

# ESPEME

Lille - Nice

Ecole du groupe Edhec,  
Accréditée EQUIS et AACSB.  
Reconnue par l'Etat à diplôme visé.

**Mémoire de fin d'études**  
**4<sup>ème</sup> année**  
Promotion 2013

## **Les effets de la politique monétaire sur la prise de risque des banques commerciales en Europe**



Responsable de stage : Mr Hervé Philippin  
Nom et Prénom de l'étudiant : Benoît Malbranque  
Nom de l'Entreprise : ING Luxembourg  
Directeur de mémoire : Mme Claire Grevet



*Les propos tenus dans ce document n'engagent que leur auteur.*



## REMERCIEMENTS

*L'idée de ce mémoire est née au courant de ma troisième année à l'Espeme, quand, soucieux d'accompagner ma formation académique d'une réflexion plus fondamentale sur l'économie, les entreprises, et les banques, j'ai participé à la seconde université d'automne d'économie autrichienne. Là-bas, des professeurs comme M. Gimenez-Roche ont présenté les conclusions de l'analyse des cycles économiques par l'un des grands courants contemporains de pensée économique : l'école autrichienne d'économie. J'y suis devenu sensible, et ai songé à approfondir certains points évoqués.*

*Je suis donc particulièrement redevable de Mme Cécile Philippe, de l'Institut Économique Molinari, organisatrice de cet événement, ainsi que des professeurs Guido Hulsmann, Gabriel Gimenez-Roche, Renaud Filleule, et d'autres, pour leurs présentations et leur disponibilité au cours de mes recherches.*

*Je tiens aussi à remercier mon maître de stage, M. Hervé Philippin, ainsi que son équipe sur le segment Corporate and Institutional Banking d'ING Luxembourg, au sein duquel j'ai évolué. Ils m'ont accompagné dans ce travail et m'ont fourni un éclairage pratique et factuel particulièrement utile pour ce travail.*

*Je ne peux achever cette section de remerciements sans mentionner mes professeurs de l'Espeme, ainsi que ma directrice de mémoire, Mme Claire Grevet, qui, en dépit de ses obligations nombreuses, m'a fourni à de nombreuses reprises des éclairages nouveaux et a guidé mon travail dans une voie qui lui convenait plus, et qui était celle de la rigueur.*



## Introduction

« La politique monétaire va être partout très expansionniste » : tel est le titre de l'article que l'économiste français Patrick Artus publiait en juin dernier à propos des perspectives économiques de l'Europe. (Artus, 2013) Si une telle tendance se matérialise effectivement, n'assisterons-nous à une nouvelle envolée des prix de l'immobilier, à la constitution d'une nouvelle bulle, et au début d'une phase d'euphorie, avant un effondrement violent ? N'est-ce pas un nouveau cycle économique qui s'initie ?

Au centre des interprétations modernes des cycles, les banques centrales et la politique monétaire qu'ils conduisent, ont fait leur apparition et ont connu des développements considérables. Il n'est plus d'économiste qui ne l'étudie avec longueur, et c'est sur l'analyse de cette donnée du problème que plusieurs écoles de pensée économique ont fondé leur célébrité : notamment les monétaristes et l'école autrichienne d'économie. Ces courants théoriques, sûrement peu connus des professionnels du secteur financier, les intéressent pourtant au plus haut point. S'il est prouvé que les décisions des autorités monétaires ont des conséquences néfastes sur la vie économique des entreprises, des ménages, ou des institutions financières ; si elles font naître et diffusent des risques, des incertitudes, et même des causes futures de pertes, en agissant de telle ou telle manière ; si, enfin, il est établi, comme tout nous le suggère en effet, que cette influence des autorités monétaires sur la structure économique est devenue d'une importance toute supérieure avec l'introduction de ses diverses politiques « non-conventionnelles », alors la connaissance et la compréhension de ces analyses théoriques est d'une impérieuse nécessité pour les décideurs des institutions financières. Seule cette compréhension, et la mise en place de solutions adéquates pour répondre aux problèmes qu'ils impliquent, est capable de dissiper les nuages que les économistes modernes décrivent comme inséparables de certaines pratiques monétaires. Les questions qui sont à la base de ce mémoire et les pistes de réflexion qu'il a pour mission de présenter sont donc du plus grand intérêt pour les différents départements au sein desquels je fus amené à évoluer durant mon stage, et j'ose croire que les réponses que je fournirais les aideront dans leur activité journalière et leur appréciation des risques auxquels ils sont confrontés.

Bien qu'il représente une intrusion d'un étudiant de finance dans le domaine de l'analyse économique pure, le présent mémoire ne se donne pas pour mission de répondre à la question de savoir si la stabilité des prix, le haut niveau d'emploi, ou la croissance économique, sont des objectifs légitimes pour une banque centrale, ni si l'un doit être préféré aux autres, ni même s'ils sont compatibles entre eux. Il pose comme donnés les objectifs macroéconomiques des banquiers centraux et ne se prononce pas sur leur désirabilité. L'étude de la politique monétaire, en effet, peut se faire sous trois angles. Le premier consiste à analyser la stratégie des banques centrales, *i.e.* quels sont les objectifs qu'elles s'assignent. Le second se concentre sur les modalités d'action, et essaie de comprendre les moyens que les banques centrales ont à leur disposition pour remplir les missions qu'elles se sont fixées. Le troisième, et celui dont nous ferons naturellement le plus de cas dans ce mémoire, étudie la manière avec laquelle les décisions des banquiers centraux se transmettent à l'économie et quelles sont les conséquences qu'elles entraînent pour elle — en somme, il s'agit ici de s'interroger si les moyens mis en œuvre permettent d'atteindre les différentes fins visées.

L'intention fondamentale, tout au long de cette étude, sera donc de placer les objectifs macroéconomiques des banques centrales dans le laboratoire des causalités, et d'analyser ce qu'une politique monétaire expansionniste, notamment, peut produire comme effet dans le fonctionnement quotidien des banques commerciales. En somme, il s'agira de se demander : dans quelle mesure les décisions de politique monétaire se transmettent-elles au secteur financier et impactent-ils l'activité journalière des banques ?

Afin de répondre à cette question avec tout le soin nécessaire, et en considérant l'ensemble de ses implications pratiques, le présent mémoire se décomposera en trois parties. La première partie fournira une synthèse de la littérature relative à la relation entre politique monétaire et risque bancaire, depuis les plus anciennes formulations ou pressentiments de cette relation, jusqu'aux développements scientifiques contemporains, tant par les économistes que par les spécialistes des questions bancaires. La deuxième partie étudiera les arguments qui, au niveau macroéconomique, plaident en faveur de la théorie autrichienne des cycles et de son incrimination de la politique monétaire expansionniste comme facteur de déséquilibre, ainsi que des arguments critiques apportés



à cette thèse .La troisième partie, quant à elle, présentera les modalités de fonctionnement des relations approfondies dans la partie précédente, et répondra donc concrètement à la question : comment la politique monétaire impacte-t-elle les pratiques quotidiennes et la prise de risque des banques ?

La transmission des décisions de politique monétaire au secteur financier, et les impacts de celles-ci sur l'activité journalière des banques, varient nécessairement en fonction des zones géographiques, de la structure de leur économie, des modalités du recours au crédit, des domaines d'activités principaux de leurs clients entreprises, et de nombreuses autres variables qu'il serait impossible de compiler ici. Pour ces raisons, les conclusions fournies par ce mémoire ne visent pas l'applicabilité universelle et ne doivent pas être jugées sur ce fondement. Elles seront et ne peuvent être qu'un état des lieux obtenu par l'étude d'une banque européenne spécifique, n'ayant ni la prétention ni la capacité de représenter ni « les banques » de manière abstraite ni « les banques européennes » de façon plus recentrée.

Ainsi construit, ce mémoire de recherche s'attache à étudier les relations entre la politique monétaire et les pratiques bancaires, à un niveau d'abstraction permettant à tout professionnel du secteur d'en saisir les implications, de mesurer la gravité de ces questions, et de prendre des mesures palliatives. Face aux incertitudes intrinsèques à l'état présent du monde, et considérant le niveau de la concurrence sur le secteur bancaire européen, il est certain qu'une bonne compréhension de cette question apporte aux banques qui tâcheront de l'obtenir un avantage certain pour guider leur navire sur les flots remués et remuants de l'activité bancaire.



# **Partie I**

## **Genèse d'une réflexion sur la relation entre politique monétaire et risque bancaire**

*Superficialité des anciennes études sur la monnaie et le crédit. — Avancées suite au Système de Law et à son effondrement. — Le débat Currency School contre Banking Principle — Etat des connaissances au début du XX<sup>e</sup> siècle. — L'apport des économistes « Autrichiens ». — Les développements récents. — La recherche économique à l'épreuve de la crise de 2007-08.*

Le célèbre historien des doctrines économiques en matière de monnaie et de crédit, le français Charles Rist, a exposé dans toute sa longueur la lente évolution de la réflexion des économistes sur cette question des externalités éventuelles de la politique monétaire expansionniste sur l'aversion au risque des institutions financières, et il n'est nul besoin pour nous d'en fournir une présentation exhaustive.<sup>1</sup> Contentons-nous d'en exposer les grandes lignes, d'indiquer ses formulations contemporaines, et de fournir le contexte historique de l'élaboration de la théorie des cycles qui fournira les fondements de ce mémoire.

### 1) Aperçu historique

L'étude de l'influence monétaire sur la structure du risque des institutions financière aurait pu s'inscrire dans une dynamique théorique plus ancienne que cela ne fut le cas en réalité. Les opérations de banque, et même des systèmes complexes de crédit, existaient déjà depuis l'antiquité<sup>2</sup> et les penseurs capables d'embrasser ce domaine du savoir ne manquaient pas non plus.

---

<sup>1</sup> Pour une exposition complète de l'histoire des idées économiques en matière de crédit, voir Rist, 1966

<sup>2</sup> Le cas historique dont l'évidence soit la plus établie concerne l'Empire Romain et la Grèce et ancienne. Voir notamment sur ce point ROSTOVTSSEFF, 1989

Les réflexions théoriques concernant le sujet qui nous intéresse ici ne peuvent pas pour autant être tracées si loin. Le néanmoins brillant Nicolas Oresme, auquel l'historien autrichien de la pensée économique Joseph Schumpeter (2004, p.151) attribue le premier ouvrage de théorie monétaire, et en même temps le premier traité strictement économique de l'histoire (*Traité des monnaies*, v. 1366), ne parvint pas à formuler une représentation même simplifiée de cette relation entre politique monétaire et risque, et n'alla pas plus loin que de signaler les profits que les « receveurs et manieurs d'argent ou leurs semblables », obtiennent lors des « altérations monétaires », ou dépréciation monétaire. (Oresme, 1989, p.78)

Le XVIII<sup>e</sup> siècle, qui vit naître la science économique, contribua puissamment à poser les termes du débat sur les conséquences de l'émission surabondante de monnaie. Le « système de Law », et la faillite spectaculaire qui suivit son application<sup>3</sup>, marqua les esprits du temps et les aida certainement à clarifier leurs idées.<sup>4</sup> En 1730, soit moins de dix ans après l'effondrement de la banque de Law, l'économiste irlandais Richard Cantillon écrivit un *Essai sur la nature du commerce en général*, dans lequel il présentait les risques associés à l'émission incontrôlée de monnaie. Tout occupé à présenter une réponse à la faillite de Law, il notait : « Si la monnaie mise en circulation est fictive et imaginaire, elle cause les mêmes désavantages qu'une augmentation de véritable monnaie en circulation, en augmentant le prix de la terre et la main d'œuvre, ou en rendant les travaux et les manufactures plus onéreux, au prix d'une perte substantielle. »<sup>5</sup> Les travaux ultérieurs des Physiocrates français, d'Adam Smith, et même de David Ricardo, ne firent pas avancer cette réflexion davantage.

---

<sup>3</sup> Voir notamment le classique *La banqueroute de Law* par Edgard Faure (Faure, 1977), prix Historia 1977, qui en quelque 760 pages, retrace habilement le développement et l'effondrement du système du banquier écossais John Law (1671-1729).

<sup>4</sup> « On entend mieux le commerce en France depuis vingt ans qu'on ne l'a connu depuis Pharamond jusqu'à Louis XIV. C'était auparavant un art caché, une espèce de chimie entre les mains de trois ou quatre hommes qui faisaient en effet de l'or, et qui ne disaient pas leur secret. Le gros de la nation était d'une ignorance si profonde sur ce secret important, qu'il n'y avait guère de ministre ni de juge qui sût ce que c'était que des actions, des primes, le change, un dividende. Il a fallu qu'un Écossais, nommé Jean Law, soit venu en France, et ait bouleversé toute l'économie de notre gouvernement pour nous instruire. » (Voltaire, 1827, p.9)

<sup>5</sup> Cantillon, 1959, p.311, cité dans Rist, 1966, pp.68-69

Au cours des années 1830, un âpre débat monétaire émergea en Angleterre et gagna rapidement l'Europe entière. Il opposa les partisans de la « *Currency School* » et les défenseurs du « *Banking Principle* ». <sup>6</sup> L'attention que reçut ce débat monétaire, à une période où la domination exclusive du « ricardianisme » <sup>7</sup> annihilait toute tendance à l'échange contradictoire, permit à de nombreux thèmes qui serviront dans le présent mémoire d'apparaître sur la scène intellectuelle, et d'être remués par les plus grands savants que la science économique possédait alors.

Les tenants du « *Currency Principle* », notamment, défendirent l'idée d'un contrôle strict de l'émission monétaire, et analysèrent avec une certaine finesse les conséquences néfastes qu'aurait une progression trop forte de la quantité de monnaie. <sup>8</sup> Néanmoins, et bien qu'on puisse apercevoir des prémices de questionnements sur la relation entre offre monétaire et aversion au risque, il ne s'agit pour ces économistes que d'une préoccupation accessoire, et c'est donc avec peu de soin qu'ils la considérèrent.

Abandonnée, délaissée par les économistes, considérée comme dépassée par les partisans de ce qu'on appela plus tard la « neutralité de la monnaie » <sup>9</sup>, cette étude des conséquences ultimes de la politique monétaire sur le fonctionnement interne des institutions financières ne sera reprise qu'au début du XX<sup>e</sup> siècle, avec l'apparition de l'École Autrichienne d'économie, qui fondera sur ce principe son explication des cycles économiques, ainsi qu'une partie de sa renommée.

---

<sup>6</sup> Sur cette controverse célèbre dans l'histoire de la pensée économique, et sur ses conséquences quant au développement de la réflexion monétaire, on consultera Viner, 1965. À noter que les vocables « *currency school* » et « *banking principle* » furent introduits par les économistes de ces groupes respectifs, et furent utilisés à l'identique par les historiens de l'économie pour décrire les forces en présence lors de ce fameux débat.

<sup>7</sup> Le terme « ricardianisme » est employé pour évoquer l'orthodoxie tirée des ouvrages de l'économiste David Ricardo (1772-1823), que de nombreux disciples de l'époque en question, dont John Ramsay McCulloch (1789-1864), portèrent au rang de dogme incontesté. Cette domination fut habilement commentée par John Maynard Keynes, qui nota que Ricardo « conquiert l'Angleterre aussi complètement que la Sainte-Alliance avait conquis l'Espagne. » (Keynes, 1936, p.54)

<sup>8</sup> La littérature fournie par cette école étant trop vaste pour que ce rapide *coup d'œil* puisse en fournir une appréciation satisfaisante, on se reportera, à titre d'exemple de ces analyses, à Drumont, 1826, p.47, et Joplin, 1823, p.276

<sup>9</sup> Voir Patinkin, 1987, pp.639-644

Pour les besoins de cette présentation, nous pouvons résumer cette évolution aux noms de Ludwig von Mises, Friedrich Hayek, et leurs successeurs contemporains, pour poursuivre avec l'étude du sujet de ce mémoire par les économistes « *mainstream* », écrivant dans des revues spécialisées ou des *Working Papers* d'autorités monétaires.

En effet, avant d'étudier les théories actuelles de l'école autrichienne, et les critiques acerbes que les partisans de celle-ci ont émis depuis quelques années à l'adresse de la Réserve Fédérale américaine et, dans une moindre mesure, aux autres banques centrales du monde, il est nécessaire d'indiquer que ce n'était pas la première fois qu'une telle ligne d'attaque était utilisée par des économistes, et que par le passé, de nombreux économistes dénonçaient déjà la politique monétaire expansionniste.

L'économiste autrichien Friedrich A. Hayek, par exemple, fit valoir que l'une des causes principales de la crise de 1929, de sa sévérité comme de sa durée historiquement longue, avait été la politique monétaire expansionniste de la banque centrale américaine. « Les autorités sont parvenues, écrira-t-il, de par une politique monétaire expansionniste lancée dès l'observation des premiers symptômes d'un blocage, à prolonger la période d'embellie économique pour deux ans de plus que ce qui aurait été autrement son terme naturel. Quand la crise se matérialisa effectivement, des efforts délibérés furent réalisés pendant encore deux ans pour empêcher par tous les moyens possibles le processus normal de liquidation. »<sup>10</sup>

Cet effort de compréhension, et l'assignation précise des responsabilités qui le suivait, constituait le premier d'une longue série. Par la suite, des dizaines si ce n'est des centaines d'économistes, dans leur étude des cycles économiques, assigneraient aux causes monétaires une attention particulière, et fourniraient aux arguments généraux développés par Hayek un champ d'application plus étendu et des illustrations plus nombreuses.

---

<sup>10</sup> Hayek, 1935, p.162. Mention aussi doit être faite des intuitions intéressantes du célèbre économiste Irving Fisher. Voir notamment Fisher, 1933, pp.337-357, dans lequel il indiquait que des conditions accommodantes de crédit sont un facteur de construction d'une crise économique.

Cette perspective autrichienne, s'il est permis de l'appeler ainsi, réclame ici une présentation. Dans un article intitulé « Création monétaire, expansion de crédit et cycles économiques », initialement paru dans la revue économique de l'Université de Chongqing (Chine), j'avais présenté l'interprétation « autrichienne » de la crise économique, et résumé les arguments employés par les économistes de ce courant pour fournir des explications aux cycles économiques. Qu'il me soit permis d'en citer ici le passage développant l'argumentaire autrichien :

« Au début des années 2000, la Banque Centrale Européenne, par une politique d'expansion artificielle du crédit, a provoqué des surinvestissements touchant principalement les pays périphériques de la zone euro. En Espagne, en Grèce, et jusqu'en Irlande, les flux nouveaux de liquidités permis par la politique expansionniste de la Banque centrale européenne, ont fait se former des bulles, notamment dans le secteur de l'immobilier. Durant le boom, des projets industriels et commerciaux, non rentables dans des conditions pures de marché, deviennent attractifs pour les banques et les investisseurs, floués par la distorsion du signal des prix provoquée par la baisse des taux d'intérêts. Les prix ne reflétant plus les préférences des consommateurs, les entrepreneurs sont incités à investir cette masse monétaire supplémentaire dans des projets et avec le concours de facteurs productifs dont l'utilité, telle que considérée par les consommateurs, est moindre.

Les profits engrangés année après année par les entreprises de ces nouveaux secteurs ne sont qu'un leurre. La distorsion des prix et de la profitabilité des activités nouvelles n'apparaissent qu'en filigrane à mesure que la période du boom touche à sa fin. L'aversion au risque, celle du banquier et celle de l'entrepreneur, baisse sensiblement sous l'effet de l'expansion du crédit. Sans profusion monétaire, les banquiers tâcheraient d'équilibrer leurs portefeuilles de titres et de prêts, n'acceptant des risques supplémentaires qu'en contrepartie de taux d'intérêts ou de taux de rentabilité plus élevés, et réservant leurs maigres réserves pour les clients les plus sûrs. La période du boom met fin à la prudence habituelle. L'expansion du crédit créée par l'inflation monétaire de la Banque centrale provoque nécessairement une extension de l'accord des crédits aux clients moins fiables, à la fois particuliers et entreprises, pour des projets dont la rentabilité semble a priori moins sûre.

Les entreprises ne sont pas les seuls agents économiques à rechercher des sources de financement. Les gouvernements européens, trouvant dans cette masse supplémentaire de crédit les moyens de leurs ambitions, ont accéléré le développement de modèles insoutenables d'Etat-providence. Nourries par l'expansion du crédit de la phase du boom, ils ne peuvent survivre sans celle-ci.

La prospérité perpétuelle que semble promettre l'expansion artificielle du crédit est en réalité un mirage. La prospérité nouvelle n'avait une existence que dans les statistiques gouvernementales. Dans l'économie réelle, cette « prospérité » n'était que mal-investissements et mauvaises répartitions des ressources. Détaché de toute base réelle, en l'occurrence, d'une épargne constituée, le boom prend fin avec l'intensification des malinvestissements et de la distorsion de la structure productive, et l'apparition de pressions inflationnistes.

Quand la récession remplace la phase d'embellie, les banques font face aux conséquences de l'expansion préalable du crédit. Les nouveaux projets s'avèrent moins profitables qu'annoncé ; les nouveaux entrepreneurs, plus risqués que prévu. La bulle artificielle formée par l'inflation monétaire se met à exploser. » (Malbraque, 2011)

Cette présentation, qu'après une étude prolongée et attentive des écrits économiques des économistes de ce courant j'ose croire fidèle à leurs idées, fournit déjà les points sur lesquels portera l'interrogation des parties suivantes. Une phrase comme « la période du boom met fin à la prudence habituelle », notamment, se justifie-t-elle eu égard aux pratiques bancaires actuelles ; est-elle-même défendable du point de vue théorique ? Il en est de même pour de nombreux autres points : la distinction expansion réelle / expansion artificielle du crédit, la notion de « malinvestissement », la probabilité de pressions inflationnistes, *etc.*

## 2) Littérature académique récente

Le traitement de ces questions par les spécialistes des questions bancaires tarda beaucoup à produire les fruits qu'on pouvait en attendre. Le cloisonnement toujours plus



étanche des domaines du savoir économique, et la disparition du thème des banques centrales des considérations des économistes traditionnels, sont deux des principales raisons expliquant, ce semble, un tel retard.

Dès 1976, il est vrai, deux économistes, Jensen et Meckling, montraient comment la politique monétaire pouvait influencer sur l'aversion au risque *en général*. (Jensen & Meckling, 1976). Ce n'est pourtant qu'à partir du début des années 2000 — quand, il est vrai, l'expansion monétaire fut une pratique plus étendue et plus courante — que des réflexions sur les conséquences de telles politiques monétaires se mirent à émerger dans la littérature académique.

En 2000, Allen et Gale évaluèrent l'impact de l'instabilité monétaire sur la prise de risque, et montrèrent que cette dernière augmentait avec l'instabilité de la politique monétaire. (Allen & Gale, 2000) En 2001, Borio, Furtine et Lowe indiquèrent, preuves à l'appui, que la perception du risque tendait à diminuer en période d'euphorie économique, c'est-à-dire que les agents économiques prenaient davantage de risques lorsque les conditions économiques étaient plus favorables, ou du moins quand ils les percevaient comme telles. (Borio, Furtine, & Lowe, 2001) Deux ans plus tard, différents économistes travaillèrent conjointement pour détailler les conséquences de la politique monétaire expansionniste en Europe, et aboutirent à des conclusions identiques. (Ehrmann, Gambacorta, Pagés Martinez, Sevestre, & Worms, 2003, pp.58-72)

Confrontés à l'enchaînement de périodes d'euphorie économique et de crises, de nombreux économistes ont par la suite indiqué, par exemple, que l'expansion du crédit avait aidé le développement de la bulle immobilière américaine, et, de ce fait même, la préparation de la crise de 2007-2008. D'autres ont été jusqu'à défendre la thèse selon laquelle la politique monétaire de la Réserve Fédérale avait été la cause fondamentale des déséquilibres financiers et économiques ayant abouti à cette crise.<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> Voir Huerta de Soto, 2009, pour le point de vue d'un économiste, et Woods, 2009, pour le point de vue d'un historien. Pour une présentation synthétique de cette thèse, voir Ravier & Lewin, 2012, pp.45-74. Du point de vue de ce mémoire, l'exposé le plus pertinent des responsabilités des autorités monétaires dans le déclenchement de la crise est à trouver dans : Acharya & Naqvi, 2010. Le détail de l'augmentation du prix des actifs, ainsi que du risque bancaire, y est fourni dans une perspective tout à fait cohérente et

La crise récente, en effet, eut des conséquences très visibles sur le mouvement des idées économiques en matière de monnaie, de banque et de crédit. Nombreux sont les économistes qui ont compris, au cours de la période qui a suivi le déclenchement de la crise de 2007-2008, que la politique monétaire, finalement, pouvait avoir un impact sur le prix des actifs, et pouvait participer à la création de bulles. Ainsi, de nombreux économistes, dont certains comptaient parmi les plus fervents partisans de l'expansion du crédit comme moteur de croissance, telle qu'appliquée par Greenspan aux Etats-Unis, en vinrent à réviser leurs jugements. « Etant donné les événements des huit derniers mois, nota par exemple Kenneth Rogoff, il ne serait pas hors de propos de reconsidérer la doctrine de Greenspan. »<sup>12</sup> À la même période, Alan Blinder expliqua également : « Je pense que je suis toujours d'accord avec l'orthodoxie, mais je dois admettre que les récents événements font naître en moi le doute. »<sup>13</sup> Charles Bean, lui, se rangea aux idées « hétérodoxes » et conclut : « Une Banque Centrale devrait avoir à l'esprit ces conséquences de long-terme des bulles sur les actifs et des déséquilibres financiers quand elle fixe les taux d'intérêt. »<sup>14</sup> Lord Turner, pourtant *chairman* d'une autorité de régulation financière, expliqua quant à lui avoir désormais compris le besoin d'une « nouvelle approche » des questions bancaires, une approche qui « reconnaisse que les liquidités monétaires sont bénéfiques jusqu'à un certain point, mais qu'elles ne le sont plus après ce point. »<sup>15</sup>

Cette « nouvelle approche », des économistes l'avaient déjà fournie, mais le besoin indiqué par Lord Turner était en tout cas dans toutes les têtes. Il poussa les spécialistes des questions bancaires à fournir des explications aux phénomènes économiques qui furent à la source de la crise de 2007-2008.

---

innovante. La conclusion de ce travail est qu'une politique monétaire expansionniste accroît l'instabilité et la prise de risque, et que c'est ce phénomène qui explique en large partie le déclenchement de la crise.

L'argument très spéieux consistant à laisser entendre que les conditions de crédit n'avaient pas été de beaucoup assouplies durant la période ne peut être adressé avec toute la longueur nécessaire dans ces quelques pages. Il suffira de se reporter aux nombreuses études portant sur le sujet, montrant qu'entre 2003 et 2007-2008, les conditions de crédit ont bien été assouplies. Ce fut le cas en Europe, comme l'a montré le Bank Lending Survey, et aux Etats-Unis, comme l'ont indiqué Dell'Ariccia, Igan, et Laeven, 2008 ; Cf. également : B. Keys, T. Mukherjee, A. Seru, V. Vig, 2010, pp.307-362. Voir aussi, pour l'Europe : A. Maddaloni, J.L. Peydro, & S. Scopel, 2008.

<sup>12</sup> Kenneth Rogoff, *Financial Times*, 16 May 2008

<sup>13</sup> Alan Blinder, *Financial Times*, 16 May 2008

<sup>14</sup> Charles Bean, *Financial Times*, 16 May 2008

<sup>15</sup> Lord Turner, *Financial Times*, 18 March 2010

Travaillant dans cette perspective, C. Borio, et H. Zhu, expliquèrent dès 2008 qu'il avait manqué jusqu'alors un élément dans la description des « canaux traditionnels de transmission de la politique monétaire », et que cet élément était le canal de la prise de risque (*risk-taking channel*), défini comme suit : le maintien de taux bas augmente la tolérance au risque des banques, ce qui signifie que l'expansion du crédit augmente la tolérance au risque. (Borio & Zhu, 2008)

Très commentées, ces considérations nouvelles jetèrent une lumière nouvelle sur les questions de banque et de risque, et stimulèrent des recherches approfondies dans cette voie, ce qu'apporta l'année 2009. Cette année-là, en effet, de nombreux travaux approfondirent cette perspective. Ce fut le cas notamment d'un article coécrit par Adrian et Shin, prouvant empiriquement que les banques augmentent leurs prêts en période d'expansion monétaire, et augmentent ainsi la taille de leur bilan. L'article fut publié dans la très réputée *American Economic Review*. (Adrian & Shin, 2009)

Les travaux ultérieurs, dans la lignée desquels se positionne le présent mémoire, eurent avant tout l'ambition d'élargir et de résumer les réflexions sur l'influence de la politique monétaire sur le risque bancaire. On vit même apparaître, au sein des *Working Papers* d'autorités monétaires comme la Réserve fédérale ou la Banque centrale européenne des analyses exposant la responsabilité de la politique monétaire conduite par ces deux organismes quant à l'accroissement du risque bancaire. Ainsi, dans un *Working Paper* intitulé « Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking ? », Altunbas, Gambacorta, et Marqués-Ibañez, écrivent dès l'exposition du thème de leur article, dans les premières lignes, que : « Notre principal résultat est que le maintien sur une période étendue de faibles niveaux de taux d'intérêt de court-terme a contribué à une augmentation du risque bancaire. » (Altunbas, Gambacorta, Marqués-Ibañez, 2010, p.5) Pour autant, les auteurs se refusent à remettre en cause la désirabilité de cette politique monétaire, et se contentent de conseiller à la Banque Centrale Européenne et aux superviseurs d'accroître leur vigilance.

Dans un autre *Working Paper*, les mêmes auteurs se demandaient si certaines caractéristiques des banques, notamment leur capitalisation et leur réserve de liquidité,

pouvaient influencer sur leur prise de risque dans des conditions d'expansion monétaire. Ils en concluaient qu'un haut niveau de capitalisation et de réserve liquide abaissait sensiblement les risques pris, et arguaient donc en faveur d'une meilleure régulation bancaire pour solutionner ce problème. (Altunbas, Gambacorta, Marqués-Ibañez, 2012)

Dans les deux cas, comme nous le voyons, les auteurs se contraignent à chercher dans des réformes dans la supervision et la régulation des banques la solution de problèmes dus à la structure même de l'environnement économique dans lesquelles celles-ci évoluent, et offrent ainsi des solutions non fictives ou absurdes, mais insuffisantes et impropres à résoudre les difficultés évoquées. De cette insuffisance naît la justification de ce mémoire, et de l'utilisation d'une école de pensée économique qui peut la combler, et dont il sera question maintenant, dans la seconde partie.

**PARTIE 2**  
**ETUDE MACRO-ECONOMIQUE DE LA RELATION**  
**ENTRE POLITIQUE MONETAIRE ET RISQUE BANCAIRE**

*Structure institutionnelle de la monnaie. — Les outils de la politique monétaire. — Les canaux de transmission de la politique monétaire. — Neutralité et non-neutralité de la monnaie. — Les anticipations rationnelles des agents et les effets de la politique monétaire. — Insuffisance de ces théories.*

Le cadre historique de l'enchaînement des contributions positives au règlement de cette question étant désormais posé, il nous faut maintenant étudier ce qui, dans les grandes explications théoriques des économistes, dans les grands systèmes, et notamment dans celui de l'École Autrichienne d'économie, permet d'expliquer la création et la matérialisation d'un risque bancaire plus élevé, dans des conditions d'expansion monétaire. Il ne s'agira pas, néanmoins, d'entrer dans les détails des pratiques bancaires, et d'étudier le comportement des banques dans des conditions d'expansion monétaire — nous réservons une telle discussion pour la troisième partie. Ici, c'est au niveau de l'équilibre économique général, ou, pour parler comme les économistes, au niveau *macroéconomique*, que les différentes variables seront analysées.

Il ne s'agit pas, dans le présent mémoire, de postuler la véracité de l'analyse autrichienne, mais bien de la confronter aux données réelles du fonctionnement des banques, dans la prochaine partie, et à la structure de la production de monnaie, dans cette partie.

Afin d'effectuer cette confrontation éminemment utile, il est nécessaire de décrire, même rapidement, ce qu'est, effectivement, la structure institutionnelle de la production de monnaie, et les outils de la politique monétaire, afin d'obtenir une présentation synthétique des canaux de transmission de la politique monétaire.

## 1. Structure institutionnelle de la monnaie

Les conditions de formation de la distorsion de la structure productive, et du signal des prix, dépendent bien évidemment de la structure institutionnelle de la monnaie, et elles ne seraient certainement pas les mêmes si cette structure était différente.

L'organisation institutionnelle des banques ne pose pas de difficulté d'analyse particulière, mais permet de définir le cadre dans lequel la réflexion portée par ce mémoire doit rentrer.

Depuis au moins un siècle — et, dans le cas des États-Unis, depuis un siècle exactement — la gestion de la politique monétaire est confiée, dans chacun des grands pays développés, à une autorité monétaire centrale appelée banque centrale. La banque centrale, autorité souveraine en matière de politique de crédit, dicte aux banques commerciales les conditions de rémunération de l'épargne et le coût du crédit qu'elles accordent aux entreprises, aux particuliers, et aux États dits en besoin de financement.

En particulier, la Réserve fédérale américaine, de par son importance historique, et par le poids que représente l'économie américaine dans les échanges mondiaux, impulse le mouvement des autres grandes banques centrales mondiales, comme le prouve le graphique ci-dessous.

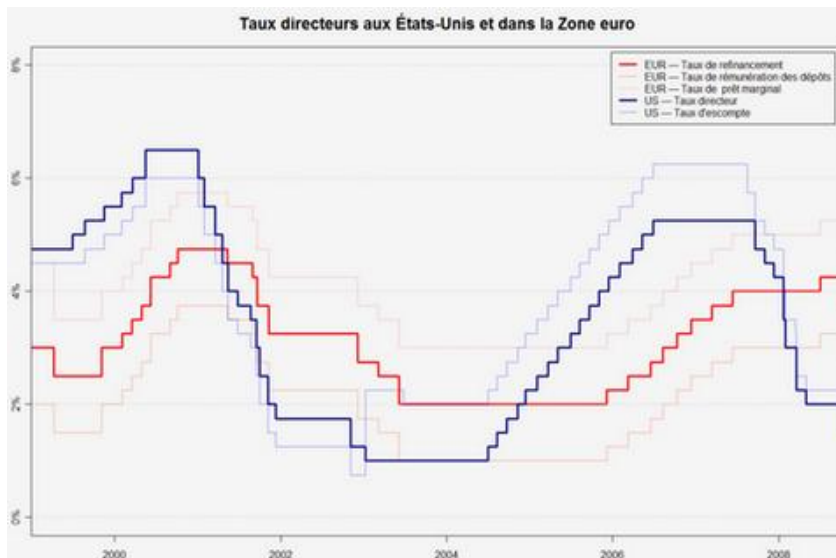


Illustration 1 :

*L'évolution des taux directeurs en Europe et aux USA*

Comme on le voit, la politique monétaire adoptée par les différentes grandes banques centrales du monde est très similaire, et semble être dictée par un même effort de coordination. L'autre enseignement que nous fournit ce graphique, c'est l'étonnante cyclicité de cette politique monétaire, et la construction de crise dont elle semble s'être rendue coupable : les distorsions économiques ayant abouties à la crise économique de 2008, ont pris naissance dans la période d'euphorie précédente, caractérisée par un relâchement historique des conditions du crédit, comme ce fut également le cas en 2001.

## 2. Les outils de la politique monétaire

Venons en maintenant aux outils de la politique monétaire. Si nous prenons l'exemple de la banque centrale américaine qui, nous l'avons dit, impulse le mouvement général des banques centrales du monde, les objectifs de sa politique monétaire, depuis 1978, sont de promouvoir le plein-emploi, la stabilité des prix, et des taux d'intérêts modérés à long terme. Néanmoins, puisque c'est l'environnement bancaire européen qui nous intéresse en particulier, précisons également les missions de la Banque centrale européenne.

Fondée sur un modèle monétariste, et en continuation des actions de la Bundesbank allemande, la BCE a toujours eu comme objectif unique la conservation du taux d'inflation à un niveau inférieur à 2%.

Voyons donc par quels outils la BCE s'emploie à répondre à cet objectif. Les outils principaux, tels qu'indiqués par les manuels, sont au nombre de quatre : le taux d'intérêt directeur, les réserves minimales imposées aux établissements de crédit, les limites réglementaires sur les crédits, et les opérations d'open-market.

### *2.1- Le taux d'intérêt directeur*

Le taux d'intérêt directeur est le taux appliqué par les autorités monétaires pour le refinancement des banques commerciales. Le taux directeur affecte l'offre de monnaie et influence à la baisse ou la hausse le taux de l'intérêt pratiqué par les banques.

## 2.2- Réserves minimales imposées aux établissements de crédit

Les réserves minimales imposées aux établissements de crédit sont des contraintes légales qui augmentent ou diminuent la quantité de fonds potentiellement prêtés en crédits par ces établissements de crédit.

## 2.3- Limites réglementaires (notamment sur le montant des prêts accordés)

Similaires, quant aux principes, aux réserves minimales, les limites réglementaires augmentent ou diminuent les fonds potentiellement allouables aux prêts.

## 2.4 - Opérations d'open market

Les opérations dites d'open-market sont des opérations d'achat ou de vente de titres, notamment des obligations d'État. Ces opérations ont un effet sur la quantité de monnaie : la banque centrale augmente la quantité de monnaie en achetant des titres, et la diminue en en vendant.<sup>16</sup> Ces opérations ont pris le relai des facilités permanentes, qui permettaient une moins grande maîtrise des autorités monétaires sur les montants alloués.

Aux États-Unis, la politique d'opérations d'open-market se matérialise par des achats de bons du trésor américain. En Europe, ces opérations sont moins courantes mais de plus en plus utilisées. À noter qu'il existe aussi une version à plus court-terme de ce type de politique : les opérations dites de prise en pension. Cette logique est utilisée aux US, avec les *repurchase agreements* (repo), des achats provisoires de titres.<sup>17</sup> Dans les deux cas, l'effet est d'accroître les liquidités disponibles sur le marché, et d'augmenter ainsi la masse de monnaie en circulation dans l'économie.

Dans la suite de ce mémoire, nous ne reviendrons plus sur ces outils. Nous parlerons désormais de « politique monétaire expansionniste », d'« expansion du crédit », et d'« assouplissement du crédit » pour désigner les situations dans lesquelles les taux

---

<sup>16</sup> Cf. M.A. Akhtar, *Understanding Open Market Operations*, Federal Reserve Bank of New York, 1997

<sup>17</sup> Frederic S. Mishkin, *Monnaie, banque et marchés financiers*, Pearson Education France, 2010, p.580



accordées aux banques commerciales et consenties par elles à leurs propres clients seront durablement en dessous du niveau de référence que nous tenterons d'établir dès à présent.

Outil traditionnel pour l'appréciation numérique des politiques économiques, la règle de Taylor est celle que nous utiliserons ici. Présentée en 1993 par l'économiste John B. Taylor, et popularisée par une étude de la banque américaine Goldman Sachs en 1996, cette règle relie le taux directeur défini par la banque centrale aux prévisions en matière d'inflation. Son objet est la fixation d'un niveau idéal pour le taux d'intérêt. La formule utilisée, à l'origine, était la suivante :

$$r = 2 + p + 0,5y + 0,5 (p - 2)$$

avec  $r$  le taux directeur,  $p$  le taux d'inflation sur les quatre derniers trimestres,  $y$  la différence entre le PIB réel et le PIB tendanciel.<sup>18</sup>

Ici, nous parlerons de politique monétaire accommodante ou d'expansion artificielle du crédit dans les cas où les taux d'intérêts directeurs fixés par les autorités monétaires sont structurellement ou durablement inférieurs à ceux obtenus par l'application de la règle de Taylor ainsi définie. « Artificielle » signifie différent de la tendance naturelle.

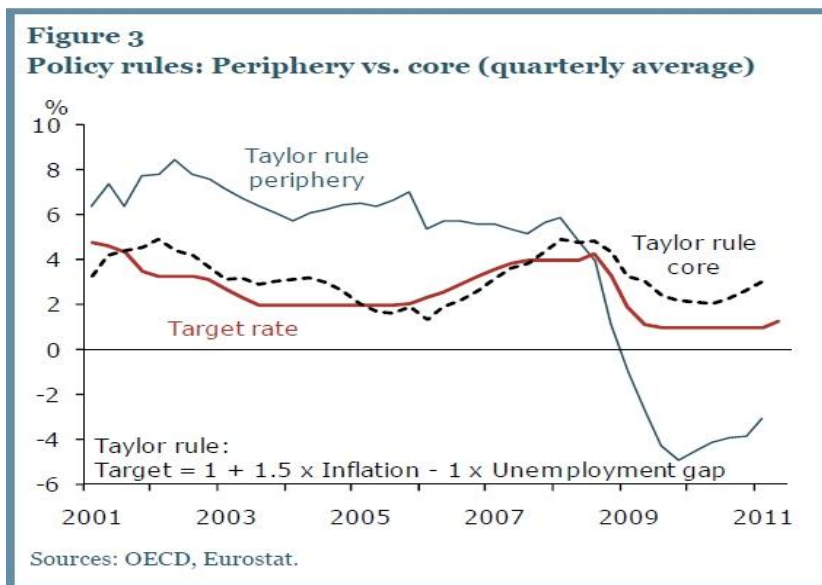


Illustration 2 :

*Comparaison entre la politique monétaire menée en Europe et le niveau de référence fourni par la règle de Taylor*

<sup>18</sup> Pour les détails de ces calculs, et les nouvelles formulations de cette règle classique, voir Drumetz & Verdelhan, 1997, p.82

Par cette représentation de la valeur de la règle de Taylor, nous observons que la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne a été exagérément accommodante durant la période 2001-2005, pour les pays situés à la périphérie de l'Europe, et qui sont ceux qui ont subi le plus fortement les distorsions causées par cette politique.

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

Voyons maintenant les canaux de transmission de la politique monétaire. D'une manière macro-économique, et selon l'analyse classique qui en est faite par les économistes et les spécialistes des questions bancaires et monétaires, la politique monétaire impacte l'économie par différents volets :

#### *3.1- Le taux d'intérêt*

La baisse du taux d'intérêt directeur pousse à la baisse le niveau général des taux d'intérêts. Dans ce cas, elle rend l'épargne moins rémunératrice et l'investissement moins coûteux. Elle sert donc dans ce cas d'incitation à l'investissement et de désincitation à l'épargne. Nous reverrons cela plus tard.

#### *3.2- Le taux de change*

Une politique monétaire expansionniste a tendance à déprécier la monnaie nationale, ce qui avantage les exportations et désavantage les importations.

#### *3.3- Le crédit*

La baisse du taux d'intérêt directeur augmente la demande de crédit, en diminuant le taux d'intérêt (voir précédemment). Cela est particulièrement vrai pour les petites et moyennes entreprises, qui dépendent davantage du financement bancaire que les plus grandes entreprises (qui, elles, peuvent se financer plus aisément sur les marchés financiers).

Viennent donc d'être passés en revue les outils par lesquels, et les canaux par lesquels la politique monétaire trouve une application, et produit ses effets sur le cadre économique général. Il ne faut cependant pas en conclure que les économistes sont unanimement d'accord pour considérer que la monnaie peut avoir, et a dans la réalité un impact sur la structure productive et sur la structure des prix.

Il est donc nécessaire d'étudier les objections traditionnelles qui ont été avancées sur ce point de l'influence de la production de monnaie sur la structure économique.

#### 4. Neutralité et non-neutralité de la monnaie

Quoique les dernières crises aient, ce semble, donné raison à l'autre camp, de nombreux économistes ont longtemps contesté même l'existence d'une relation entre la monnaie et l'environnement macroéconomique. Cette contestation est profondément enracinée dans l'histoire des réflexions économiques, et s'est plus tard rattachée au corps théorique dominant dont les manuels font communément référence par le terme générique et assez impropre de « théorie néo-classique ». Fondé sur une réflexion fondamentale en termes d'échanges non-monnaire, ce courant, aujourd'hui dominant, n'introduisit la monnaie dans ses systèmes que comme une donnée marginale, un supplément insignifiant, qui devait se fondre sans soucis dans la masse systématisé d'une économie ou d'une économétrie de l'échange marchand. Attachés à cet outil mental qu'est l'algèbre, et à la formulation d'un équilibre statique et uniforme en économie, ces économistes postulèrent que l'introduction de la monnaie n'introduisait pas de changements subséquents, et que la seule relation causale à laquelle la monnaie donnait naissance était la classique et apparemment irréfutable formule : l'augmentation de la masse monétaire augmente le niveau général des prix.

Les adversaires de cette théorie, depuis le début du XVIII<sup>e</sup> siècle, ont pris le contre-pied de cette analyse. Dès 1730, en effet, l'économiste irlandais Richard Cantillon montrait dans son livre comment les variations dans la masse monétaire affectaient différemment les agents selon leur activité productive et leur place dans le système de circulation de la nouvelle monnaie émise. Ce que l'on appela désormais l'« effet

Cantillon » se résume donc à cette idée que la transmission de la monnaie nouvelle n'est pas uniforme dans l'économie, et qu'une variation d'origine monétaire peut avoir des conséquences majeures sur l'économie réelle.

Cette analyse, qu'on retrouve beaucoup dans les écrits des économistes de l'école française d'économie, fut puissamment remise au goût du jour par le courant autrichien. Friedrich Hayek en fit l'un de ses arguments théoriques centraux pour expliquer la crise économique de 1929 et la Grande dépression qui s'en suivit. Murray Rothbard en fit de même, à plusieurs occasions. C'est pourtant chez Ludwig von Mises que nous en trouvons la plus illustrative application. Dans *Money, Method, and the Market Process*, Mises consacre un chapitre entier à la « non-neutralité de la monnaie », en indiquant qu'en période d'expansion monétaire, l'inflation en résultant ne sera pas, ne pourra pas être uniformément supportée par tous les agents économiques ; qu'il n'existe pas de niveau général des prix, mais des évolutions successives de tels ou tels biens, dans un processus de marché impossible à qualifier d'uniforme ; qu'enfin, l'expansion monétaire provoque une redistribution des richesses en fonction de la place des agents économique dans le cycle de diffusion de la nouvelle monnaie. Il écrit :

“The additional quantity of money does not find its way at first into the pockets of all individuals; not every individual of those benefited first gets the same amount and not every individual reacts to the same additional quantity in the same way. Those first benefited — in the case of gold, the owners of the mines, in the case of government paper money, the treasury — now have greater cash holdings and they are now in a position to offer more money on the market for goods and services they wish to buy. The additional amount of money offered by them on the market makes prices and wages go up. But not all the prices and wages rise, and those which do rise do not rise to the same degree. If the additional money is spent for military purposes, the prices of some commodities only and the wages of only some kinds of labor rise, others remain unchanged or may even temporarily fall. They may fall because there are now on the market some groups of men whose incomes have not risen but who nevertheless are obliged to pay more for some commodities, namely for those asked by the men first benefited by the inflation. Thus, price changes which are the result of the inflation start with some commodities and services only, and are diffused more or less slowly from one group to the others. It takes time till the additional quantity of money has exhausted all its price changing possibilities. But even in the end the different commodities are not affected to the same extent. The process of progressive depreciation has changed the

income and the wealth of the different social groups. As long as this depreciation is still going on, as long as the additional quantity of money has not yet exhausted all its possibilities of influencing prices, as long as there are still prices left unchanged at all or not yet changed to the extent that they will be, there are in the community some groups favored and some at a disadvantage. Those selling the commodities or services whose prices rise first are in a position to sell at the new higher prices and to buy what they want to buy at the old still unchanged prices. On the other hand, those who sell commodities or services whose prices remain for some time unchanged are selling at the old prices whereas they already have to buy at the new higher prices. The former are making a specific gain, they are profiteers, the latter are losing, they are the losers, out of whose pockets the extra-gains of the profiteers must come. As long as the inflation is in progress, there is a perpetual shift in income and wealth from some social group, to other social groups. When all price consequences of the inflation are consummated, a transfer of wealth between social groups has taken place.” (Mises, 1990, pp.72-73)

Il y a donc, considère Mises, des gagnants et des perdants à la suite de chaque progression artificielle de monnaie. Il serait donc tout à fait faux de prétendre, dans ces conditions, que la monnaie est neutre, et que son accroissement ne bouleverse pas l'ordre économique et la structure productive d'une économie.

## 5. Les anticipations rationnelles des agents et les effets de la politique monétaire

Ayant considéré une première critique économique au principe que la monnaie n'a pas d'influence sur l'économie, nous pouvons continuer avec la présentation de l'analyse faite par les nouveaux classiques, sur les effets de la politique monétaire.

Typique de cette manière de voir est la critique de Robert Lucas, son principal contributeur, à l'évaluation des politiques économiques. Selon son analyse, inspirée de celle de David Ricardo, les agents économiques sont rationnels et parviennent à anticiper les changements intervenus dans la politique monétaire, de sorte que celle-ci ne peut avoir aucun effet réel sur la situation économique. Comme il est facilement perceptible, cette analyse s'est construite en réaction aux développements des keynésiens et néo-keynésiens, qui affirmaient que la politique monétaire pouvait stimuler et, d'une manière générale, conduire le développement économique.

L'efficacité des politiques monétaires est donc remise en cause par les nouveaux classiques. Adeptes également de la théorie de la neutralité de la monnaie, ils soutiennent que les agents anticipent et rendent donc inopérants tous les efforts des autorités monétaires, et qu'en outre la politique monétaire doit être crédible pour fonctionner. (Barro & Gordon, 1987)

En vérité, il est établi qu'une meilleure prédictibilité de la politique monétaire suivie par les banques centrales du monde accroît leur dangerosité. Comme l'indiquent Altunbas, Gambacorta et Marquez-Ibañez, « un haut degré de prédictibilité sur les décisions politiques futures de la Banque centrale peut réduire l'incertitude des marchés et conduire les banques à prendre davantage de risques. » (Altunbas, Gambacorta et Marquez-Ibañez, 2010, p.9)

Cela n'est pas le seul point critiquable de la théorie des anticipations rationnelles : cette théorie, d'abord, a failli à fournir une explication satisfaisante de la crise. Elle ne fournit aucun outil pour comprendre pourquoi la prolongation d'une politique monétaire expansionniste a historiquement précédé plusieurs crises économiques sévères.

Les travaux de l'école autrichienne d'économie, en revanche, répondent à ce défi, et fournissent des arguments convaincants sur les modalités de la transmission du risque des banques centrales aux banques commerciales puis aux entreprises. Enrichis de leurs apports, nous étudierons maintenant la transmission réelle du risque, c'est-à-dire les mécanismes par lesquels les banques sont amenées à abaisser leur aversion générale pour le risque. Cette étude nous amènera donc à étudier ce qui était longtemps resté comme le canal manquant de la diffusion des effets de la politique monétaire : le canal de la prise de risque.

### PARTIE 3

## LA TRANSMISSION RÉELLE DU RISQUE

*La prise de risque et les profits dans des conditions normales de marché — Evaluation des risques par les banques dans le cadre d'une expansion artificielle du crédit : évaluation des projets d'investissement ; évaluation des actifs de l'entreprise ; la quête de la rentabilité et les explications annexes. début du XX<sup>e</sup> siècle. — L'apport des économistes « Autrichiens ». — Les développements récents. — La recherche économique à l'épreuve de la crise de 2007-08.*

Étant très évident qu'une analyse uniquement macro-économique de la relation entre offre de monnaie et risque bancaire, aussi persuasive et aussi rigoureuse qu'on puisse la supposer, ne constituera jamais un argument suffisant pour la mise en œuvre de nouvelles pratiques bancaires, il est d'une impérieuse nécessité de produire, pour lui succéder, une étude précise des pratiques bancaires actuelles, et des modalités d'affectation de la variable politique monétaire sur leur application. Tel sera, en somme, l'objet de cette troisième partie.

Il s'agira de passer en revue les principaux outils dont disposent les banques pour évaluer les risques que la conclusion d'un contrat de prêt, par exemple, leur fait assumer. Nous verrons en quoi ces outils sont pervertis lorsque la variable politique monétaire se met à jouer, et quelles conséquences pour la banque, et pour l'économie nationale considérée dans son entièreté, ces processus entraînent.

Étant très convaincu, après cette étude, que ce ne sont pas ces outils, en eux-mêmes, qui pervertissent et faussent les résultats obtenus, mais bien l'environnement économique induit par l'expansion monétaire, il ne faudra pas voir dans la présentation à suivre une critique exhaustive des modèles d'évaluation d'actifs, mais une illustration, volontairement sélective, des désordres provoqués par les variations abusives de la politique monétaire.

Avant de rentrer dans l'étude de l'utilisation de ces instruments *dans le cadre d'une expansion artificielle du crédit*, il nous faudra faire une rapide esquisse de ce que serait la situation en l'absence d'une telle politique. Cela permettra de comparer, dans la conclusion, la prise de risque des banques dans l'une et dans l'autre des deux situations.

### 1. La prise de risque et les profits dans des conditions normales de marché

Voyons donc, brièvement, les principes qui guident l'évaluation des actifs et l'accumulation des profits dans un environnement économique caractérisé par l'absence d'expansion artificielle du crédit.

Qu'il soit permis de noter, avant cela, ce qu'il faut entendre par « conditions normales de marchés ». Il ne s'agit pas là de quelque référence à un modèle hypothétique de concurrence pure et parfaite, ou d'efficacité totale et absolue des marchés. La préoccupation n'est pas ici de juger de la rationalité des agents ou de l'exubérance des marchés. Il n'est question que d'une chose, de la politique monétaire, et par « conditions normales de marché » ou « conditions pures de marché », il faudra donc entendre le fonctionnement d'une économie de marché en l'absence d'une politique monétaire délibérément expansionniste.

Dans ces conditions normales ou pures de marché, l'obtention des profits suit les principes même d'une économie de marché. Les profits sont la mesure de l'utilité économique, de l'utilité sociale, des produits ou services vendus par l'entreprise. Telle entreprise a mieux anticipé les besoins des consommateurs, telle autre a répondu à un besoin qui était pour eux plus pressant, et pour lequel ils étaient disposés à verser une plus grande part de leur revenu disponible : elles sont, par conséquent, plus profitables.

La mise en concurrence des capitaux, et leur mise à disposition pour les projets industriels et commerciaux, suit les mêmes principes. La rémunération du risque, le taux d'intérêt, suit les lois de l'offre et de la demande de liquidités, et permet l'équilibre entre épargne et investissement. Dans ce cadre, les banques se contentent d'allouer les montants disponibles d'épargne en fonction du profil de risque des contre-parties. La gestion du



risque se fait selon une idée simple : la banque n'accepte de prendre un risque supplémentaire qu'en appliquant un taux d'intérêt plus élevé. L'aversion au risque y joue un principe régulateur. Mieux : il suffit à réguler la prise de risque.

## 2. Évaluation des risques par les banques dans le cadre d'une expansion artificielle du crédit

Voyons désormais les changements induits par une politique monétaire expansionniste, sur les critères et les catégories que nous avons introduit précédemment.

Une politique monétaire expansionniste, allons-nous soutenir dans la suite de cette partie, a un effet sur l'évaluation des entreprises, et conduit à une surestimation de leur potentiel économique.

Quelle que soit la perspective dans laquelle on se place, celle de l'entrepreneur ou celle du banquier prêteur de fonds, l'évaluation des projets d'investissement obéit aux mêmes principes et se fait par l'application de mêmes modèles. D'un côté, il s'agit de savoir s'il convient, pour une entreprise, de consentir à un nouvel investissement ; pour la banque, il s'agit de décider si ce projet mérite d'être accepté, et les fonds d'être prêtés selon les conditions négociées.

L'étude préalable qui guide une telle décision d'investissement fait recourir celui qui la mène à de nombreux outils. Un principe fondamental, pourtant, guide toujours leur analyse : celui de la valeur actuelle nette. Voyons son application dans des conditions d'expansion monétaire.<sup>19</sup>

Un projet d'investissement se traduit par une dépense initiale en capital, un flux sortant de richesse, qui doit être compensé, et si possible dépassé, par un flux entrant de richesse, à savoir les fruits monétaires dudit investissement. La représentation, pour le banquier qui doit étudier un projet d'investissement, ou pour le chef d'entreprise qui songe à l'engager, est donc semblable à celle-ci :

---

<sup>19</sup> Sur ce point, voir Adrian & Shin, 2009a ; et Adrian & Shin, 2009b ; voir aussi : Borio & Zhu, 2008

Dépense initiale ( $I$ ), en  $T_0$ , produit des revenus  $R_1, R_2, R_3 \dots R_N$ , en périodes  $T_1, T_2, T_3 \dots T_N$ .

La rentabilité d'un tel investissement est donnée par l'actualisation des revenus, et la comparaison du montant obtenu par ce calcul, avec la dépense initiale consentie. Pour suivre la formule traditionnelle, il s'agit de calculer :

$$V_{ActuelleNette} = VAN = \left[ \sum_{t=1}^{t=N} \frac{CF_t}{(1+i)^t} \right] - I_0$$

Dans cette formule réside tout le secret de l'influence de la politique monétaire sur l'évaluation des actifs et des projets d'investissement. Pour procéder à l'actualisation des flux entrants, en effet, on utilise un taux d'actualisation, qui dépend du taux d'intérêt en usage dans l'économie à la période considérée. Ainsi, lorsque le taux d'intérêt diminue artificiellement, sous le coup d'une expansion du crédit décidée par les autorités monétaires, les projets d'investissements deviennent mécaniquement plus rentables, ou, pire, deviennent rentables quand, dans des conditions normales du crédit, ils ne le seraient pas. Illustrons cela avec un exemple auquel pourrait être confronté le département *corporate banking* d'une banque européenne :

Supposons une entreprise fictive, Building International Ltd., établie en Europe, et agissant des les opérations habituelles de construction immobilière et de gestion de chantiers. Supposons la signature d'un contrat portant sur un chantier d'un ensemble résidentiel d'une valeur estimée de 10 millions d'euros. Le business plan et les données financières prévisionnelles indiquent des flux entrants de 1 million par an pendant un an. Le coût total du chantier est prévu à 9 millions d'euros et est encaissé en période  $T_0$ .

La banque en fait l'analyse, pour décider de la réponse à fournir au client. Du point de vue financier, et en prenant la VAN comme indicateur, on obtient :

$$VAN = 1\,000\,000 / (1+i) + 1\,000\,000 / (1+i)^2 \dots + 1\,000\,000 / (1+i)^{10} - 9\,000\,000$$

Considérons d'abord le cas d'un taux d'actualisation de 1%, qui correspondrait à un environnement économique dans lequel la politique monétaire a été très fortement assouplie. On obtient :

$$\begin{aligned}VAN &= 1\,000\,000 / (1 + 1\%) + 1\,000\,000 / (1+1\%)^2 \dots + 1\,000\,000 / (1+1\%)^{10} \\ &- 9\,000\,000 \\ &= 471\,116,06 \text{ EUR}\end{aligned}$$

Le projet génère donc un flux positif de ressources pour l'entreprise, à hauteur de 471 116,06 EUR.

Voyons maintenant comment évolue la Valeur Actualisée Nette en prenant cette fois-ci un taux d'actualisation à 3,5%, qui est un niveau courant au cours des dernières décennies.

$$\begin{aligned}VAN &= 1\,000\,000 / (1 + 3.5\%) + 1\,000\,000 / (1+3.5\%)^2 \dots + 1\,000\,000 / (1+3.5\%)^{10} \\ &- 9\,000\,000 \\ &= - 682\,856,77 \text{ EUR}\end{aligned}$$

Selon que le taux d'actualisation est de 1% ou de 3,5%, l'investissement est donc rentable ou non rentable. On comprend, avec cet exemple seul, les distorsions dans le jugement que peut produire l'expansion du crédit.

Autre outil couramment utilisé, le Taux de Rendement Interne (TRI) amène l'analyste aux mêmes fausses appréciations. Le TRI est le taux d'actualisation par lequel la somme actualisée des flux de liquidités entrants, ou cash-flows, est égale au montant du capital investi. En somme, il s'agit du taux d'actualisation pour lequel la VAN égale 0.

Schématiquement, on a :

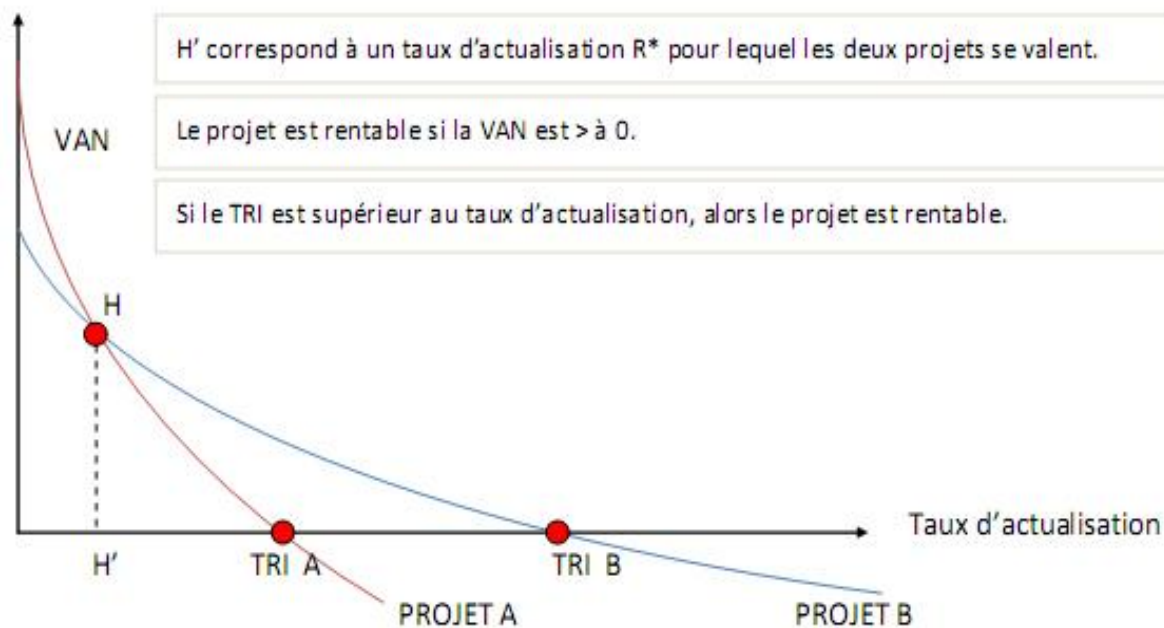


Illustration 3 :

*Le Taux de Rendement Interne d'un projet d'investissement*

Inutile de commenter de manière étendue ce graphique. Contentons-nous d'indiquer qu'une nouvelle fois, à mesure que les taux d'intérêts sont faibles, le taux de rendement interne augmente, ce qui indique une possible mauvaise appréciation du risque par les banques et les investisseurs.

Bien entendu, la rentabilité actualisée n'est pas la seule donnée, le seul paramètre, auquel l'analyste en banque prêtera attention. Plus globalement, il étudiera aussi avec attention les avoirs de l'entreprise, et la valorisation des différents postes du bilan. Voyons donc si, de ce point de vue là également, l'expansion artificielle du crédit provoquera une modification des résultats que cet analyste tirera de cette étude.

### 3. Caractère pro-cyclique de l'évaluation des actifs par les normes IAS-IFRS

L'évaluation des actifs présents à l'actif du bilan, notamment, doit nous intéresser. Et il s'avère que, quels que soient les actifs considérés, la tendance qu'induit une

expansion artificielle du crédit est d'accroître leur valeur de marché, pendant la période d'euphorie. Cela est particulièrement vrai des terrains et constructions, surtout pour le cycle économique de ces dernières années, où l'accroissement de la masse monétaire s'est principalement matérialisé par une envolée des prix immobiliers.

Du point de vue des actifs de l'entreprise, il est aussi très important de noter la difficulté supplémentaire qu'entraîne l'application des principes de valorisation contenus dans les normes dites IFRS (International Financial Reporting Standards).

Selon ces normes internationales, en usage depuis l'année 2005 pour toutes les sociétés cotées, les actifs doivent être valorisés selon leur « juste valeur ». Définie par la norme IAS 32 et la norme IFRS 13, cette notion signifie que les actifs doivent être valorisés au prix « pour lequel un actif pourrait être échangé, ou un passif éteint, entre parties bien informées, consentantes, et agissant dans des conditions de concurrence normale ». Il s'agit donc, en quelque sorte, d'une valeur de marché, dans des conditions optimales de marché.

L'impact sur la comptabilité des entreprises, et sur le *reporting* financier, tant en interne qu'en externe, a fait l'objet de nombreuses études, auxquelles nous ne ferons que renvoyer ici.<sup>20</sup>

Du point de vue de l'évaluation des risques par les banques et les sociétés financières, l'impact est également tout à fait perceptible. Parmi les critères d'évaluation d'une entreprise est la mise en rapport de ses dettes, par exemple, avec le montant de son actif global. Un tel calcul permet habituellement de jauger, même de manière non scientifique, de la capacité de l'entreprise à supporter ses dettes, ou à supporter, en particulier, la dette nouvelle qui va lui être éventuellement accordée. En offrant à l'analyste une valeur des actifs très largement surévaluée, les normes comptables IAS-IFRS flouent, même non délibérément, le signal fourni par cet indicateur.

---

<sup>20</sup> Colmant, Hubin, & Masquelier, 2007 ; voir aussi Carlier, Colmant, Dembour, Hubin, Jorissen & Van der Tas, 2010

Prenons un exemple. Considérons une entreprise propriétaire de son local commercial, d'une valeur comptable, selon la comptabilité française, de 750 000€. Nous savons que l'une des manifestations les plus perceptibles de l'expansion du crédit durant la période 2001-2007 fut la hausse soutenue et continue des prix de l'immobilier. Si donc nous étudions les comptes de cette entreprise, au cours de l'année 2006, nous observerons, au poste des immobilisations, une valeur prenant en compte la hausse générale du marché, et tout à fait illusoire eu égard à la véritable valeur de cette immobilisation.

Il est donc tout à fait envisageable que la banque soit également amenée à prendre davantage de risques vis-à-vis d'un client, par une surestimation de son patrimoine, causée par le boom artificiel du crédit et par l'intégration de celui-ci dans la comptabilité des entreprises, après l'instauration des normes IAS-IFRS.

Plus globalement, l'expansion artificielle incite la banque à prendre plus de risques, quels que soient les projets d'investissement qui lui sont proposés, et quel que soit le patrimoine des entreprises clients, comme nous allons le voir désormais.

#### 4. La quête de la rentabilité

La faiblesse de la rentabilité offerte par les produits dits « sans risque » (typiquement, bons du trésor), et par ceux de risque faible, comme les comptes épargne proposés par les banques commerciales, etc., peut inciter les banques, dans certaines conditions, à augmenter leur tolérance au risque pour obtenir un niveau de rentabilité similaire de l'épargne, ou du moins proche des niveaux précédents.

Cette réaction peut être due à plusieurs raisons.<sup>21</sup>

D'abord, cela peut être dû à la concurrence. Peu formés à la théorie économique, et souvent esclaves de leurs habitudes, les clients des banques auront le plus grand mal à accepter que la rémunération de leur compte épargne, par exemple, affiche, facialement,

---

<sup>21</sup> Sur ce point, voir : Brunnermeier, 2011

un taux si faible. On pourrait arguer que les banques pourraient toujours s'en remettre à l'affichage de conditions rémunératrices avantageuses, avec des mentions cachées permettant, dans la réalité, d'offrir un taux plus faible. Mais d'une part il est douteux que des pratiques objectivement malhonnêtes se répandent très loin au sein d'institutions dont la réputation est la principale richesse, et d'autre part, il n'existe aucune raison de penser que les arrangements marketing au niveau des tarifs, dans la mesure du tolérable, n'aient pas déjà été mis en place précédemment. Ainsi, tout porte à croire que la concurrence des banques, dans un environnement compliqué, où le moindre client est rare et précieux, invitera ces banques à accroître, même légèrement, le niveau de risque qu'elles admettent de supporter, pour ne pas avoir à répercuter sur leurs clients une baisse aussi drastique des conditions de rémunération de l'épargne.

Cela peut aussi être dû à des raisons contractuelles. Par exemple, dans le cas d'un fonds de pension, ou d'une banque, qui a promis contractuellement tel ou tel niveau de rentabilité, il est tout à fait imaginable qu'il ou qu'elle ait tendance à prendre davantage de risques pour continuer à offrir le taux de rentabilité promis.

L'expansion artificielle du crédit provoque aussi une augmentation de la valeur des actions cotées sur les différents indices, et fait diminuer, par le même mouvement, la volatilité, et donc également la mesure du risque.

Des raisons psychologiques ont aussi été évoquées. Campbell et Cochrane ont montré que l'aversion au risque des investisseurs diminue durant les périodes d'embellie, réelles ou fictives, pour la simple raison que leur consommation se portant à des niveaux plus élevés, et l'environnement économique général paraissant meilleur, ils sont plus portés à prendre des risques. Cela peut être vrai, pour les mêmes raisons, pour les banquiers. (Campbell & Cochrane, 1999)

## 5. Recommandations

Après une telle analyse, il pourrait sembler que les préconisations naîtront avec évidence de la condamnation des outils d'analyse évoqués dans cette partie. Pour autant,

il est important de séparer, et de séparer très nettement, l'usage normal de ces outils, des conséquences fâcheuses que peuvent avoir leur emploi dans des conditions viciées telles que celles de l'expansion monétaire.

L'évidence ne peut être tout à fait écartée, et l'analyse ici conduite ne peut que nous amener à reconsidérer la désirabilité de la politique monétaire accommodante. Des auteurs aussi perspicaces que Altunbas, Gambacorta et Marques-Ibanez, qui concluent dans leurs travaux que « l'excès de liquidité créée par une politique monétaire accommodante a pu encouragé les banques à augmenter leur position face au risque » et même que “de faibles niveaux de taux d'intérêt à court terme, sur une longue période de temps, ont contribué à l'augmentation de la prise de risque par les banques” (Altunbas, Gambacorta, & Marqués-Ibañez, 2010, p.5), en tirent eux des conclusions très peu satisfaisantes. Ils conseillent aux superviseurs d' « accroître leur vigilance durant les périodes d'expansion délibérée du crédit » (*Ibid.*), mais ne disent rien sur la désirabilité d'une telle expansion délibérée. Leurs superviseurs, leurs objectifs macro-prudentiels, et leur zèle réglementaire, ne sera d'aucune utilité, ou du moins un piètre rempart, si les déséquilibres en question sont imputables, en dernière analyse, à cette politique monétaire qu'ils s'interdisent de questionner frontalement.

Il faut donc, ou plutôt il faudrait, idéalement, conclure à la culpabilité de la politique monétaire dans la déstabilisation de la structure productive de l'économie, et dans les conséquences que cette déstabilisation ont eu, et peuvent encore avoir, sur la conjoncture économique des grands pays développés. Conclure à cette culpabilité, pour autant, ne peut être une démarche satisfaisante, étant donnés les objectifs de ce mémoire, et le cadre dans lequel il fut conçu, puis réalisé : un stage opérationnel dans une banque européenne.

Quelles sont donc les possibilité d'actions, pour les banques européennes, et pour les services de *Corporate Banking* en particulier, pour se parer contre les mauvais effets de l'expansion artificielle du crédit, ou pour limiter les dégâts qu'elle peut, voire qu'elle doit nécessairement causer sur leur activité, sur leur stabilité, et sur leur solvabilité ?



D'abord, il est impossible de rejeter complètement les outils d'analyse et d'évaluation traditionnels, pour estimer le degré de prise de risque de la banque. En revanche, il est possible, ayant pris conscience des biais qu'ils peuvent entraîner, d'accompagner leur utilisation d'un plus grand degré de scepticisme, et d'une meilleure étude des raisons pour lesquelles un projet est rentable, génère tel ou tel niveau de cash-flows, ou pour lesquelles des actifs sont valorisés à tel ou tel montant.

Cela signifie donc, et plus fondamentalement, que les banques doivent étudier consciencieusement les tendances générales des cycles économiques, et, partant des évolutions de la politique monétaire pour guider leur analyse, il est dans leur intérêt d'anticiper les phases d'expansion du crédit. Convaincus de l'instabilité fondamentale de ces phases, il leur faut prévoir d'avance une période de liquidation des projets non rentables dans des conditions pures de marché, quand l'expansion du crédit devenant intenable, les autorités monétaires auront reviré de bord et se seront mis à embrasser l'objectif d'un resserrement du crédit. Alors, peut-être, les banques pourront avancer dans leur activité d'un pas plus assuré. L'incertitude, à l'évidence, ne disparaîtra jamais, tant sur l'évolution des cycles économiques que sur la solvabilité des entreprises clientes ; mais du moins, la politique monétaire, cette source supplémentaire d'incertitudes et de déséquilibres, pourra être un danger plus modéré.

## CONCLUSION

Arrivant au terme de ce mémoire, nous pouvons en résumer les principales idées. En premier lieu, dans la partie consacrée à l'étude des sources bibliographique sur le sujet de la relation entre la politique monétaire et le risque bancaire, il a été montré que ces réflexions se sont affinées en suivant un développement long et graduel ; que ce n'est qu'assez tard dans l'histoire de la pensée économique, que la cause fondamentale, la politique monétaire, a été mobilisée pour l'explication de l'une de ses conséquences principales, à savoir les cycles économiques.

Dans la seconde partie, les arguments des économistes, raisonnant au niveau macro-économique, c'est-à-dire au niveau des grands équilibres, ont été présentés et des réponses ont été fournies aux diverses objections. La thèse de la neutralité de la monnaie, notamment, a fait l'objet d'une étude attentive, qui a montré que la monnaie n'est jamais, ne peut pas être : bien que le niveau "global" des prix évolue bien en fonction de la masse monétaire, et suit ses tendances, il est faux de croire qu'ici s'achève les effets de l'accroissement monétaire : l'expansion du crédit provoque, quand et si elle est fictive, ou artificielle, c'est-à-dire quand elle ne repose pas sur une épargne constituée, des distorsions dans la répartition des richesses, et amène à un certain redéploiement des cartes, selon la place occupée par chaque agent économique dans le circuit économique général.

Dans la troisième partie, enfin, l'analyse a été portée dans une toute autre perspective : au lieu d'étudier les relations au niveau des grandes variables économiques, cette troisième partie s'est intéressée à l'évaluation des risques par les banques et les investisseurs, pour connaître les raisons éventuelles de leurs erreurs d'appréciation quant à ces risques. Le résultat de cette partie a été que les modalités traditionnelles d'évaluation des actifs et des projets d'investissement, si conduite dans des conditions d'expansion artificielle du crédit, produit nécessairement des résultats erronés, tendant à

faire croire à l'entrepreneur qu'il dispose d'une disposition meilleure à rentabiliser ses investissements, et à la banque qu'elle court de faibles risques en accordant une ligne de crédit à ce client, sur la base de ce projet d'investissement.

Cette dernière partie a finalement répondu à la problématique initiale, et a montré en quoi la relation entre la politique monétaire et la prise de risque par les banques était bien réelle. Cette relation, instructive à bien des égards, mériterait certainement des études plus approfondies. Certains grands métiers de la banque, comme la banque d'investissement ou les opérations de haut de bilan, pourraient également être éclairés par une analyse spécifique que nous avons volontairement refusé de mener dans ce mémoire. Alors seulement, munis d'une meilleure connaissance des implications ultimes de la politique monétaire, nous pourrions anticiper pleinement ses conséquences.





## BIBLIOGRAPHIE

Acharya V. & Naqvi H. (2010), « The seeds of a crisis : A theory of bank liquidity and risk-taking over the Business Cycle », NYU Working Paper, Fin-10-012, October

Adrian T. & Shin H.S. (2009a), “Money, Liquidity, and Monetary Policy”, *American Economic Review*, Vol. 99, No.2, pp.600-605

Adrian T. & Shin S.H. (2009b) “Financial Intermediation and Monetary Economics”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No.398

Allen F. & Gale D., « Bubbles and crises », *The Economic Journal*, 110, p.236-255, 2000

Altunbas Y., Gambacorta L., & Marqués-Ibañez D. (2010), « Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking ? », Working Paper Series, No 1166, March

Altunbas Y., Gambacorta L., & Marqués-Ibañez D. (2012), « Do Bank Characteristics Influence the Effect of Monetary Policy on Bank Risk ? », Working Paper Series, No 1427, March

Artus P. (2013), « La politique monétaire va être partout très expansionniste : quels effets sur les prix des actifs ? », *Revue Banque*, N°762

Barro R. et Gordon D.B. (1987), « Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy », *Journal of Monetary Economics*, n° 12

Borio C., & Zhu H. (2008), “Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?”, *Bank for International Settlements Working Paper*, No. 268, 2008

Borio C., Furfine C., & Lowe P. (2001), « Procyclicality of the Financial System and Financial Stability : Issues and Policy Options », BIS Papers, No.1

Brunnermeier M.K. (2011), *Asset pricing under asymmetric information-bubbles, crashes, technical analysis and herding*, Oxford University Press

Cambell J.Y. & Cochrane J. (1999), “By Force of Habit: A Consumption-based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior”, *Journal of Political Economy*, Vol. 107, pp.205-251

Cantillon R. (1959), *Essay on the Nature of Trade in General*, Frank Cass & Co., 1959

Carlier T., Colmant B., Dembour P., Hubin J.-F., Jorissen A., & Van der Tas L. (2010), *IFRS en de financiële crisis*, Maklu

Colmant B., Hubin J.-F., & Masquelier F. (2007), *Application des normes comptables IAS 32, IAS 39 et IFRS 7*, Larcier

Drumetz F. & Verdelhan A. (1997), “Règle de Taylor: présentation, application, limites”, *Bulletin de la Banque de France*, n°45, septembre

Drummont H. (1826), *Elementary propositions on the currency*, London

Ehrmann M., Gambacorta L., Pagés Martinez J., Sevestre P., & Worms A. (2003), « The Effects of Monetary Policy in the Euro Area », *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.19, No.1, pp.58-72

Faure E. (1977), *La banqueroute de Law*, Gallimard

Fisher I. (1933), “The Debt Deflation Theory of Great Depressions”, *Econometrica*, pp.337-357

Friedman M. (1970), *The Counter-Revolution in Monetary Policy*, London, Institute of Economic Affairs

G. Dell’Ariccia, D. Igan, L. Laeven, « Credit Booms and Lending Standards : Evidence from the Subprime Mortgage Market », CEPR Discussion Papers No.668, 2008

Hayek F.A. (1935), *Prices and Production*, 2<sup>nd</sup> edition, London: Routledge

Huerta de Soto J. (2009), *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*, 3rd edition, Ludwig von Mises Institute

Jensen M. & Meckling W. (1976), « Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs, and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360

Jevons W.S. (1875), *Influence of the Sun-Spot Period on the Price of Corn*, London

Joplin T. (1823), *Outlines of a system of political economy*, London

Keynes J.M. (1936), *Théorie Générale de l’Emploi, de l’Intérêt et la Monnaie*, Macmillan

Keys B., Mukherjee T., Seru A., V. Vig (2010), « Did Securitizations Lead to Lax Screening ? Evidence from Subprime Loans 2001-2006 », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 125, 1, pp.307-362

Maddaloni, A., Peydro J.L., & Scopel S. (2008), « Does Monetary Policy Affect Bank Credit Standards? Evidence from the Euro Area Bank Lending Survey », ECB Working Papers Series

Malbranque B. (2011), « Création monétaire, expansion de crédit et cycles économiques », *Revue économique de l’Université de Chongqing (Chine)*



Mises L. von (1990), *Money, method and the market process*, Praxeology Press of the Ludwig von Mises Institute

Oresme N. (1989), *Traité des monnaies*, La Manufacture

Patinkin D. (1987), « Neutrality of money », *The New Palgrave : A Dictionary of Economics*, v. 3, pp.639-644

Ravier A. & Lewin P. (2012) « The Subprime Crisis », *Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 15, No 1, Spring, pp.45-74

Rist C. (1966), *History of Monetary and Credit Theory from John Law to the present day*, Augustus M. Kelley Publishers

Rostovtseff M.I. (1989), *Histoire économique et sociale du monde hellénistique*, Robert Laffont

Schumpeter J.A. (2004), *Histoire de l'analyse économique*, Tome I, Gallimard

Viner J. (1965), « The “Currency School” – Banking School” Controversy », in *Studies in the Theory of International Trade*, New York: Harper and Brothers

Voltaire (1827), *Œuvres complètes de Voltaire*, Tome 1

Woods T. (2009), *Meltdown. A Free-Market Look at Why the Stock Market Collapsed, the Economy Tanked, and Government Bailouts Will Make Things Worse*, Regnery Publishers





## SOMMAIRE

Introduction	p. 7
<b>Partie 1 : Etude de la littérature</b>	p. 12
1) Analyse historique	p. 12
2) Littérature récente	p.18
<b>Partie 2 : Etude macro-économique de la relation entre politique monétaire et risque bancaire</b>	p.22
1) Structure institutionnelle de la monnaie	p. 23
2) Les outils de la politique monétaire	p. 25
3) Les canaux de transmission de la politique monétaire	p. 28
4) Neutralité et non-neutralité de la monnaie	p. 29
5) Les anticipations rationnelles des agents et les effets de la politique monétaire	p. 31
<b>Partie 3 : La transmission réelle du risque</b>	p. 33
1) La prise de risque et les profits dans des conditions normales de marché	p. 33
2) Evaluation des risques par les banques dans le cadre d'une expansion artificielle du crédit	p.34
3) Évaluation des actifs de l'entreprise	p. 37
4) La quête de la rentabilité	p. 40
5) Recommandations	p. 41
<b>Conclusion</b>	p. 44
Bibliographie	p. 48



## **TABLE DES ILLUSTRATIONS**

Illustration 1 : L'évolution des taux directeurs en Europe et aux USA	p. 23
Illustration 2 : Comparaison entre la politique monétaire menée en Europe et le niveau de référence fourni par la règle de Taylor	p. 26
Illustration 3 : Le Taux de Rendement Interne d'un projet d'investissement	p. 37

