe 15). Ce programme consistera à prolonger l'achat de titres adossés à des actifs (ABSPP), d'obligations du secteur bancaire (CBPP), de dettes publiques (PSPP) et cette fois d'acheter également des obligations d'entreprises (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP) à partir du 8 juin 2016. L'acquisition d'obligations corporatives est une action inédite dans un programme d'assouplissement quantitatif. Dès l'entrée en vigueur de ces nouvelles mesures, les achats se porteront à hauteur 80 milliards d'euros (ECB Europa). Comme annoncé par Mario Draghi, la BCE à l'intention de poursuivre ses achats jusqu'à ce que le taux d'inflation revienne autour des 2%.

Figure 17: Illustration de Mario Draghi et le fameux « bazooka monétaire »



(Business Insider, 2015 [en ligne])

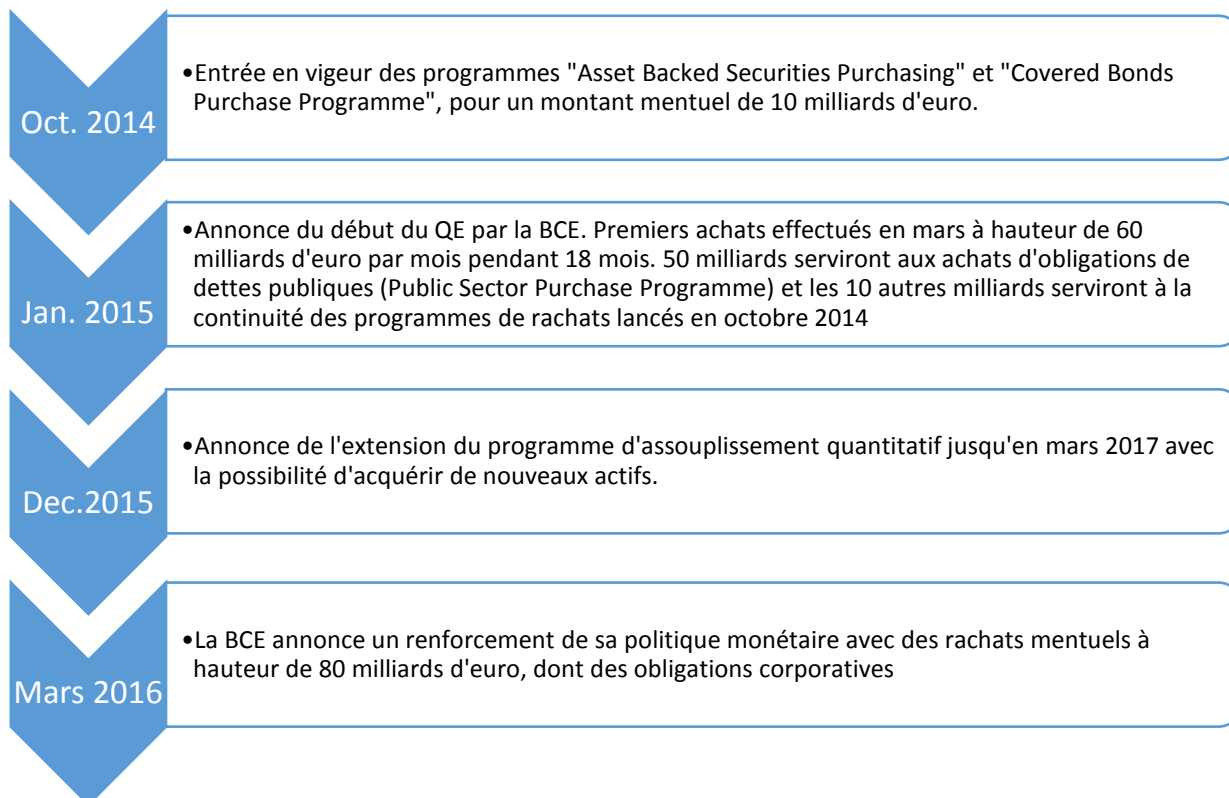
Tableau 1 : Etat des achats du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE et ses diverses extensions au 05 août 2016:

Types d'achats:	Acronymes du programme:	Montants en €:	Achats depuis le:
Titres adossés à des actifs	ABSPP	20'370'000'000	Octobre 2014
Obligations secteur bancaire	CBPP	187'380'000'000	Octobre 2014
Obligations dette publique	PSPP	957'273'000'000	Mars 2015
Obligations d'entreprises	CBPP	14'978'000'000	Mars 2016
Total: au 5 août 2016	-	1'180'001'000'000	-

(Tableau réalisé par l'auteur basé sur les chiffres de la BCE en annexe 16)

Les derniers chiffres officiels publiés le 15 juillet 2016 par la BCE (cf. annexe 17), font état d'un taux d'inflation annuel de 0,1% sur l'ensemble de la zone euro. La BCE avait annoncé en décembre 2015, son intention de prolonger son programme jusqu'en mars 2017 ou tant que l'objectif d'un ajustement durable de l'inflation ne soit atteint. En vue des résultats actuels, il est donc rationnel d'estimer, que la politique monétaire d'assouplissement quantitatif de la BCE est loin d'être finie.

Figure 18 : Récapitulatif des programmes et extension de la politique monétaire d'assouplissement quantitatif de la BCE jusqu'à aujourd'hui



(SmartArt réalisé par l'auteur)

4.2 Le QE en Europe jusqu'à aujourd'hui a-t-il eu l'effet désiré & quels ont été les effets positifs ou négatifs?

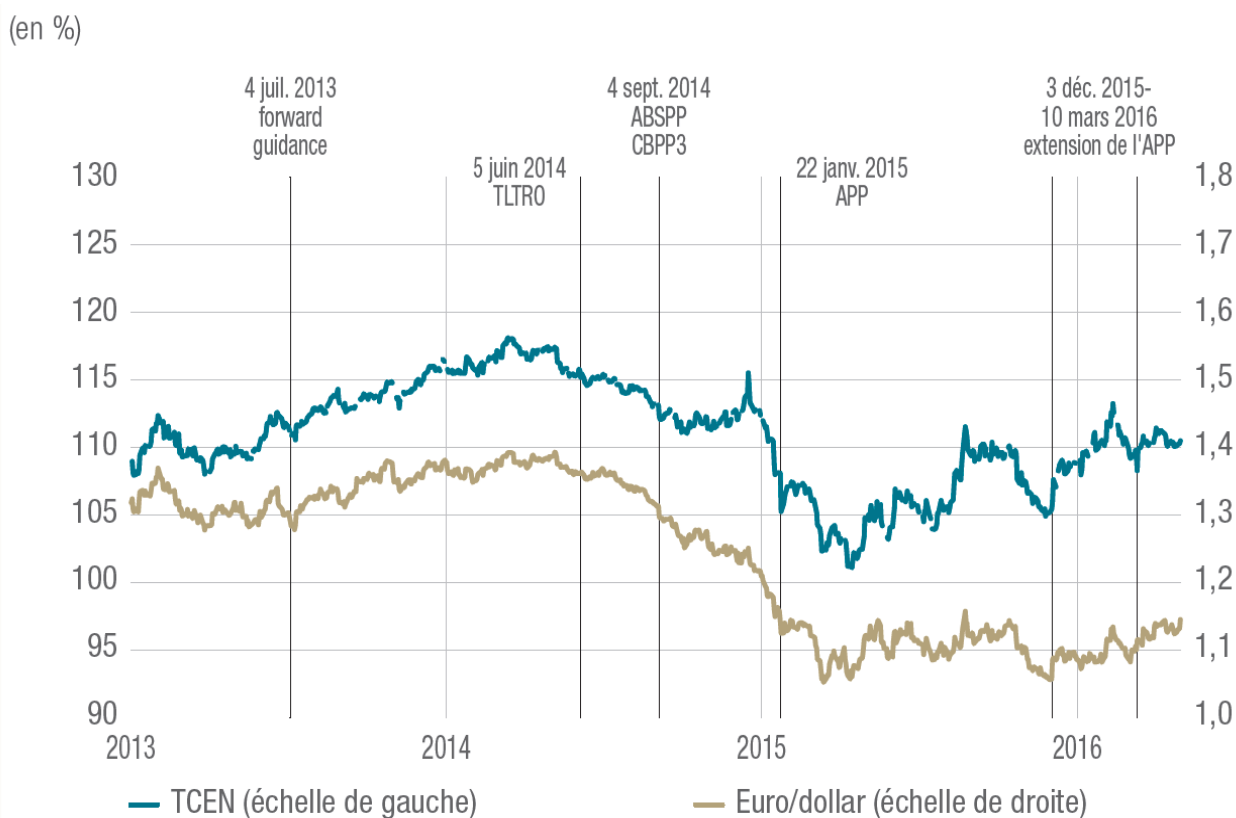
Pour cette partie relative aux effets et à l'efficacité de la politique monétaire d'assouplissement quantitatif de la BCE, la mesure étant toujours en cours, je vais donc me concentrer sur les impacts qui peuvent être observés sur la période 2014-2016.

Les effets sur le taux d'inflation jusqu'à aujourd'hui peuvent être qualifiés d'insatisfaisants pour la BCE. Depuis le début 2015, date officielle du lancement des politiques de QE en zone euro, le taux d'inflation a varié autour de 0% (cf. annexe 15). Une des raisons évoquée par Adam Posen, ancien membre du Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre, pouvant expliquer ce manque d'efficacité de la politique monétaire employée par la BCE, réside dans l'ampleur du programme. Lors du « World Economic Forum de Davos », les reporters du journal « Le Temps », ont posé la question suivante à M. Posen : « *La Banque centrale européenne (BCE) s'est décidée et a annoncé jeudi un plan de rachat d'actifs (QE). Est-ce que ce sera suffisant?* ». Et sa réponse a été la suivante : « *C'est mieux que rien. Mais avec un tel montant, le programme est voué à l'échec. C'est trop peu. Mille milliards sur deux ans correspondent à 10% du produit intérieur brut (PIB) de la zone euro, alors que les Etats-Unis et la Grande-Bretagne ont injecté l'équivalent de près de 30%. Le fait que le plan ne soit pas assez ambitieux pose un problème parce que les opposants à l'assouplissement quantitatif (QE) pourront ainsi dire qu'ils avaient raison, cette méthode ne fonctionne pas. En réalité, si elle ne fonctionne pas, c'est parce qu'elle n'est pas utilisée à une assez grande échelle.* » (Le Temps, 2015) Cet argument peut donc, révéler une des causes de ce manque de résultats en matière d'inflation.

Une autre raison pouvant éclaircir les motifs de cette inefficacité sur l'inflation est l'affaiblissement des salaires (cf. annexe 19), victimes du taux de chômage élevé (10.2%) au sein de la zone euro (cf. annexe 18) et une concurrence grandissante des pays à coûts faibles en termes de salaires, biens et services. Ce recul des revenus de la population de la zone euro a pour effet de paralyser l'inflation à travers la diminution du pouvoir d'achat des consommateurs (CHARREL, 2015). Le taux d'inflation annuel en 2016 étant de 0.1% (cf. annexe 17), l'objectif d'une inflation annuelle proche de 2% au sein de la zone euro est donc pour l'instant un échec.

L'objectif de déprécier la valeur de l'Euro est aussi aujourd'hui atteint. D'ailleurs, l'euro a même commencé à baisser dès le second semestre de l'année 2014, suite aux anticipations des mesures d'assouplissement quantitatif par les agents financiers (HEAM, MARC, 2015). Comme on peut observer sur le graphique ci-dessous, l'effet sur le TCEN¹⁵ est notable, ce dernier est passé de 115 début 2015, à 110 mars 2016, soit une baisse de 4.35%. Par rapport à l'U.S. dollar, 1€ valait 1.3707 \$ en mai 2014, au premier août 2016, 1€ ne valait plus que 1.1085 \$ (cf. annexe 20), soit une baisse de 19.13%. Grâce à l'augmentation de la base monétaire et aux anticipations des agents économiques, l'impact ciblé sur la devise euro est un succès.

Figure 19 : Variation des taux de change entre 2013 et 2016

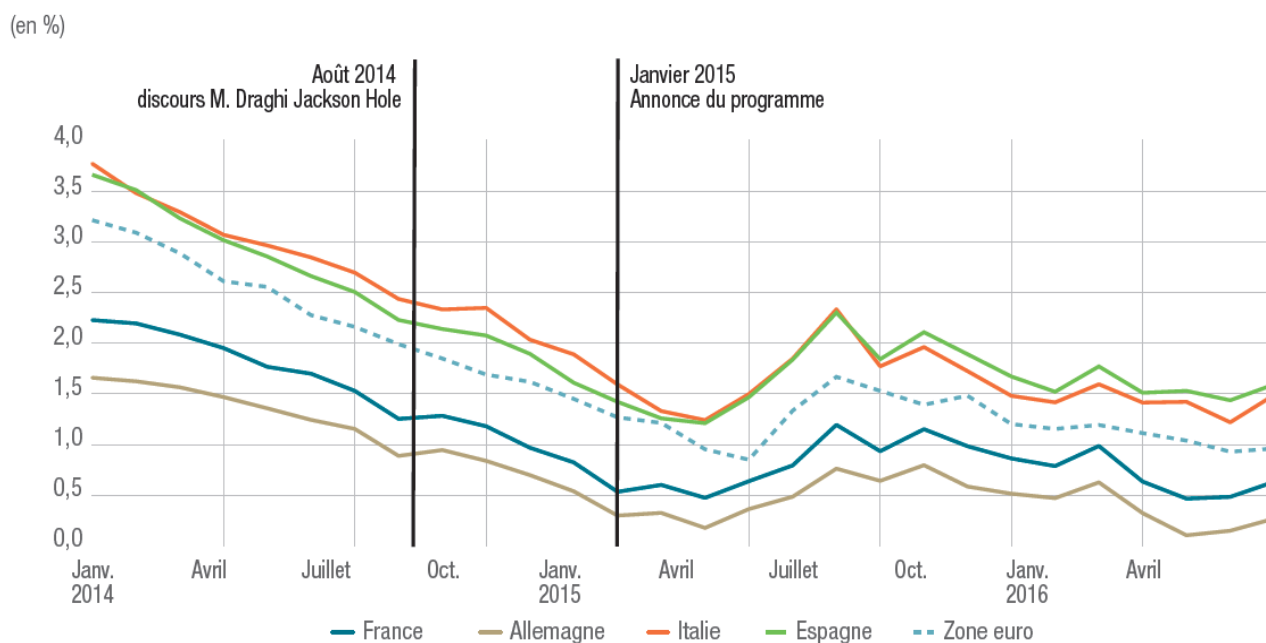


(Banque de France 2016, [en ligne])

¹⁵ Taux de change effectif nominal par rapport à un ensemble de 38 devises étrangères.

L'effet désiré relatif à l'affaîssement de la courbe des taux d'intérêt peut aussi être constaté. En effet, comme pour le cas de la devise Euro, les taux souverains européens à long terme ont baissés dès le deuxième semestre 2014 (HEAM, MARC, 2015). Grâce à ses achats d'obligations sur le marché secondaire, le prix de ces dernières a augmentés et permis dans un premier temps, une baisse des taux à 10 ans. Additonnellement, comme on peut l'observer sur le graphique ci-dessous, cette mesure a aussi permis un resserrement souhaité des écarts entre ces taux en question. Les titres de pays tels que l'Espagne ou encore l'Italie ont été davantage impactés par la politique monétaire de la BCE. De surcroît, on peut aussi remarquer que les taux d'intérêt des obligations bancaire et des sociétés non-financières ont sensiblement baissés entre 2014 et 2016 (cf. annexe 21). Pour l'objectif propre aux prêts accordés et la circulation du crédit, on peut constater une amélioration (cf. annexe 23), mais une fois encore les banques ont retenu en partie cette nouvelle liquidité.

Figure 20 : Mouvements des taux des rendements souverains à 10 ans



Source : BCE.

(Banque de France, [en ligne])

5. En quoi ces trois mesures d'assouplissement quantitatif analysées sont-elles différentes ?

Ces trois programmes d'assouplissement quantitatif développés au sein de cette synthèse ont eu des similarités en matière d'objectifs et de mécanismes ciblés. Dans les trois cas, cette mesure a été adoptée suite à une crise, mais pour la BOJ et BCE, le but premier était relatif à l'inflation. En effet, pour ces deux BC, le spectre de la déflation se manifestait et le QE a été employé dans le dessein d'éloigner cette menace. Le QE utilisé par la FED, bien qu'il ciblait aussi, parmi d'autres effets escomptés, à relancer l'inflation, visait principalement à réduire le chômage et relancer un marché de l'immobilier et hypothécaire fortement ébranlé par la crise de 2008.

En matière de taille, ces programmes ont aussi été différents, les achats effectués par la BOJ représentaient environ 15% du PIB du Japon¹⁶ (Bank of Japan) (cf. annexe 22), ceux effectués par la FED environ 25% du PIB américain (Federal Reserve), alors que ceux de la BCE représentent aujourd'hui environ 10% (ECB Europa, EuroStat) du PIB de la zone euro.

Une autre particularité réside dans les types d'actifs achetés, alors que la FED a notamment acquis des MBS ainsi que des dettes souveraines et bancaires, la BCE, depuis mars 2016, rachète des obligations d'entreprises et a été la seule à le faire parmi ces 3 programmes étudiés. De surcroît, une des différences du QE de la BCE, est propre à la structure de l'économie ciblée, car la zone euro est composée de 19 pays ce qui rend la transmission de la politique monétaire plus difficile, de par la fragmentation entre les pays en matière de situation et de « santé » économique.

En termes de similarités, les trois BC ont procédé à des achats importants d'obligations souveraines afin de peser sur la structure des taux d'intérêt et créer un effet de « rééquilibrage du portefeuille ». Additionnellement, elles ont notamment toutes visées à injecter des liquidités dans le secteur bancaire par le biais de l'augmentation de leurs bilans afin de stimuler la vélocité de la monnaie et la circulation du crédit.

¹⁶ Le bilan de la BOJ était déjà à environ 15% du PIB en 2000, l'augmentation a donc été de l'ordre de 15%.

6. Synthèse

6.1 Suggestions

Suite à mon analyse des politiques de QE au Japon, aux USA et au sein de la zone euro, j'ai pu constater que ces mesures s'avèrent plus efficaces sur certaines variables économiques que d'autres. Je souhaite alors émettre les suggestions suivantes :

- Une communication précise et transparente des Banques Centrales en matière des actions entreprises et des différentes décisions à venir est essentielle. En effet, cette transparence permet aux différents acteurs économiques d'être informés sur les objectifs futurs relatifs aux taux d'intérêt et diminue les incertitudes de ces derniers quant à la trajectoire des différents taux. Comme on a pu le constater lors des cas précédemment développés, les anticipations des agents économiques exercent une pression à la baisse sur les taux d'intérêt à long terme ou encore sur la valeur de la devise ciblée. En ancrant fermement ses intentions dans l'esprit des acteurs économiques par une bonne communication, certains effets désirés par les BC sont alors plus fructueux.
- Dans le but de faire baisser les taux à long terme, le QE s'est avéré être une mesure efficace. Dans les cas analysés, plus particulièrement ceux de la FED et la BCE, le QE a permis une baisse importante des taux à long terme. Le rachat massif d'obligations souveraines fait manifestement monter le prix de ces titres et baisser en conséquence leurs rendements. Additionnellement, l'effet de l'affaissement de la courbe des taux grâce à la baisse du point d'origine via la courbe des taux courts, s'est révélé efficace. Afin d'influencer les taux long, le QE représente donc un instrument payant.
- L'effet sur le taux de change est aussi apparent, notamment grâce à la vaste injection de liquidité dans le marché via l'augmentation de la base monétaire. Aussi le message envoyé aux agents économiques quant aux intentions fermes de la BC est important. Cependant, cet effet sur la dilution du cours de la monnaie peut être entravé lorsque plusieurs BC employent de telles mesures simultanément.
- Cette mesure s'est également avérée efficace afin de soutenir le secteur bancaire. Le QE a notamment favorisé la reprise des secteurs bancaires des pays ciblés via l'augmentation de leurs réserves excédentaires et le rachat d'actifs toxiques ainsi que de dettes bancaires.

6.2 Conclusion

Pour conclure, je souhaiterais revenir sur les problèmes rencontrés, les limites et les réussites du programme d'assouplissement quantitatif au sein des économies étudiés.

Un des problèmes rencontrés par les BC lors des trois cas étudiés, réside dans le fait que les banques commerciales n'ont pas joué le « jeu ». En effet, un des objectifs propre à chacun des programmes employé était de stimuler la circulation du crédit et encourager les prêts accordés par les banques aux particuliers et entreprises. Suite à l'augmentation des réserves excédentaires des banques par la BC, ces dernières ont retenu une majeure partie de cette nouvelle liquidité, ce qui a eu pour effet de contrarier les intentions des autorités monétaires. Le fait que les BC ne puissent pas avoir une influence sur les prêts accordés par les banques est donc un obstacle dans la réussite de l'objectif propre à la circulation du crédit. Une limite du programme réside également dans le manque de résultats quant à l'augmentation du taux d'inflation, dans les trois cas observés, les effets sur l'inflation n'ont été que minimales voire nuls. Egalement, les économies telles que la zone euro représentent un défi pour ces politiques de par la fragmentation entre les différents pays en matière de situation économique. Additionnellement, comme le QE est une mesure récente, les effets à long terme sur l'économie sont encore inconnus et certains événements ou impacts négatifs peuvent faire surface dans les années à venir.

Toutefois, le QE a globalement été un succès. Comme cité précédemment, les objectifs relatifs aux devises et aux taux à long terme sont une réussite, de même que l'amélioration de la santé du secteur bancaire, notamment grâce à l'ampleur des programmes et leurs effets positifs sur la confiance et la psychologie des agents économiques ainsi que la canalisation des spéculateurs. Je souhaite également encore souligner l'importance d'une communication transparente de la part des BC quant aux différentes actions et décisions futures en matière de politique monétaire afin de favoriser le succès de certains objectifs.

Une question qu'il me semble importante de se poser est : quel futur pour ces politiques d'assouplissement quantitatif et quelle est la prochaine étape si elles ne suffisent plus ?

« Helicopter Money » aussi nommé dividende citoyen, est une idée mise en avant par le prix Nobel d'économie Milton Friedman en 1969 et qui consiste à distribuer de l'argent créé par une BC directement aux citoyens. Cette forme de création de richesse très directe et controversée peut aujourd'hui être envisagée, notamment suite aux déclarations récentes de Mario Draghi en conférence de presse, où il a estimé que le concept était « très intéressant »...

Bibliographie

ABRAHAM, Stephan, 2015. How Quantitative Easing Affects the Labor Market. » *Investopedia.com* [en ligne]. 13.02.2015. [Consulté le 02.08.2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.investopedia.com/articles/investing/021315/quantitative-easing-and-labor-market.asp>

BANQUE CENTRALE EUROPEENE, [en ligne]. [Consulté le 22.07.2016]. Disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

BANQUE DE FRANCE, 2016. Les mesures de politique monétaire en zone euro, et leurs effets, depuis 2014 *Bulletin Banque de France*. 2016. N° 205

BFORBANK, 2012. Les Taux directeurs des banques centrales [en ligne], *Bforbank* [en ligne]. 13 décembre 2012. [Consulté le 01.05.2016] Disponible à l'adresse : <https://www.bforbank.com/bourse-pea/glossaire/les-taux-directeurs.html>

BIRD, Mike, 2015. « Europe's Massive Quantitative Easing Scheme Just Arrived — Here's Everything You Need to Know *Business Insider UK* [en ligne], 22.01.2015. [Consulté le 28.07.2016]. Disponible à l'adresse : <http://uk.businessinsider.com/ecb-meeting-january-2015-2015-1>

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (WASHINGTON DC), 2016. *Board of Governors of the Federal Reserve* [En ligne]. [Consulté le 20.07.2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst.htm>

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (WASHINGTON DC), 2016. *Federal Reserve Statistical Release* [en ligne]. [Consulté le 20.07.2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/>

BRAD, 2014. Why the Singapore Dollar is Staring Into the Abyss Capitalist *Exploits* [en ligne]. 02.10.2014. [Consulté le 14.08.2016]. Disponible à l'adresse : <https://capitalistexploits.at/2014/10/why-the-singapore-dollar-is-staring-into-the-abyss/>

Bulle internet. *Wikipédia : l'encyclopédie libre* [En ligne]. Dernière modification de la page le 5 juin 2016, à 17:51. [Consulté le 2 août 2016]. Disponible à l'adresse: https://fr.wikipedia.org/wiki/Bulle_Internet

CHARREL, Marie, 2015. La BCE déploie de nouvelles armes pour relancer la croissance européenne. *Le Monde.fr* [en ligne]. 03.12.2015. [Consulté le 10.07.2016]. Disponible à l'adresse : http://www.lemonde.fr/economie/article/2015/12/03/la-bce-deploie-de-nouvelles-armes-pour-relancer-la-croissance-europeenne_4823515_3234.html

DELIVORIAS, Angelos 2015. The ECB's Quantitative Easing Early results and possible risks. *European Parliament Research Service* [en ligne], Décembre 2015. [Consulté le 18.07.2016]. Disponible à l'adresse : [http://www.europarl.europa.eu/thinktank/fr/document.html?reference=EPRS_BRI\(2015\)572824](http://www.europarl.europa.eu/thinktank/fr/document.html?reference=EPRS_BRI(2015)572824)

DOGNIN, Charles 2015. Les nouvelles politiques monétaires : Le Quantitative Easing. *Alumneye* [en ligne], Septembre 2015. [Consulté le 01.07.2016]. Disponible à l'adresse : <https://www.alumneye.fr/les-nouvelles-politiques-monetaires-le-quantitative-easing/>

DUPUY, Michel, 2012. Les effets des politiques de quantitative easing sur le taux de change : les enseignements de l'expérience américaine. *Revue d'économie financière*. 2012. N° 108

DURDEN, Tyler 2012. Does QE really work? The evidence to date *Zero Hedge* [en ligne]. Juin 2012. [Consulté le 20.07.2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.zerohedge.com/news/does-qe-really-work-evidence-date>

EURONEWS, 2014. Gros plan sur les programmes d'assouplissement quantitatif. (Enregistrement vidéo). *Euronews* [en ligne]. 11 novembre 2014. [Consulté le 14.07.2016]. Disponible à l'adresse: <http://fr.euronews.com/2014/11/11/gros-plan-sur-les-programmes-d-assouplissement-quantitatif>

EUROPEAN CENTRAL BANK, 2016. Monetary Policy [en ligne]. [Consulté le 26.07.2016]. Disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> LES 4

EUROSTAT, [en ligne]. [Consulté le 10.07.2016]. Disponible à l'adresse : <http://ec.europa.eu/eurostat/fr>

FEDERAL RESERVE OF NEW YORK, 2012. Actions Related To AIG. *Federal Reserve Bank of New York* [en ligne], [Consulté le 04.07.2016]. Disponible à l'adresse: <https://www.newyorkfed.org/aboutthefed/aig/index.html>

FORBES, 2015. « Quantitative Easing In Focus : The U.S. Experience » *Forbes* [en ligne]. [Consulté le 21.06.2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2015/11/16/quantitative-easing-in-focus-the-u-s-experience/#15e7f3df3013>

FRIEDMAN, Steven 2015. L'assouplissement quantitatif de la BCE. *BNP Paribas institutionnels* [en ligne], Juin 2015. [Consulté le 17.07.2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.institutionnels-ip.bnpparibas.fr/l'assouplissement-quantitatif-de-la-bce/>

GAILLARD, Alexandre, 2014. Les politiques monétaires non conventionnelles, approches monétariste et néo-Wickselienne. [En ligne], Nantes: Institut d'Economie et de Management de Nantes. Mémoire d'étude économique. [Consulté le 28.07.2016]. Disponible à l'adresse: www.researchgate.net/profile/Alexandre_Gaillard/publication/262424334_Les_politiques_monetaires_non_conventionnelles_approches_Monetariste_et_Neo-Wickselienne/links/0f317537b62b0e059c000000.pdf?inViewer=0&pdfJsDownload=0&origin=publication_detail

GODIN, Romaric, 2015. BCE : ce que Mario Draghi a annoncé et pourquoi il a déçu les marchés *La Tribune.fr* [en ligne]. 03.12.2015. [Consulté le 29.07.2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.la Tribune.fr/economie/union-europeenne/bce-ce-que-mario-draghi-a-annonce-et-pourquoi-il-a-decu-les-marches-532952.html>

GRANNIS, Scott, 2016. A review of key charts: no recession, no deflation, lots of pessimism. *ScottGrannis Blogspot* [En ligne]. [Consulté le 23.07.2016]. Disponible à l'adresse: http://scottgrannis.blogspot.ch/2016_02_01_archive.html

HALTMAIER, Jane, MARTIN, Robert & GUST, Chris. 2008. Effects of the Bank of Japan's Quantitative Easing Policy on Economic Activity. [En ligne], FOMC Secrétariat. Décembre 2008. Disponible à l'adresse : <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20081212memo07.pdf>

HEAM, Jean-Cyprien, MARC, Bertrand, 2015. L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro. *Insee.fr* [en ligne]. 01.12.2015. [Consulté le 05.08.2016]. Disponible à l'adresse : http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analyses_conj/archives/122015_d2.pdf

INSEE, [en ligne]. [Consulté le 06.08.2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.insee.fr/fr/>

Investment grade. *Wikipédia : l'encyclopédie libre* [en ligne]. Dernière modification de la page le 4 avril 2016, à 12:04. [Consulté le 6 août 2016]. Disponible à l'adresse : https://fr.wikipedia.org/wiki/Investment_grade

IRWIN, Neil 2014. Quantitative Easing Is Ending. Here's What It Did, in Charts. *The New York Times* [en ligne], Octobre 2014. [Consulté le 10.07.2016]. Disponible à l'adresse: http://www.nytimes.com/2014/10/30/upshot/quantitative-easing-is-about-to-end-heres-what-it-did-in-seven-charts.html?_r=1

IWATA, Shigeru, 2010. Monetary Policy and the Term Structure of Interest Rates When Short-Term Rates Are Close to Zero. [En ligne], University of Kansas. Research paper. [Consulté le 09.07.2016]. Disponible à l'adresse: <http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/me28-5.pdf>

JAPAN ECHO, 2006. At the end of five years of Quantitative Easing [en ligne], Political Currents Vol. 33, No. 3, June 2006 . *Japan Echo* [Consulté le 5 mai 2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.japanecho.com/sum/2006/330305.html>

LAUER, Stéphane, 2014. La Fed tourne la page des rachats d'actifs. » *Le Monde.fr* [en ligne]. 30.10.2014. 25.11.2014. [Consulté le 05.07.2016]. Disponible à l'adresse : http://www.lemonde.fr/economie/article/2014/10/30/la-fed-tourne-la-page-des-rachats-d-actifs_4514779_3234.html

LAVIGNE, Robert, SARKER, Subrata, 2014. Assouplissement quantitatif et effets de débordement sur les marchés émergents *Revue de la Banque du Canada*. 2014. N° 26

LE TEMPS 2015. Avec un tel montant, le programme de la BCE est voué à l'échec. *LE TEMPS* [en ligne]. 23.01.2015. [Consulté le 29.07.2016]. Disponible à l'adresse : <https://www.letemps.ch/economie/2015/01/23/un-tel-montant-programme-bce-voue-echec>

LE TEMPS, 2015. La banque centrale du Japon dégage des mesures surprises. *Le Temps* [en ligne]. 18 décembre 2015. [Consulté le 31 mars 2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.letemps.ch/economie/2015/12/18/banque-centrale-japon-degaine-mesures-surprises>

LI, Canlin, WEI, Min, SCHULTE, Brett, 2012. Expectations about the Federal Reserve's Balance Sheet and the Term Structure of Interest Rates. [en ligne], Washington, D.C. Division of Research & Statistics and Monetary Affairs. Working Paper. [Consulté le 20.06.2016]. Disponible à l'adresse: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2012/201257/201257pap.pdf>

LOBE, Pierre-Francis, 2011. L'assouplissement quantitatif la planche à billets d'une économie financiarisée et mondialisée. *Politique Monétaires* [en ligne]. Mai 2011. [Consulté le 22.03.2016]. Disponible à l'adresse : http://www.politiquesmonetaires.net/index.php?option=com_content&view=article&id=61

MEIXING, Dai 2013. La politique monétaire par le gonflement des bulles. *L'observatoire des politiques économiques en Europe* [en ligne], 2013. Consulté le 09.07.2016. Disponible à l'adresse : <http://opee.unistra.fr/spip.php?article299#nb2-1>

MONTREUIL, Charles-Antoine 2014. « Tout ce que vous devez savoir sur l'assouplissement quantitatif américain. » *Les affaires* [en ligne]. [Consulté le 23.07.2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.lesaffaires.com/mes-finances/placement/tout-ce-que-vous-devez-savoir-sur-l-assouplissement-quantitatif-americain/565178>

OCDE, [en ligne]. [Consulté le 22.06.2016]. Disponible à l'adresse : <https://data.oecd.org/fr/>

Ph.D. J. MICHEL Norbert. & MOORE Stephen 2014. « Quantitative Easing, The Fed's Balance Sheet, and Central Bank Insolvency. » *Heritage* [en ligne], Août 2014. [Consulté le 02.06.2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.heritage.org/research/reports/2014/08/quantitative-easing-the-feds-balance-sheet-and-central-bank-insolvency>

PHALIPPOU, Alexandre, 2015, Le quantitative easing de la BCE: de quoi s'agit-il exactement? Explication d'un tour de magie digne du "Prestige". *Le Huffington Post* [en ligne]. 22 janvier 2015. [Consulté le 21.03.2016]. Disponible à l'adresse : http://www.huffingtonpost.fr/2015/01/22/quantitative-easing-bce-mario-draghi_n_6514008.html

ROSS, Sean 2016. 8 harmful side effects of continued European Quantitative Easing. *Investopedia* [en ligne], April 2016. [Consulté le 18.07.2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.investopedia.com/articles/markets/042616/8-harmful-side-effects-continued-european-quantitative-easing-qe.asp>

SMITH, Kalen 2010. What is Quantitative Easing, Definition, Risks & effects on the Economy? *Money Crashers* [en ligne]. [Consulté le 10.04.2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.moneycrashers.com/what-is-quantitative-easing-explained/>

SZCZERBOWICZ, Urszula, 2013. Banque du Japon : a-t-elle raison de changer de stratégie ? *Monnaie & Finance* [en ligne]. 25 mars 2013. [Consulté le 21.03.2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.cepii.fr/blog/bi/post.asp?IDcommuniqu=199>

SZCZERBOWICZ, Urszula, 2014. Modalités et enjeux de la sortie du QE aux Etats-unis *Monnaie & Finance* [en ligne]. 05.02.2014. [Consulté le 24.03.2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.cepii.fr/blog/bi/post.asp?IDcommuniqu=277> THE ECONOMIST, 2012. QE, or not QE? *The economist* [en ligne]. 14 juillet 2012. [Consulté le 15.04.2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.economist.com/node/21558596>

THEOBALD, Marie, 2016. BCE: ce que la baisse des taux va changer. *Le Figaro* [en ligne]. 10.03.2016. [Consulté le 09.08.2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.lefigaro.fr/economie/le-scan-eco/explicateur/2016/03/10/29004-20160310ARTFIG00183-la-bce-reduit-ses-taux-et-augmente-ses-rachats-d-actifs.php>

UNITED STATES DEPARTMENT OF LABOR, 2016. *Bureau of Labor Statistics* [en ligne]. [Consulté le 29.07.2016]. Disponible à l'adresse : <http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000BCE>

VAN DER PUTTEN, Raymond, 2013. Japon : trois flèches pour sortir de la déflation. *Conjoncture* [en ligne]. Septembre 2013. [Consulté le 21.03.2016]. Disponible à l'adresse : <http://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&ldPdf=22846>

WALKER, Andrew 2014. Has quantitative easing worked in the US? *Bcc News* [en ligne], Octobre 2014. [Consulté le 01.07.2016]. Disponible à l'adresse : <http://www.bbc.com/news/business-29778331>

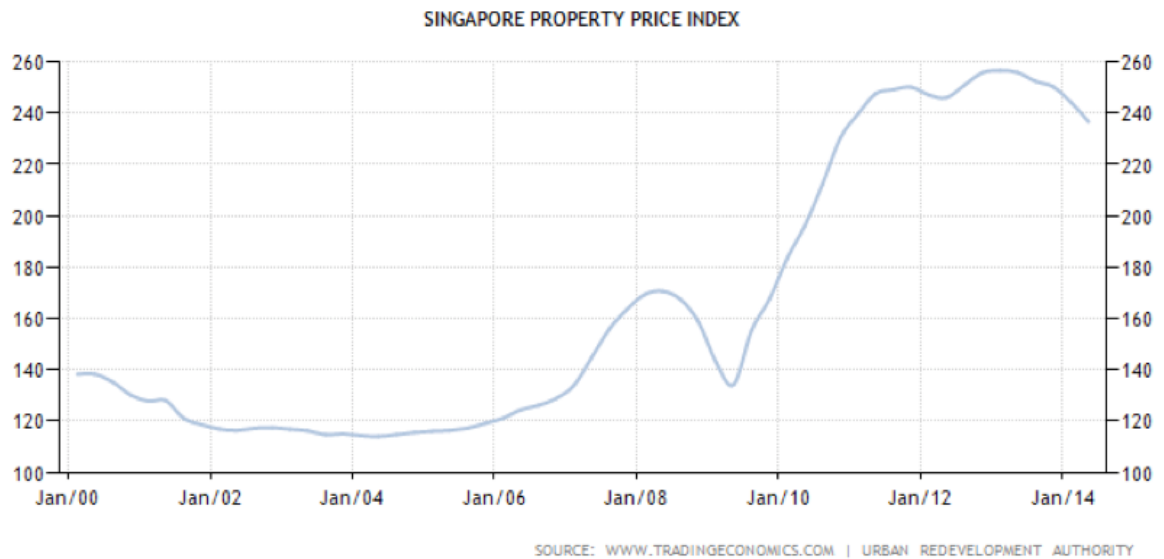
Working paper UGAI, Hiroshi, 2006. Effects of the Quantitative Easing Policy: A survey of Empirical Analyse [en ligne]. Tokyo: Bank of Japan. Working Paper. [Consulté le 31.03.2016] Disponible à l'adresse: https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2006/data/wp06e10.pdf

WORLDBANK, [en ligne]. [Consulté le 20.07.2016]. Disponible à l'adresse : <http://data.worldbank.org/>

YAMORI, Nobuyoshi, 2005. Contemporary Monetary Policy and Financial System Issues of Japan. [En ligne], Nagoya: School of Economics Nagoya University. Working Paper. [Consulté le 20.04.2016]. Disponible à l'adresse: <http://www.soec.nagoya-u.ac.jp/erc/DP/paperE05-2.pdf>

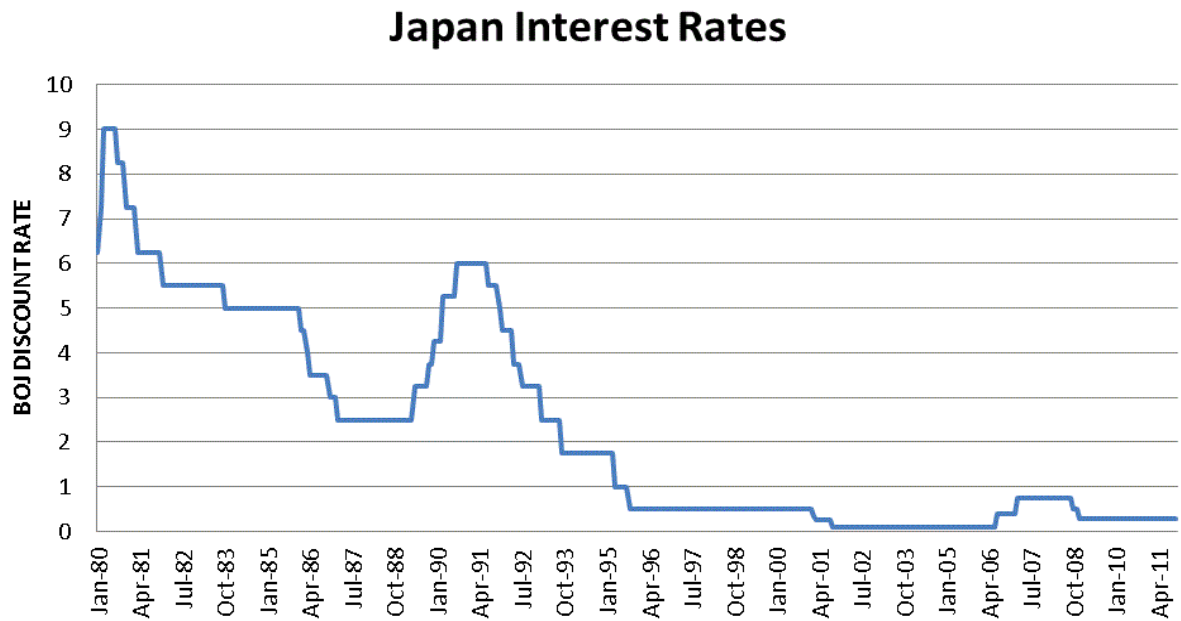
7. Annexes :

Annexe 1 : Augmentation de l'indice des prix du marché immobilier lors du QE aux USA et la sortie des capitaux.



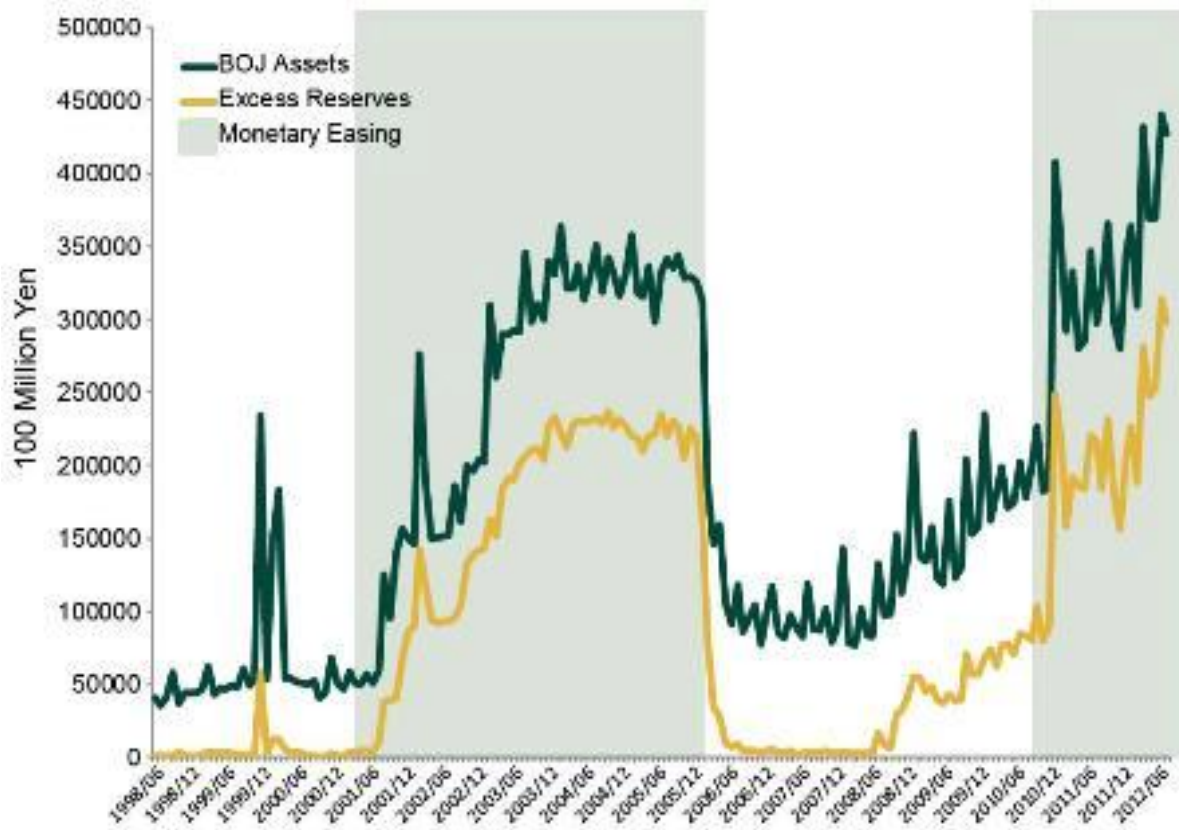
Source : <https://capitalistexploits.at/2014/10/why-the-singapore-dollar-is-staring-into-the-abyss/>

Annexe 2 : Taux d'intérêt directeur BOJ 1980-2011



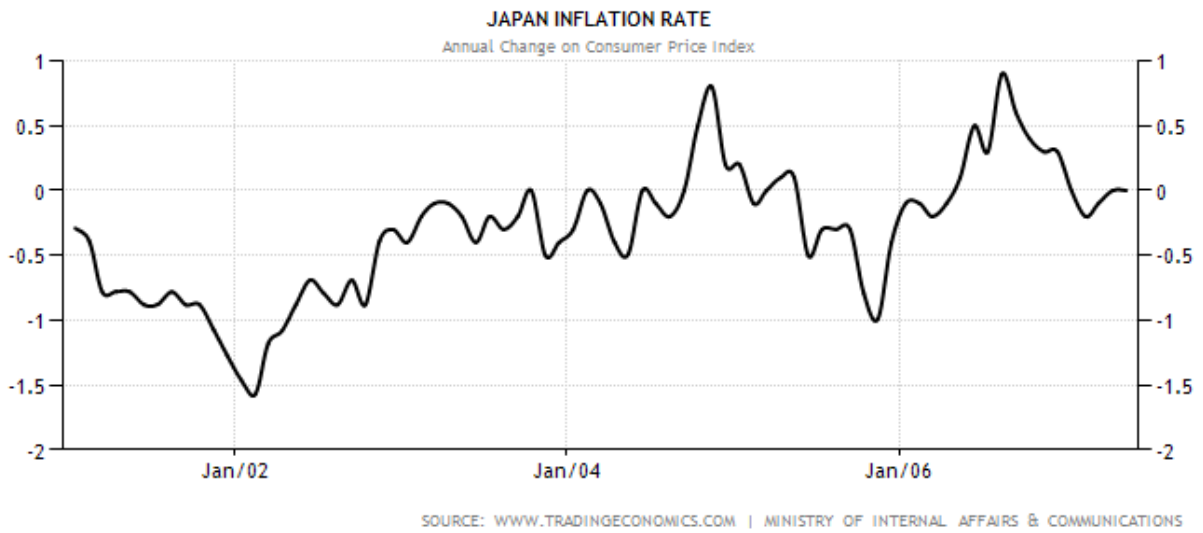
Source : <http://noahpinionblog.blogspot.ch/2013/02/the-koizumi-years-macroeconomic-puzzle.html>

Annexe 3 : Les niveaux de réserves excédentaires des banques lors du QE au Japon.



Source : <http://www.marketminder.com/a/finser-investments-shinzo-abes-unstimulating-stimulus/7dbad7e4-4d0a-47bf-962c-714100ffc3e8.aspx>

Annexe 4 : L'inflation au Japon pendant le QE

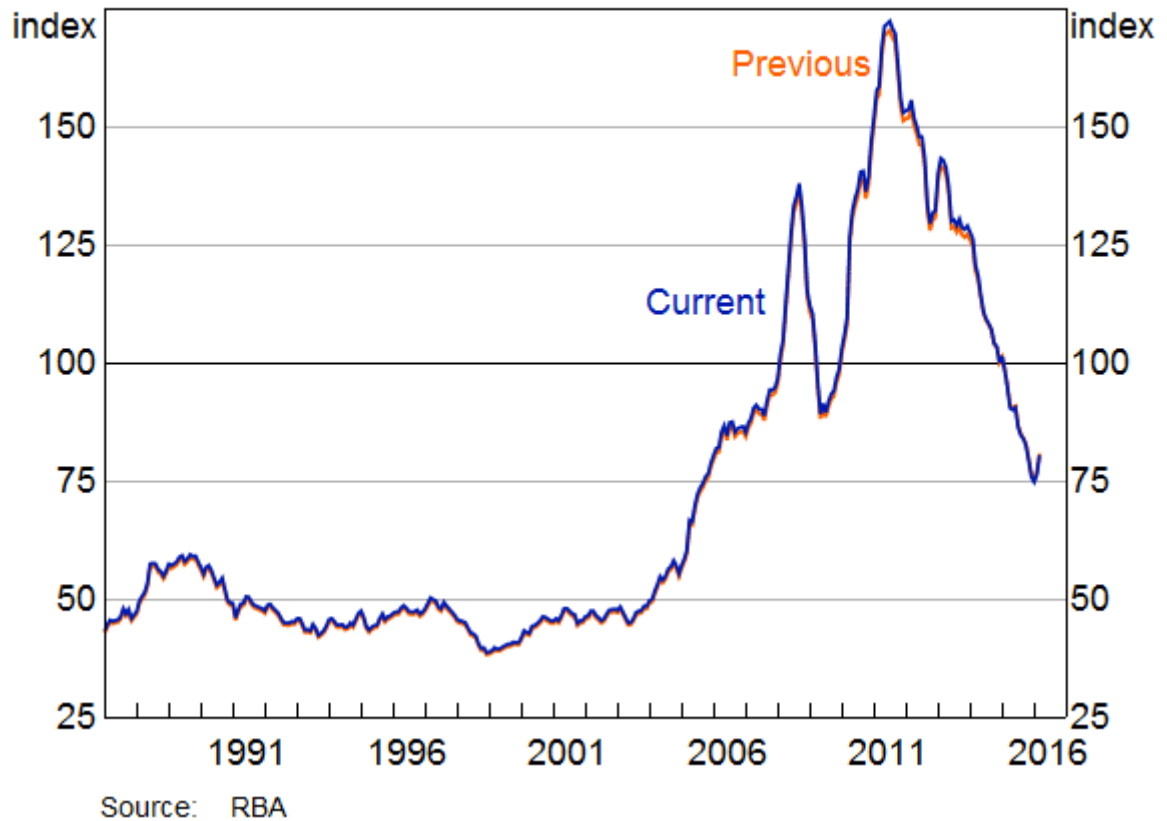


Source : <https://www.creditwritedowns.com/2013/05/on-qe-inflation-and-deflation.html>

Annexe 5 : Evolution de l'indice du prix des matières premières

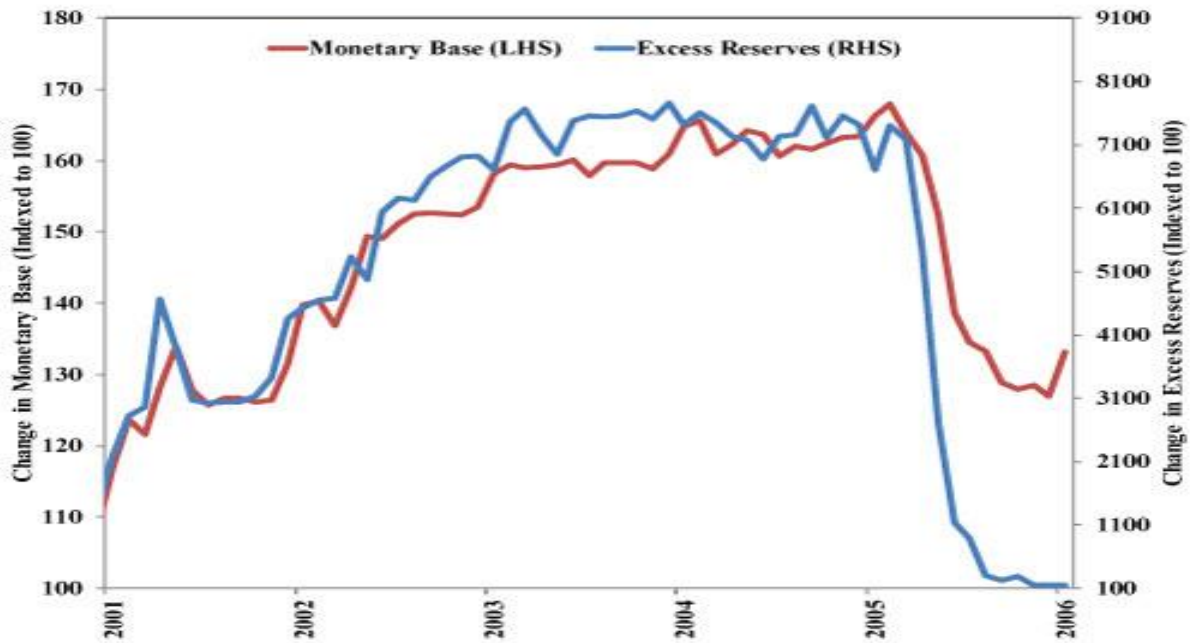
RBA Index of Commodity Prices

SDR, 2014/15 average = 100



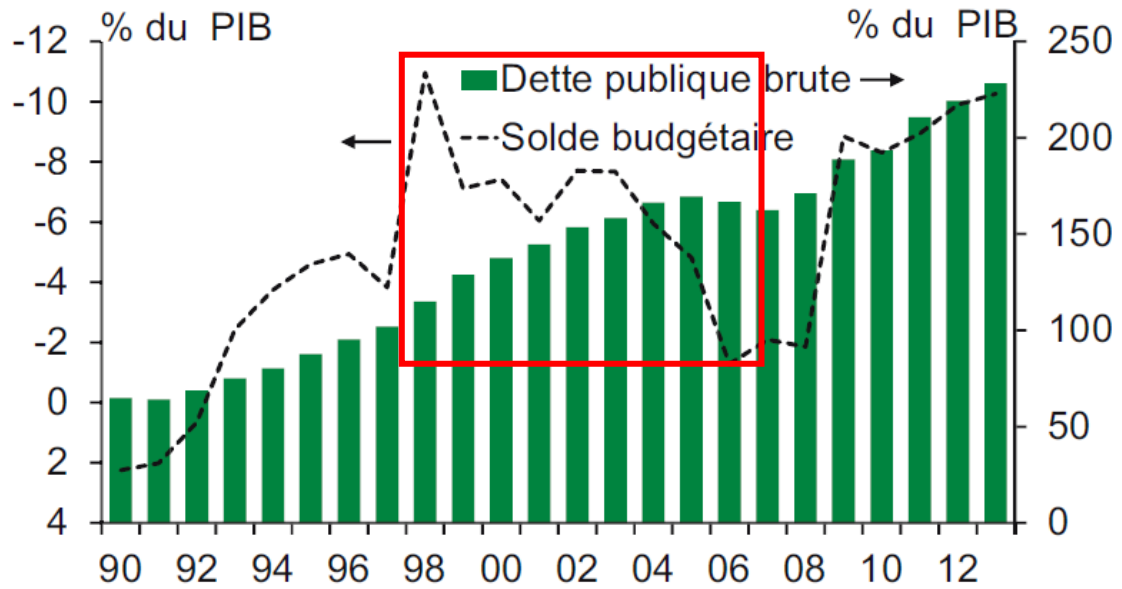
Source : <http://www.rba.gov.au/statistics/frequency/weights-icp.html>

Annexe 6 : Augmentation de la base monétaire et des réserves excédentaires.



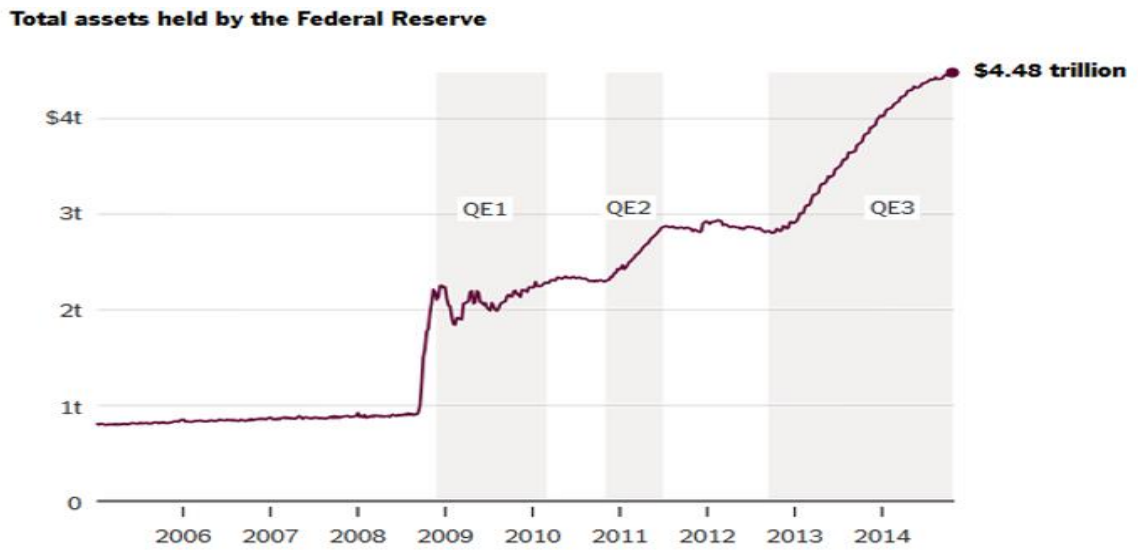
Source: Bank of Japan & www.marketminder.com/a/fisher-investments-abenomics-part-1-version-2-0/f7250021-7584-4da6-aafa-4464d4d4eb7e.aspx

Annexe 7 : Dette publique brute et évolution des déficits publics.



Source: OCDE & <http://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=22846>

Annexe 8 : Total des actifs détenus par la FED



Source: Federal Reserve

Source : Source : www.nytimes.com/2014/10/30/upshot/quantitative-easing-is-about-to-end-heres-what-it-did-in-seven-charts.html

Annexe 9 : Mouvement des taux des obligations corporatives et des emprunts hypothécaires

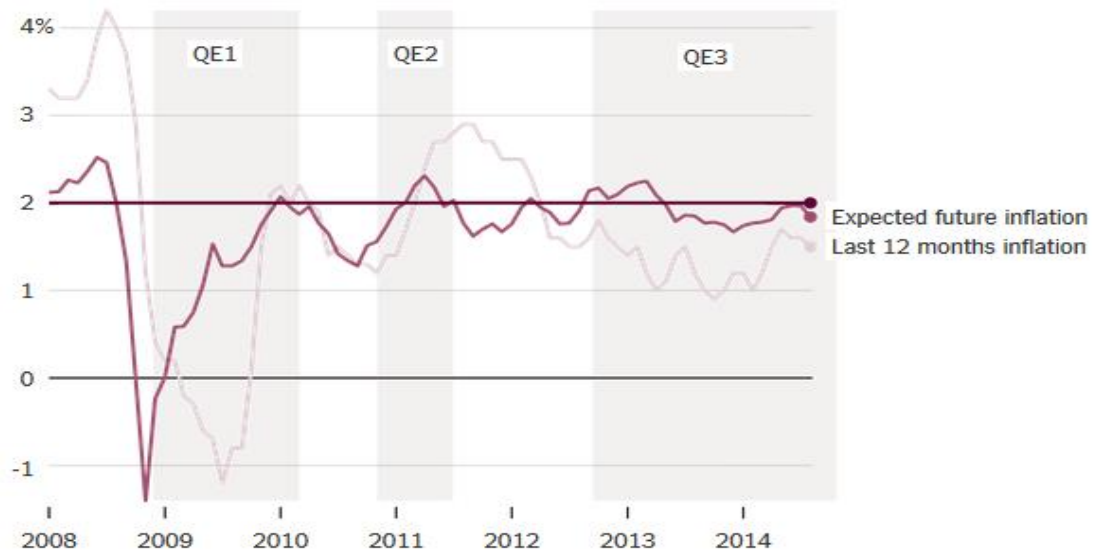


Mortgage rate is average 30-year fixed-rate mortgage. Corporate bond rate is yield on seasoned Baa-rated bonds.

Source: Moody's, Freddie Mac

Source : www.nytimes.com/2014/10/30/upshot/quantitative-easing-is-about-to-end-heres-what-it-did-in-seven-charts.html

Annexe 10 : Variation de l'inflation et l'inflation anticipée lors des cycles de QE



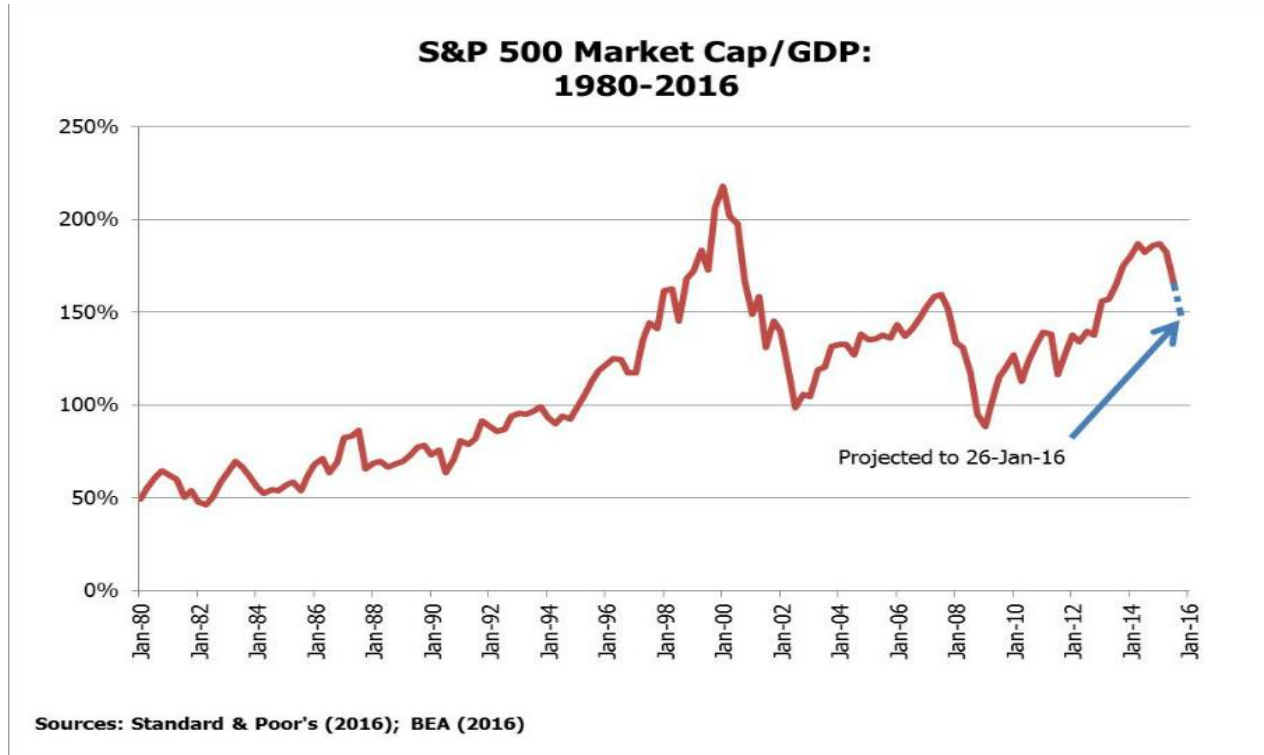
Source : www.nytimes.com/2014/10/30/upshot/quantitative-easing-is-about-to-end-heres-what-it-did-in-seven-charts.html

Annexe 11 : Evolution du S&P 500 lors du QE aux USA.



Source : <http://www.infiniteunknown.net/2014/10/28/how-will-the-stock-market-react-to-the-end-of-quantitative-easing/>

Annexe 12 : Evolution du ratio capitalisation boursière/ PIB sur le S&P 500



Source : <http://www.thehortongroup.com/resources/the-big-picture-january-2016-report>

Annexe 13 : Evolution du taux de chômage

U.S. Unemployment Rate

Monthly, Jan. '04 – Dec. '14



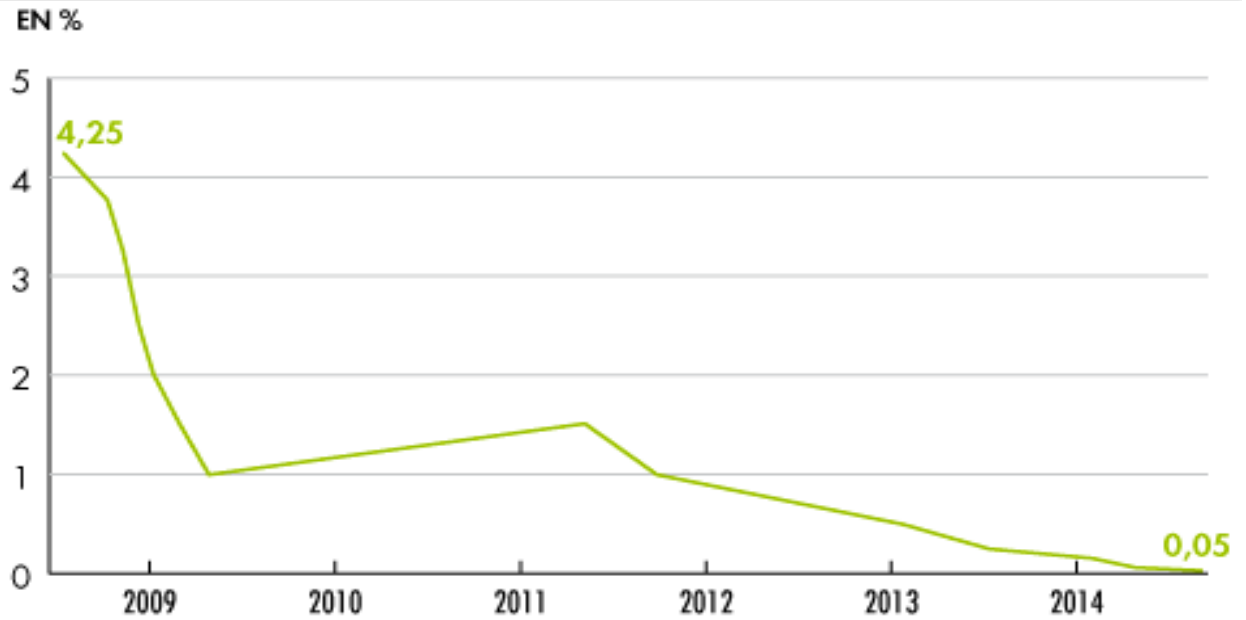
Source: U.S. Dept. of Labor

VOA

Source : <http://www.voanews.com/content/us-unemployment-drops-to-six-year-low/2591839.html>

Annexe 14 : Evolution du taux directeur de refinancement de la BCE

TAUX DIRECTEUR DE LA BCE DEPUIS 2008



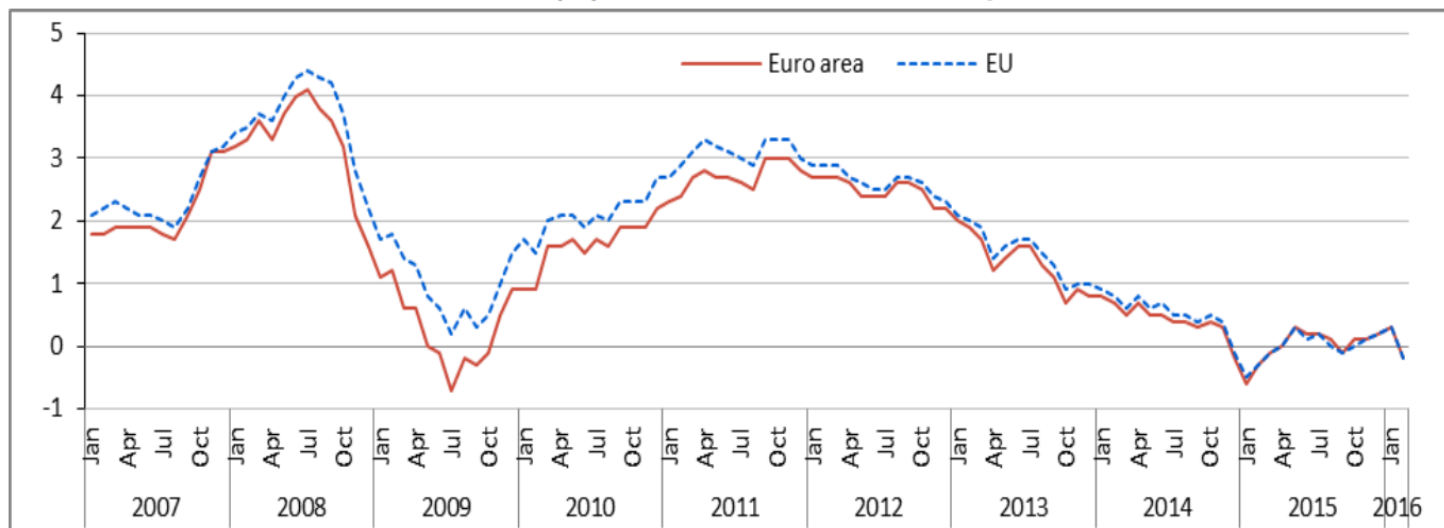
Source : lafinancepourtous.com d'après Banque de France



Source : <http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Dossiers/Politique-monetaire/La-politique-monetaire-conventionnelle>

Annexe 15 : Variation du taux d'inflation au sein de la zone euro

Annual inflation (%) in the euro area and European Union



Source : BCE & <http://uk.businessinsider.com/eurozone-inflation-february-2016-3>

Annexe 16 : Tableau de l'état actuel en termes d'achats de la BCE :

CSPP holdings*

€ mil.	14,978
Date	5 Aug. 2016

* end of week, at amortised cost

ABSPP holdings*

€ mil.	20,370
Date	5 Aug. 2016

* end of week, at amortised cost

PSPP holdings*

€ mil.	957,273
Date	5 Aug. 2016

* end of week, at amortised cost

CBPP3 holdings*

€ mil.	187,380
Date	5 Aug. 2016

* end of week, at amortised cost

Source : <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

Annexe 17 : Taux inflation en Europe fin juin 2016 :

Commission européenne - EUROSTAT

Juin 2016 - Le taux d'inflation annuel de la zone euro en hausse à 0,1% - Celui de l'UE en hausse à 0,0%

Bruxelles, le 15 juillet 2016

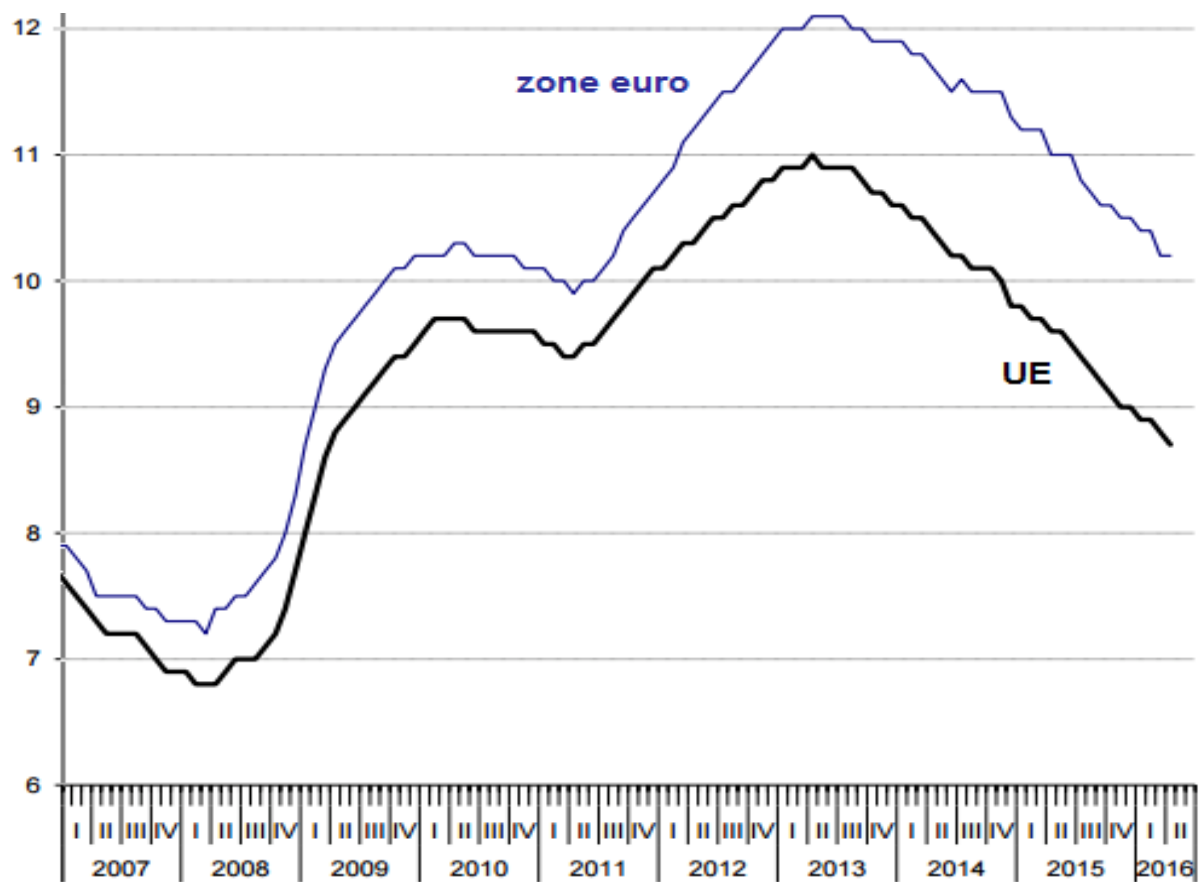
Le taux d'inflation annuel de la **zone euro** s'est établi à 0,1% en juin 2016, contre -0,1% en mai. Un an auparavant, il était de 0,2%. Le taux d'inflation annuel de **l'Union européenne** s'est établi à 0,0% en juin 2016, contre -0,1% en mai. Un an auparavant, il était de 0,1%. Ces chiffres sont publiés par **Eurostat, l'office statistique de l'Union européenne**.

Texte complet disponible sur le site d'EUROSTAT

STAT/16/2540

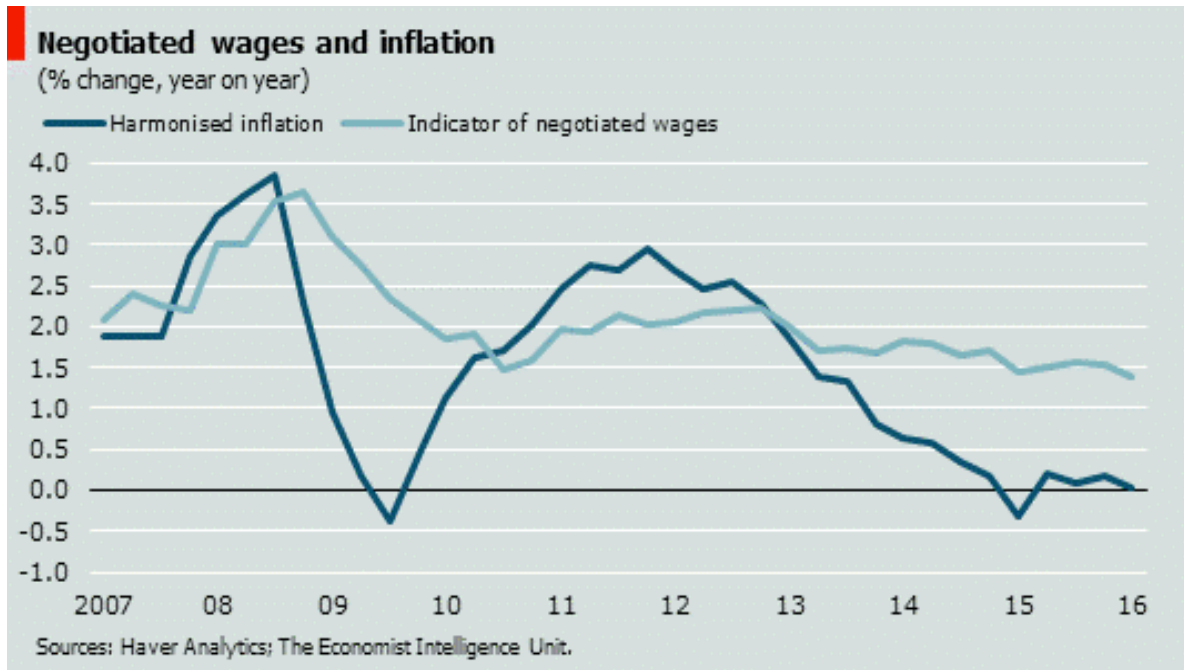
Source : http://europa.eu/rapid/press-release_STAT-16-2540_fr.htm

Annexe 18 : Taux de chômage union européenne et zone euro :



Source : Eurostat & <http://annotations.blog.free.fr/index.php?tag/TES>

Annexe 19 : Inflation zone euro et variation des salaires négociés :



Source: www.country.eiu.com/article.aspx?articleid=34240587&Country=France&topic=Economy&subtopic=Forecast&subsubtopic=Economic+growth

Annexe 20 : Evolution du taux de change EUR/USD

EUR/USD ♦ 1,1141 -0,0038 (-0,34%)

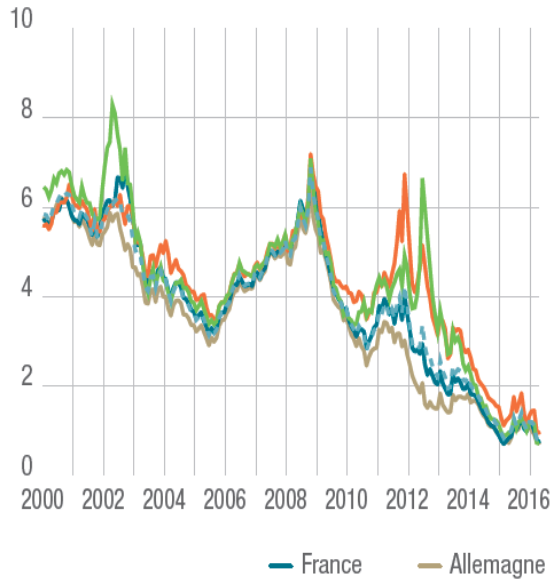


Source: <http://fr.investing.com/currencies/eur-usd>

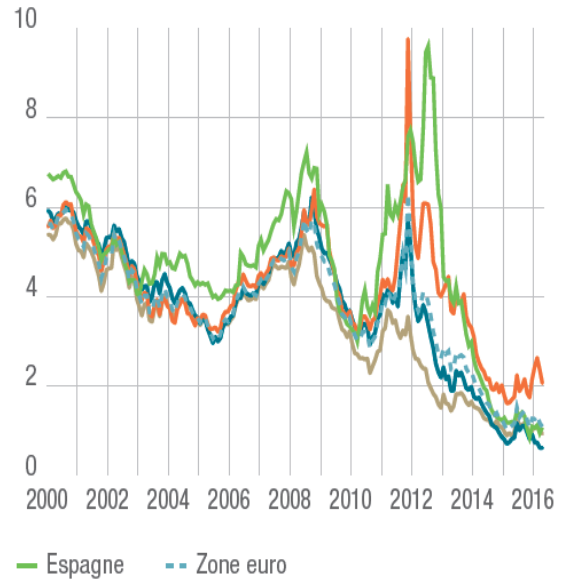
Annexe 21 : Taux des obligations bancaires et des sociétés non-financières.

(en %)

a) Sociétés non financières



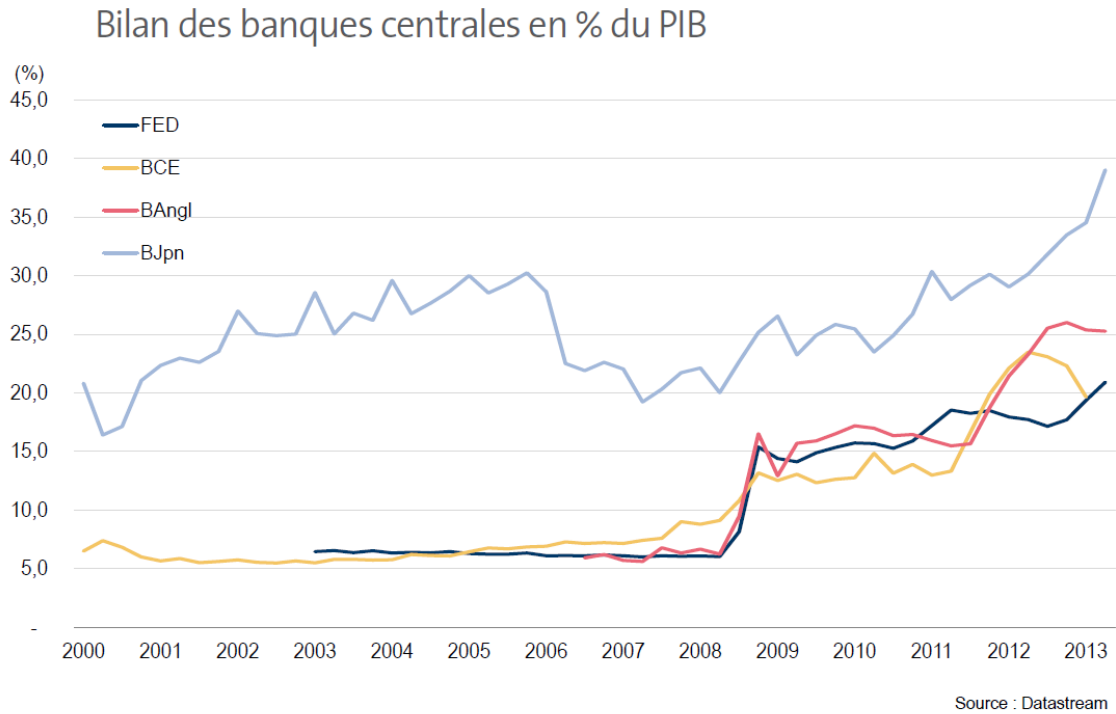
b) Banques



Sources : Gilchrist, Mojon (2016).

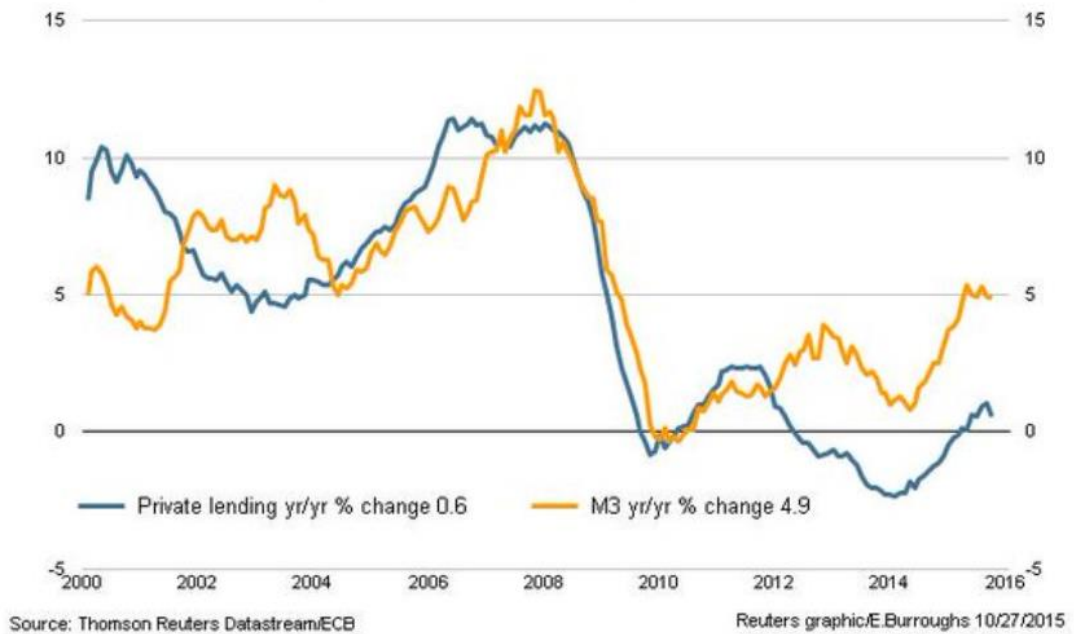
Source : www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Bulletin-de%20la-Banque-de-France/BDF205_1_Politique-monetaire.pdf

Annexe 22 : Le bilan des différentes BC en % du PIB



Source : http://www.addenda-capital.com/data/Analysis/5/RechercheEconomique_Septembre_2013.pdf

Annexe 23 : Les crédits accordés au sein de la zone euro au secteur privé



Source : <http://blogs.reuters.com/macroscope/2015/10/27/euro-zone-bank-lending-sluggish-despite-tsunami-of-qe-and-cheap-cash/>