

# LE « QUANTITATIVE EASING » PALLIATIF AUX MÉTHODES TRADITIONNELLES DE RELANCE ÉCONOMIQUE - L'EXPÉRIENCE LIBANAISE

**Rizkallah FREIFER**

*Professeur à la FGM  
Université Saint-Joseph de Beyrouth  
rizkallah.freifer@usj.edu.lb*

« L'auteur adresse ses vifs remerciements à Mlle Nicole Hérou - Master Finance, FGM - pour sa précieuse contribution aux recherches dans la partie internationale de l'article »

## RÉSUMÉ

Le « quantitative easing » ou « assouplissement financier » est une technique assez connue par les Etats qui ont souvent recours à ses habiletés financières notamment en période de stagnation ou de récession économique.

Les autorités monétaires s'y réfèrent grâce à des opérations de swap entre la Banque centrale d'une part et les banques commerciales, les institutions financières voire les grandes entreprises d'autre part, souvent en quête de solutions aux problèmes financiers qui se posent à l'ensemble du marché. Ces ingénieries financières se rapportent à l'utilisation d'instruments financiers non conventionnels qui influenceraient l'ensemble du circuit économique et aideraient de la sorte les acteurs économiques à sortir du marasme dans lequel pourrait stagner un pays.

---

\* L'auteur de cette étude tient à noter que les ouvrages concernant le « quantitative easing » sont très peu nombreux bien que la littérature y relative est assez développée dans des publications d'articles sur internet ou dans certaines revues spécialisées.

Il a fallu puiser dans le vif et sur le terrain notamment dans le cas libanais pour arriver à recenser la qualification « in concreto » de la notion d'assouplissement financier d'autant qu'au niveau libanais les autorités monétaires en ont eu recours lors de la dernière période afin de sauvegarder aussi bien l'économie que les finances et la monnaie locale.

Cette notion dite d'exception doit dans son sens étymologique recourir nécessairement à des structures et montages financiers non traditionnels qu'on peut qualifier de « ponctuels » bien que ses effets peuvent s'étendre dans le temps. Son principal objectif est de réguler une situation économique déstabilisante.

**Mots-clés:** Quantitative easing, assouplissement financier, ingénierie financière, marasme économique, instruments financiers non conventionnels, consommation, investissement.

## **ABSTRACT**

« Quantitative easing » is a technique well-known by governments who often resort to its financial capacities especially during periods of stagnation and economic recession.

Monetary authorities use this tool through swap operations between the central Bank and its counterparts such as commercial banks, financial institutions, even corporations with high financial capacity who are often in search of solutions to the financial risks facing the entire market.

The financial engineering undertaken by the Central bank refers to the use of unconventional financial instruments that would influence the whole economic circuit and in return would help the economic actors to emerge from the slump that could stagnate a country.

**Keywords:** quantitative easing, financial engineering, economic slump, unconventional financial instruments, consumption, investment.

## **INTRODUCTION**

L'objet de cette étude est de démontrer l'intérêt des autorités monétaires à recourir à des méthodes non conventionnelles dans le sauvetage de l'économie d'un Etat par le biais d'un assouplissement financier qu'utilise une Banque centrale avec ses agents économiques notamment les banques commerciales, les institutions financières ou même les entreprises. Ceci se fait grâce à des techniques à caractère monétaire et économique où l'enjeu de l'utilisation de nouveaux instruments financiers considérés comme non conventionnels pourrait influencer l'ensemble d'un circuit économique et créerait un phénomène d'osmose entre toutes les composantes économiques d'un Etat qui leur permet de reprendre du souffle quant à une relance économique. Les Etats ont souvent recours en période de crise économique au « quantitative easing » ou « assouplissement financier » appelé aussi ingénierie financière en recourant à des pratiques financières assez sophistiquées afin de sortir le pays d'un marasme qui risquerait de peser lourd sur l'ensemble des acteurs productifs d'un Etat. Les pays avancés comme le Japon, les Etats-Unis, la Grande Bretagne, ceux de la zone euro ou des pays émergents, ou même en développement ont, à plus d'une reprise, eu recours aux différentes méthodes proposées par le « quantitative easing » afin de relancer leurs économies<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Il est certain que beaucoup d'Etats ont eu recours à cette technique. Reste à différencier les mécanismes utilisés dans l'un ou l'autre de ces Etats dans la mesure où chacun bénéficie d'une certaine spécificité

## **1. LES CARACTÉRISTIQUES DU « QUANTITATIVE EASING » (QE) OU ASSOULISSEMENT FINANCIER**

Le terme « quantitative easing » désigne un type de politique monétaire dit « non conventionnel » consistant pour une Banque centrale à racheter massivement des titres de dettes aux acteurs financiers, notamment des bons de trésor ou des obligations d'entreprises, et, dans certaines circonstances, des titres adossés à des actifs comme des titres hypothécaires ou des nantissements.

Le but étant de stimuler la consommation et l'investissement tout en évitant les phénomènes d'inflation et de déflation.

Les Banques centrales, gardiennes de la politique monétaire des Etats, ont recours à ce genre de pratique dans des circonstances économiques souvent difficiles qui risqueraient de nuire aux différents secteurs productifs du pays (bancaires, financiers, industriels, commerciaux et autres<sup>2</sup>).

### **1.1 Technique de l'opération**

En général, après accord du ministère des finances (le Trésor public pour certains Etats) la Banque centrale crée une grande quantité de monnaie en augmentant tout simplement son propre bilan. La Banque centrale utilise cette monnaie disponible pour racheter des actifs financiers, en grande majorité des obligations d'Etat détenues par les banques, les compagnies d'assurance, les fonds de pension, ou toutes autres institutions privées ou publiques à même d'émettre des titres.

Comme la quantité de ces actifs est fixée et que la demande pour ces actifs s'accroît, leur prix augmente et de ce fait leur rendement baisse. Ce qui les rend moins attractifs pour les investisseurs. Les vendeurs qui ont cédé leurs actifs ont ainsi tendance à réinvestir la monnaie qu'ils ont reçue de la Banque centrale vers d'autres types d'actifs plus rentables, comme les obligations d'entreprises et les actions. Ainsi, les entreprises financières (banques, compagnies d'assurance et fonds de pension) sont plus incitées à prêter aux entreprises non financières et aux ménages. Ceci devrait faire baisser les taux d'intérêt et les coûts de l'emprunt, relancer le crédit, l'investissement, la consommation, et in fine stimuler l'économie.

---

propre à son régime économique et à ses réglementations en vigueur. Les techniques utilisées ne sont donc pratiquement pas les mêmes bien que l'idée maîtresse reste celle d'une ingénierie financière appropriée à une situation économique déterminée caractérisée par le maintien d'une stabilité monétaire et assurant une relance de l'économie en tenant compte des particularités de chaque Etat.

D'où le recours à des méthodes non conventionnelles veut dire que les méthodes traditionnelles deviennent inopérantes.

2 Le quantitative easing (QE), c'est quoi ? [www.captaineconomics.fr/le-quantitative-easing-qe-cest-quoi](http://www.captaineconomics.fr/le-quantitative-easing-qe-cest-quoi)

**Le « quantitative » easing (QE), comme on peut l'entendre parfois, n'induit pas nécessairement à la création de nouveaux billets de banques. Il ne s'agit pas non plus de subventionner les banques.**

Le (QE) sert davantage à soutenir les entreprises qui veulent investir et emprunter auprès des banques. Il permet aussi de relancer le crédit des ménages et les inciter à consommer en garantissant des taux d'intérêt bas.

En fait sans l'intervention d'un (QE), la quantité de monnaie dans l'économie pourrait être trop faible. Pour cela, la Banque centrale a recours à l'achat massif des titres de dettes aux différents acteurs financiers ainsi que d'autres titres de « bonne qualité » se trouvant sur le marché financier (investment grade) émis par l'Etat et des institutions privées afin d'injecter plus de liquidité sur les marchés et de faciliter aux acteurs financiers plus particulièrement aux banques, l'octroi de crédits tout en facilitant les transactions commerciales sur le marché. Ceci éviterait une stagnation qui peut entraîner à une inflation, voire une déflation et par conséquent déstabiliser l'ensemble des secteurs économiques dans un pays.

Alors que dans les pays où la monnaie locale est rattachée à une monnaie forte, le rachat massif opéré par la Banque centrale porte sur des titres de différents acteurs économiques mais essentiellement de l'Etat (ou Trésor Public), des banques, des sociétés d'assurance, des sociétés financières ou intermédiaires détentrices de titres émis soit sur le marché local, soit sur le marché de l'Eurobond, soit sur des marchés financiers internationaux. L'objectif est de réaliser des placements et assurer une rentabilité notamment à moyen et (ou) long terme<sup>3</sup>. En fait et plus particulièrement, le (QE) est utilisé dans une situation de « trappe à liquidité », c'est-à-dire quand les taux directeurs sont déjà très bas et qu'ils ne parviennent plus à assurer une hausse des prix suffisante.

L'« assouplissement financier » viserait ainsi à accroître la quantité de monnaie en circulation pour relancer l'économie et maintenir l'inflation à un niveau acceptable afin d'éviter tout risque de déflation.

Cette technique de « quantitative easing » permet ainsi d'effectuer des opérations de refinancement à long terme. Autrement dit en améliorant les conditions d'accès de refinancement pour les banques commerciales, les Banques centrales continuent de stimuler la création de crédit, alors qu'en même temps elles maintiennent la réduction de leurs taux directeurs<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> A moins que les opérations ne soient à court terme, on se retrouve alors dans l'hypothèse d'effet spéculatif des transactions financières.

<sup>4</sup> A moins qu'elles ne veuillent pomper plus de liquidité se trouvant dans les banques, elles peuvent hausser leurs taux d'intérêt en contrepartie de remise de titres à long terme non escomptables tout au long de l'échéance qui peut s'étendre à 10, 15, 20 ans ou même aller jusqu'à 30 ans.

## 1.2 Les différents canaux de transmission du « quantitative easing » (QE)

La Banque centrale en faisant appel aux méthodes non conventionnelles recourt souvent à des canaux de transmission (taux d'intérêt, crédit bancaire, choix du portefeuille, accélérateur financier, etc...) qui permettent d'une façon ou d'une autre d'encourager les marchés et d'inciter les acteurs économiques et notamment les institutions financières à bénéficier des effets de cet assouplissement financier.

Ces canaux de transmission sont assez diversifiés. On peut par conséquent en noter plus d'un :

- **Le canal du taux d'intérêt** : la Banque centrale, en achetant des titres publics, cherche à faire baisser directement les taux de moyen et long terme. La baisse des taux d'intérêt des dettes souveraines doit favoriser la réduction de tous les autres taux du marché.
- **Le canal du crédit bancaire** : les banques récupèrent de la liquidité en échange des titres souverains. Cette liquidité supplémentaire peut les encourager à accorder de nouveaux prêts. D'autant plus que la qualité de leur bilan s'améliore ; ce qui leur permet d'emprunter à des taux plus bas et où les primes de risque diminuent.
- **Le canal du choix du portefeuille** : les achats massifs de titres prévus dans le (QE) entraînent une augmentation du prix de ces actifs et mécaniquement une baisse des rendements des titres souverains (le prix de ces actifs est inversement corrélé à leur rendement). Les achats massifs de titres entraînent également une augmentation du prix des autres actifs : les vendeurs de titres souverains se retrouvent avec des liquidités qu'ils peuvent utiliser pour acheter d'autres actifs substituables disposant d'un meilleur rendement, comme la bourse, l'immobilier ou les actifs étrangers.
- **L'effet de richesse** : les agents non financiers détenant des actifs qui prennent de la valeur (actions, immobilier ou autres actifs réalisant des plus-values) bénéficient d'un effet de richesse et peuvent alors consommer plus.
- **Le canal d'accélérateur financier** : les agents peuvent aussi obtenir plus facilement un crédit avec l'augmentation de la valeur de leur garantie.
- **Le canal de la confiance** : si les agents économiques estiment que le (QE) est une politique efficace, l'annonce d'un tel assouplissement doit stimuler la confiance des consommateurs et des entreprises ; ce qui doit les conduire à augmenter leurs dépenses. La confiance peut également générer une augmentation des prix des actifs, une baisse des primes de risque, ainsi qu'une hausse de l'inflation anticipée (ce qui diminue le taux d'intérêt réel).
- **L'effet de signal** : l'annonce d'un (QE) indique que la politique monétaire est plus accommodante et que les taux directeurs resteront faibles pendant une longue période au moins jusqu'à la fin de l'opération de l'assouplissement financier (c'est la politique de « forward guidance »). Vu que les taux à long terme reflètent les anticipations des taux futurs à court terme, l'annonce du (QE) doit entraîner une baisse des taux à long terme.

- **Le canal du taux de change** : le (QE) pourrait entraîner une dépréciation de la monnaie (phénomène inflationniste), soit par l'augmentation de la masse monétaire (effet purement monétariste), soit par un effet de choix du portefeuille<sup>5</sup>. Ces canaux de transmission peuvent être entrepris indépendamment ou cumulativement suivant la situation économique, financière et monétaire d'un Etat.

## 2. LE DÉCLENCHEMENT DU « QUANTITATIVE EASING »

### 2.1 - Situation économique en détresse

Dans les pays avancés – notamment en Europe, en Grande Bretagne ou aux Etats-Unis - où les indices sont considérés comme pointus et précis, le « quantitative easing » est utilisé quand les Banques centrales font face à une situation exceptionnelle dans laquelle celles-ci n'arrivent pas à accomplir leur principale mission : le maintien d'un taux d'inflation proche de 2% (conforme à une stabilité monétaire fixée par les politiques économiques des Etats). Cette situation reflète les limites des instruments monétaires conventionnels et leur incapacité à relancer la demande de crédits, même avec des taux directeurs proches de 0%. Cette situation est appelée comme on l'a cité auparavant « trappe à liquidité ». Elle se caractérise par des taux directeurs qui sont au plus bas mais une inflation qui stagne, voire diminue. Dans cette situation, les outils traditionnels se révèlent donc inefficaces : une baisse supplémentaire des taux a peu de chance d'être efficace, car les opportunités d'investissement sont trop peu nombreuses (avec les taux bas, les rendements sont également à la baisse).

Ainsi sans hausse du crédit bancaire, l'activité économique stagne, de même que l'inflation. Avec le « quantitative easing », la Banque centrale cherche donc à augmenter la quantité de monnaie en circulation afin d'inciter le secteur bancaire à prêter davantage dans l'économie et à faire activer tous les autres acteurs économiques.

### 2.2 Le mécanisme adopté en général

L'assouplissement quantitatif est une forme de création monétaire, mais ciblée vers les marchés financiers. Dans le cadre du QE, la Banque centrale se met à acheter des actifs financiers sur les marchés (bons du trésor, obligations d'entreprise, et dans certaines circonstances des titres adossés à des actifs tels que des titres hypothécaires et des nantissements).

---

<sup>5</sup> Le rachat des titres de dettes publiques des pays de la zone euro, par exemple, fait baisser leurs rendements. Les investisseurs se rabattent alors vers des titres hors zone euro, plus rémunérateurs, souvent libellés en dollars. La demande pour le dollar augmente, ce qui entraîne une dépréciation de l'euro par rapport au dollar. Cette dépréciation permet de stimuler les exportations et de créer de l'inflation sur les produits importés.

La Banque centrale achète ces titres à divers investisseurs, créant un surcroît de demande pour ces titres et entraînant donc leur renchérissement<sup>6</sup>.

Ce faisant, les investisseurs participent à la relance de l'économie ; ce qui est le but recherché.

Plus largement, la théorie du « quantitative easing » se fonde sur l'activation de différents leviers ou canaux de transmission du QE comme celui du crédit bancaire, du rééquilibrage des portefeuilles (l'abondance de liquidités permet de diversifier leurs portefeuilles d'actifs lesquels voient leurs prix monter ; ce qui crée un effet de richesse), du taux de change (dépréciation de la monnaie due à l'expansion monétaire mais aussi aux achats accrus d'actifs étrangers ; ce qui facilite les exportations), d'effet d'attention (la Banque centrale envoie aux marchés le signal que sa politique est et restera « accommodante », c'est-à-dire que les taux directeurs resteront bas sur une longue période ; ce qui est favorable aux échanges), d'effet de richesse (résultant du rééquilibrage de portefeuille), d'effet de liquidité (injection rapide de liquidité dans le système financier).

Le « quantitative easing » permet ainsi de faire baisser les taux publics, ce qui diminue la charge des intérêts à rembourser pour les Etats et leur permet de disposer de plus de ressources fiscales. Le fait aussi que la Banque centrale soit prêteuse en dernier ressort apporte plus de sérénité sur le marché de la dette et évite des situations d'emballlement préjudiciables.

### **L'intérêt du recours au quantitative easing**

Pour augmenter la masse monétaire en circulation, la Banque centrale dispose d'un outil conventionnel : le taux directeur. En période de crise, une banque centrale baisse son taux directeur, ce qui fait baisser les taux sur le marché interbancaire et fait diminuer le taux auquel les entreprises peuvent emprunter. Lorsque le taux baisse, les entreprises investissent davantage, ce qui permet de relancer la croissance.

Mais avec les crises financières qui ont secoué plus d'un Etat, l'outil du « quantitative easing » semble assurer des résultats d'équilibre et de relance de l'économie.

Peut-être pour cette raison les Banques centrales de nombreux pays ont utilisé cette technique non conventionnelle ? Il est en effet possible pour une banque de baisser son taux directeur, mais assez logiquement, une fois que ce taux est à 0% ou très proche, il est impossible de le baisser davantage.

Le « Quantitative easing » est donc une politique de dernier recours qui permet aux Banques centrales d'augmenter la masse monétaire en choisissant d'accroître leurs réserves. On peut dire que c'est une solution de dernier

---

<sup>6</sup> S'agissant d'obligations, si leur prix monte, leur rendement va baisser ce qui va inciter les investisseurs par exemple à rechercher d'autres placements plus rémunérateurs. Une banque commerciale peut ainsi trouver plus avantageux de prêter à des entreprises ou à des particuliers que d'acheter des obligations d'Etat ou des bons du Trésor.

recours car c'est une option qui n'est choisie que lorsque les autres méthodes sont inefficaces.

Mais comment cela fonctionne-t-il exactement ?

Un processus est évidemment nécessaire quant à la concrétisation de cette opération qui se déroule en fait en quatre étapes :

- En accord avec le Trésor, la Banque centrale émet de la monnaie. Cette monnaie n'est pas créée physiquement, **il s'agit simplement d'une ligne de crédit sur le compte de la Banque centrale.**
- Pour injecter cet argent fraîchement créé, la Banque centrale achète des bons souverains aux institutions financières (banques, compagnies d'assurances, fonds de pension ou autres...).
- Les banques se retrouvent donc avec davantage de cash, qui peut ainsi être prêté plus facilement aux entreprises et ménages, dans le but de booster l'investissement et la consommation.
- Une fois la croissance retrouvée grâce à la hausse de l'investissement et de la consommation, la Banque centrale doit en théorie vendre les bons souverains précédemment achetés (ou bien attendre que les bons arrivent à maturité), **et détruire la monnaie qui a été créée scripturale en grande partie.** Si l'intervention est totalement stérilisée, la monnaie créée au moment de la crise pour booster l'investissement doit être détruite pour éviter les pressions inflationnistes<sup>7</sup>.

<sup>7 8</sup> A cela faut-il noter certains risques que le « quantitative easing » peut représenter pour une économie tels :

a- La mise en place d'un « QE » agirait de façon quasi instantanée sur les acteurs économiques. Il relancerait la croissance et écarterait le risque de déflation. Cette vision est problématique car elle postule implicitement que seule la Banque centrale peut « sauver » la situation. Elle conduit donc à décharger de leurs responsabilités les autres acteurs de la politique économique (gouvernements, banques commerciales et autres institutions financières) et accroît donc le risque d'inaction de ces derniers. Pourtant, un consensus relativement fort existe sur le fait que la politique monétaire a vocation, dans ces circonstances, à « acheter du temps ».

b- Dans l'exemple de la Banque centrale européenne, le « QE » a pris deux formes :

1. le rachat d'actifs risqués privés (ABS...) ou publics (dettes des pays du « Sud ») etc...
2. le rachat d'actifs publics sans risque (dette allemande par exemple).

Dans le premier cas, l'opération aura pour conséquence de faire baisser les primes de risque sur les actifs achetés. Dans le second cas, elle pousserait à la baisse des taux obligataires déjà très bas et resserrerait également les primes de risque (la nouvelle liquidité pourrait en effet être utilisée pour acheter des actifs risqués comme cela a été constaté dans les pays mettant en place le QE).

Dans les deux cas, l'opération peut donc se solder par une incitation pour les investisseurs à rechercher des rendements sur des actifs de plus en plus risqués. Des lors, le QE peut mener à la formation de bulles d'actifs, dont la croissance poserait de sérieux problèmes de stabilité financière.

c- Lorsque l'on évoque le (QE), la question de la qualité du bilan de la Banque centrale est rarement posée. Pourtant, il s'agit là d'un point d'importance : au fur et à mesure de la crise, les Banques centrales sont devenues, des « investisseurs en dernier ressort » en prenant en portefeuille des actifs non désirés par les autres acteurs économiques. En fait les risques de taux (si les taux longs montent, une cession peut entraîner une perte financière) et de change (si la monnaie locale s'apprécie pour les banques disposant d'importants volumes d'actifs en devises) sont concrets : en effet, le BCE applique les règles de la comptabilité privée, ce qui signifie que toute perte en capital impliquerait une recapitalisation de la part des Etats. Ceci pose immédiatement la question de l'indépendance de l'institution face au pouvoir politique en cas de crise.

Plusieurs économistes contestent la pertinence de ces règles et indiquent que, contrairement aux autres acteurs, le passif d'une banque centrale (notamment les billets...) n'est point réellement exigible.

### 3. LES EXPÉRIENCES DES ETATS QUI ONT EU RECOURS AU « QUANTITATIVE EASING »

Des Etats même industrialisés ont eu recours à différentes techniques du « quantitative easing ». La question qui vient à l'esprit dans cette hypothèse se pose au niveau des effets d'un assouplissement financier sur l'économie réelle d'un Etat ?

S'il est difficile d'anticiper précisément quels seraient les effets sur l'économie réelle d'un quantitative easing (QE) à l'européenne, l'expérience des pays ayant déjà pratiqué cette politique (Japon, Royaume-Uni, Etats-Unis) fournit quelques résultats importants.

Tout d'abord, le risque inflationniste d'une telle politique et son impact sur la croissance semblent tous deux limités. Ensuite, ses effets redistributifs sont à considérer : la hausse des prix des actifs découlant du (QE) bénéficierait avant tout aux investisseurs les plus aisés compte tenu de la ventilation du patrimoine. Son efficacité suppose ainsi une forte ampleur.

#### 3.1 L'expérience japonaise

Depuis 1997 le Japon a connu une situation monétaire caractérisée par un phénomène déflationniste<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Phénomène de baisse générale des prix constatée sur une période suffisamment longue. Elle représente la conséquence d'une demande globale qui reste insuffisante à absorber la quantité de biens et services produits par l'économie. Les périodes de déflation sont peu fréquentes contrairement à l'inflation (phénomène opposé).

En fait le terme déflation pourrait désigner aussi les mesures prises par un gouvernement pour lutter contre l'inflation et le déséquilibre du commerce extérieur par la restriction de la demande et la réduction de la masse monétaire en circulation tel l'encadrement de crédits, la baisse des dépenses publiques, l'augmentation des impôts. Ces mesures ont pratiquement été appliquées dans les années 1920-1930...

L'effet de la déflation est néfaste pour les entreprises puisqu'elle constitue une baisse de leur marge car elles ne peuvent réduire leurs coûts aussi vite que la baisse de l'activité.

Bref, pour l'économie en général, la déflation est une période de ralentissement de l'activité et d'augmentation du chômage, avec le risque d'instauration d'un cercle vicieux de déflation - spirale déflationniste -.

Elle est pénalisante pour tous les agents économiques endettés (Etats, entreprises, particuliers) qui voient la valeur de leur dette restée constante en valeur nominale et augmentée en valeur réelle par rapport à leur activité comme le PIB, le chiffre d'affaires, le pouvoir d'achat...

Pour ne citer que quelques périodes de déflations :

- a- à la fin du XIX siècle, notamment à cause d'une croissance modérée de la masse monétaire et à d'importants progrès technologiques : tels l'électricité, le transport...
- b- la grande dépression des années 30 après le krach boursier de 1929 et à la grave crise économique qui s'ensuivit.
- c- le Japon dans les années 1990 et 2000, après l'éclatement de la bulle spéculative de la bourse et de l'immobilier en 1991 et la proximité des pays émergents d'Asie qui ont fait baisser les coûts de production.

La Banque Centrale du Japon ayant décidé début 2000 de baisser le taux d'intérêt à 0%, a adopté en Mars 2001, une politique d'assouplissement quantitatif pour tenter d'accroître la masse de liquidité sur le marché afin de sortir de l'impasse déflationniste.

Mais une semaine plus tard la Banque de Japon a renoncé officiellement au principe de l'assouplissement quantitatif (quantitative easing), les prix ayant augmenté pendant trois mois d'affilée, vu la conjoncture économique assez étroite, à l'époque, du système nippon.

### **3.2 L'expérience anglaise**

Le Royaume-Uni a utilisé la technique du « quantitative easing » lorsque les taux d'intérêt nominaux à court terme étaient proches de 0%. En 2008 alors que l'Angleterre a eu recours à ce levier, le taux officiel de la Banque d'Angleterre se positionnait à 0.5%. C'était donc une des raisons majeures de recourir à l'assouplissement quantitatif qui a démarré en mars 2009.

La Banque d'Angleterre a acheté six mois durant jusqu'en Septembre de la même année quelques 165 milliards de pounds aux institutions financières du pays et un nombre assez important de créances de qualité élevée émises par les entreprises anglaises et celles résidentes sur le territoire anglais. Ce montant fut porté à 375 milliards de £.

Evidemment et malgré les taux d'intérêt réduits, les acquisitions de ces titres par la Banque d'Angleterre continuent à être négociées et payés à échéances à leurs arrivées à maturité et souvent rachetés de nouveau.

Ce phénomène à cadence répétitive constitue une continuation d'injection permanente de liquidité sur les marchés mais évidemment contrôlée par la Banque d'Angleterre afin d'éviter les phénomènes d'inflation et de déflation qui risquent d'être provoqués sur les marchés.

### **3.3 L'expérience américaine**

Afin de réactiver et de relancer l'accroissement de l'activité économique américaine, la Fed a décidé en Novembre 2010 d'acheter des titres détenus par les institutions financières américaines en sus d'autres titres de qualité détenus par différents acteurs économiques notamment d'entreprises de grande envergure et des multinationales à hauteur de plus de 600 millions de US\$.

Cette politique qualifiée de « quantitative easing » fut décidée par la Fed afin de faire éviter aux institutions financières et autres une crise d'insolvabilité de dettes qui aurait provoqué une déflation et notamment un blocage total du marché interbancaire.

Ce dernier était menacé d'être gelé surtout que les banques ne se prêtaient plus entre elles.

L'injection de liquidités, du fait de cette opération de swap à caractère d'assouplissement financier, a donné un grand souffle au système bancaire et aux différentes institutions financières de même qu'aux acteurs économiques qui

étaient au bord de l'essoufflement voire de l'étouffement.

Mais cette politique de « quantitative easing » entreprise par la Fed ayant fait passer le bilan de cette dernière de 800 milliards à plus de 4000 milliards de US\$ faisait craindre aux banques la détention par la Fed de masses de billets de banques dont la valeur risquait de ne plus être fiable. Bien que cette technique ait été critiquée par certains économistes qui accusaient la Fed de prolonger trop longtemps sa politique de « planche à billets » n'empêche qu'elle a été prolongée par deux fois supplémentaires.

D'où le grand intérêt de cette mesure.

### 3.4 L'expérience récente de la zone euro

En 2015 lors de la crise de la dette dans la zone euro<sup>9</sup>, la Banque centrale européenne (BCE) et à la demande de plusieurs institutions financières ainsi que de grandes entreprises européennes, a entrepris une opération d'assouplissement financier dans le but de contrer les spéculations sur les taux des obligations finançant les dettes souveraines et ceci suite à une menace d'une déflation qui pointait sérieusement à l'horizon. Mais pour ce faire et afin de biaiser une législation européenne interdisant l'usage du financement monétaire par l'acquisition de dettes publiques, la BCE s'est empressée de racheter des dettes publiques sur des marchés secondaires au-delà du rachat de titres adossés à des actifs qui déjà étaient soumis sur les marchés financiers. Ce qui a permis de relancer l'économie européenne.

### 3.5 L'expérience de l'assouplissement financier en Grande Bretagne

La technique de la « quantitative easing » a été mise en place au Royaume Uni en 2008. La Banque centrale d'Angleterre a pris la décision d'amplifier les mesures de soutien à l'économie.

Le taux officiel de la Banque d'Angleterre était de 0.5% et malgré ce taux d'intérêt proche de zéro, ce pays a eu recours au « QE ».

En effet, « une inflation basse et stable est une condition nécessaire mais pas suffisante de la prospérité ». C'est pour cette raison que le ministre Britannique des Finances à l'époque, « Georges Osborne », a annoncé la nécessité de recourir à des instruments monétaires non conventionnels pour soutenir davantage l'économie. Durant ce programme, la banque d'Angleterre a consacré 375 milliards de livres (320 milliards d'euros) pour l'achat d'emprunt de l'Etat en vue de favoriser l'économie. Cependant, Georges Osborne annonce que la croissance britannique ne devrait

---

9 - « An early assesment of (QE) »; Berkmen, S. Pelin et A. Jolst, in FMI, country report N° 15/205  
Juillet 2015

-How can it works? On the impact of (QE) in the Eurozone”;

Tamborini, Roberto & Francesco Saraceno; OFCE, document de travail 2016

- « The European Central Bank's (QE) : A new hope » CESIFO, working paper, N° 5946, Juin 2016

- “Banque centrale européenne : d'une légitimité de crise à une crise de légitimité » A. Fabre ; in  
Regards sur l'économie allemande ; bulletin économique du CIRAC, 116-117.

pas dépasser 0,6% au cours de l'année et que la Banque centrale devrait conserver un objectif d'inflation de 2% par an.

Or, même si la Banque d'Angleterre n'augmente plus ses achats, le programme a continué ses effets puisqu'à mesure que les titres arrivent à maturité la Banque d'Angleterre en rachète de nouveaux.

Ainsi, le gouverneur de la Banque d'Angleterre « Mark Carney », a annoncé une augmentation jusqu'à 70 milliards de livres sterling (82 milliards d'euros) du fait du programme d'assouplissement quantitatif pour le porter à 445 milliards de livres.

Il a mis en place en 2009 « l'Asset Purchase Facility » qui est un programme d'achats de titres concentré principalement sur des titres souverains britanniques et des obligations d'entreprises.

Ce qui a conduit la banque d'Angleterre à se lancer dans un programme de rachat d'obligations d'entreprises et mettre en place un système de soutien aux banques à hauteur de 100 milliards de livres pour qu'elles puissent continuer à prêter.

Les résultats de ces procédures ont donc permis :

- de booster le PIB britannique de 0,18 point et de relever le taux d'inflation de 0,3 point
- de renforcer la livre sterling de 1,5% face au dollar et à l'euro.

Ce qui fait que le recours au Quantitative Easing par le Royaume- Uni a été une mesure efficace qui a permis de soutenir et d'améliorer l'économie de ce pays.

### **3.6 L'expérience libanaise**

Les expériences du « quantitative easing », vécues par certains pays industrialisés et dont les résultats étaient concluants pour leurs économies, ont été reprises sous une forme ou une autre par des pays émergents voire en développement.

Les techniques variées que les Etats ont utilisées (en fonction de leur structure économique ou financière) supposent la possibilité pour ces derniers de se soumettre aux conditionnalités proposées par les Banques centrales puisque ce sont celles qui ont la totale capacité de recourir à des méthodes dites non conventionnelles afin de sauver une structure économique dégradante d'un Etat.

Le Liban vit depuis déjà plus d'un an l'expérience inédite du « quantitative easing » auquel la BDL devait impérativement recourir vu la situation critique de l'économie libanaise dont les effets pervers auraient pu entraîner le pays à des phénomènes inflationnistes, déflationnistes, de dépréciation de la monnaie jusqu'à un chaos économique total.

Toutefois pour que ces opérations dites non conventionnelles puissent réaliser pleinement leurs effets jusqu'à atteindre un niveau de croissance économique jugé satisfaisant par les agences internationales de notation, faudrait-il que le gouvernement puisse répondre à certaines conditionnalités exigées par la BDL : telles les réformes, l'aménagement de l'infrastructure, la réduction des dépenses, des dettes et du service de la dette, la non parution des législations

contraignantes aux finances de l'Etat en période de transition, autant de contingences qui éviteraient de rendre le « quantitative easing » inopérant.

### **3.6.1 Une avant-première en matière d'assouplissement financier s'est produite au Liban vers la fin du premier semestre 2016.**

Cette opération peut être structurée en trois périodes :

#### En amont : La conjoncture économique à la veille de l'ingénierie financière adoptée par la BDL

Suite à plus de deux ans de vacance présidentielle, une certaine paralysie institutionnelle avait marqué le paysage libanais, alourdi par une crise régionale devenant pratiquement alarmante ; ce qui a contraint les autorités monétaires du pays à prendre certaines mesures qualifiées de pressantes afin de maintenir dans une large mesure une stabilité économique en situation précaire. D'autant que cette conjoncture s'était aggravée par un immobilisme dans les remises et les transferts de fonds des expatriés et des ressortissants arabes qui peinaient déjà de crises politico-économiques dans leurs Etats de résidence respectifs, en sus d'un ralentissement notable des dépôts et des crédits bancaires au niveau des banques libanaises.

A cela s'ajoutait un déficit de la balance des paiements à hauteur de 1,7 Milliards de US\$ jusqu'à fin Mai 2016, de même qu'une baisse substantielle des réserves en devises à la BDL. Au-delà d'une décroissance assez angoissante des dépôts bancaires<sup>10</sup> (à 0.9% sur les quatre premiers mois de 2016) due notamment à la baisse des remises et à la chute continue des prix du brut.

Alors que la Banque Mondiale et le Fonds monétaire international pressaient le gouverneur de la BDL de trouver des solutions rapides afin d'éviter une chute brutale des devises auprès de la Banque Centrale qui risquerait de se répercuter indéniablement sur l'ensemble du secteur économique et agirait négativement sur le coût de la monnaie locale et le taux de change.

Ce qui, en fait, a incité le gouverneur de la Banque Centrale à prendre certaines mesures urgentes à caractère monétaire et financier afin de remédier à cette situation économique alarmante qui risquerait de se dégrader subitement. Il a ainsi eu recours à une technique d'ingénierie financière appropriée au « Quantitative Easing » ou « assouplissement financier » qui est venue atténuer l'impact négatif de ce glissement économique.

#### Le recours à l'ingénierie financière, une des modalités du « Quantitative Easing » ou « assouplissement financier »

Le montage financier qualifié d'« ingénierie financière » a été mis en place vers la fin du second semestre de 2016. L'objectif principal de cette opération était de rehausser les actifs en devises étrangères auprès de la BDL et de

---

<sup>10</sup> La Banque Mondiale a estimé qu'en début Mai 2016, les remises des expatriés libanais avaient enregistré 7.16 Milliards US\$ en 2015 et ont marqué une baisse de 3,3% par rapport à 2014 et de 11,4% par rapport à 2013.

fournir la liquidité nécessaire au soutien des bilans des banques de même qu'au financement des secteurs privé et public<sup>11</sup>.

#### En aval : les résultats obtenus à travers cette opération

Dans sa note sur le Liban en 2016, l'agence Standard & Poors (S&P) souligne que le rythme de croissance des dépôts a été ralenti de 11,5% fin 2010 à 5,2% en 2015 en raison de la guerre en Syrie et d'une contraction économique dans les pays du Golfe et que ce dernier facteur – comme nous le constatons actuellement suite aux événements des pays de cette région – pourrait peser davantage dans les mois à venir.

Par conséquent l'« ingénierie financière » entreprise par la BDL et inspirée du « quantitative easing », avec des constituantes appropriées au secteur bancaire libanais et à l'économie libanaise, a été bénéfique pour le pays et aurait créé des avantages incontestables aux différents secteurs productifs.

<sup>11</sup> Les étapes de la réalisation de cette opération au niveau libanais étaient les suivantes :

\*étape 1 : fin Mai 2016, échange d'une dette en LBP par une dette en US\$ entre la BDL et le Ministère des finances.

La BDL a remplacé pour 2 Milliards de US\$ en bons de Trésor au Ministère des finances que la BDL avait précédemment souscrit en contrepartie de remise d'eurobonds et devises nouvellement émis par elle. Le Trésor public avait expliqué à l'époque que cette **opération de swap** lui a permis de réduire les intérêts moyens versés sur cette dette de 7.5% à 6.5% et d'en allonger la maturité de 2 ans (7.5% pour la LBP et 6.5% pour les eurobonds).

\*étape 2 : la BDL a fait appel aux banques libanaises qui seraient intéressées par cette opération bénéficiant d'un certain avantage sur les intérêts servis dans ce procédé de swap.

En fait la BDL a cédé les deux milliards d'eurobonds qu'elle a échangés avec le Trésor public en plus des certificats de dépôts qu'elle détenait dans son portefeuille – l'opération étant estimée entre 1 et 3 Mds de US\$ – tout en rachetant des banques commerciales un montant équivalent (3 à 5 Mds de US\$) de bons de trésor en LBP à leur prix d'émission quelques soient leurs dates de maturité (jusqu'à 15 ans pour certaines banques) au-delà d'un remboursement par la BDL de la moitié des bénéfices que les banques pouvaient en tirer sur les années à venir – et ceci avec un paiement progressif des intérêts jusqu'à une période de 3 ans.

Les résultats de ces opérations de swap avec les avantages des intérêts qu'auraient engrangés les parties de l'opération sont les suivants :

- les banques participantes auraient réalisé un profit entre 1 et 2 Mds US\$
- la BDL a bénéficié d'un profit équivalent
- le plan d'ingénierie financière a été réalisé sans aucun coût car la BDL n'a pas augmenté les taux d'intérêt de même qu'elle n'a infligé aucune contrainte aux parties à ce montage
- au total ces opérations ont porté – en écriture scripturale - sur un montant supérieur à 12 Mds de US\$ - toutes opérations confondues de swap – soit plus de 20% du PIB

Cette opération a été publiée dans un rapport établi par la banque américaine Citibank (Août 2016) et citée à la même période par la « Lebanon this week » de la Byblos Bank.

On peut par conséquent noter les avantages suivants :

- L'augmentation des réserves en devises de la BDL a atteint un record historique. Les avoirs en devises de la BDL totalisent du fait de cette ingénierie 40,7 Mds US\$ fin Août 2016 en hausse pratiquement de 4 Mds US\$ par rapport à fin Avril 2016 (soit le mois précédent les échanges de titres) et de 1,9 Mds US\$ par rapport à fin Août 2015.
- De ce qui précède il fallait rassurer en premier lieu les institutions internationales telles la BM et le FMI de la solidité de la masse de devises étrangères à la BDL, de la stabilité du taux de change, du maintien des activités des banques et des crédits assurés aux entreprises et aux particuliers et par conséquent – malgré la situation aléatoire des pays arabes – de relancer la croissance économique du pays. C'est ce qui fut fait suite aux différentes techniques d'ingénierie financière entreprises par la BDL.
- Une partie des bénéfices réalisés par les banques devait servir à l'amélioration de leurs bilans et à leur préparation aux nouvelles règles de provisionnement de créances prévues par la norme internationale de traitement comptable des instruments financiers IFRS9 qu'elles devront appliquer à partir de 2018<sup>12</sup>.  
Ainsi cette opération a permis aux banques participantes de réaliser des gains de l'ordre de 1 à 2 Mds US\$ - comme cité précédemment - et a constitué un impact positif sur leur rentabilité suite aux baisses consécutives des ratios de rendement ayant eu lieu les dernières années. Cela a permis par conséquent de consolider le bilan des banques et de renforcer leur capacité à aborder d'éventuels chocs en cas de dégradation de la situation locale ou régionale.
- Une autre forme de disponibilité financière qu'a connu le secteur bancaire comme sous-jacente de l'assouplissement financier fût l'augmentation des dépôts bancaires notamment en devises via des transferts de l'étranger à des comptes ouverts auprès des banques libanaises

---

12 a- IFRS : international financial reporting standard

b- IFRS9 : understanding financial instruments and their accounting for more streamline implementation –more rational application.

c- En effet une partie des gains générés par les banques de par cette opération sera consacrée à la mise en place de cette norme (Voir circulaire N° 428 du gouverneur de la BDL en date du 25 Juin 2016). La norme IFRS9 ou l'International Financial Reporting Standard promulguée par l'International Accounting Standards Board (IASB) le 24 Juillet 2014 vient remplacer « l'IAS39, financial instruments ; accounting and valuation ».

La norme inclut des dispositions sur la comptabilisation, l'évaluation, la dépréciation et la comptabilité de couverture générale.

Cette nouvelle publication d'IFRS9, contient de nouvelles dispositions sur la comptabilisation des passifs financiers et des dispositions reportées d'IAS39 sur la dé-comptabilisation des actifs et des passifs financiers L'idée de l'IFRS9 est de permettre l'adoption anticipée de l'obligation de présenter les variations de la juste valeur des passifs financiers désignés comme étant à la juste valeur par le biais du résultat et attribuables au risque de crédit propre à l'entité dans les autres éléments du résultat global.

participantes à l'« ingénierie financière » ou leurs filiales à l'étranger, voire même des tiers qui auraient transféré des sommes d'argent importantes de l'étranger vers des comptes bancaires ouverts en leurs noms et auraient bénéficié des privilèges de taux d'intérêt servis<sup>13</sup>.

- Les retombées – positives certes – de cette ingénierie ont permis d'améliorer le coût d'endettement du Trésor Public en entraînant une baisse des taux d'intérêt servis sur la monnaie nationale, de même qu'une baisse des intérêts des eurobonds sur les marchés seconds et ceci suite à la recommandation de certaines instances financières internationales faites aux investisseurs tant qu'institutionnels que privés, d'investir dans les eurobonds à « émission libanaise » suite à l'opération de la « quantitative easing » entreprise par la BDL.

Cet assouplissement financier a donc aidé au renflouement des réserves en devises de la BDL et a permis à la balance de paiement de redevenir excédentaire (de quelques 555 millions de US\$ fin Septembre 2016). Cette technique a de même facilité la baisse des coûts d'emprunt de l'Etat et a incité à la relance de la croissance des dépôts bancaires (à 2,5% sur la période suivant l'ingénierie). Ceci engrangerait une liquidité supplémentaire qui va permettre aux banques d'augmenter leurs crédits en livres libanaises sur le marché libanais. Ce qui fut fait massivement, renforçant ainsi la crédibilité et la fiabilité de la livre libanaise de même que le rehaussement des crédits aux entreprises et aux particuliers en monnaie locale.

Toutefois plus d'une question ont été posées à ce niveau et que l'agence Moody's en a fait référence en se demandant si le secteur économique – dans toutes ses composantes – pourra absorber autant de liquidité, ou bien celles-ci seront-elles dédiées à l'achat de titres de dette publique en livres libanaises au-delà des risques posés par un excès éventuel de liquidités.

En fait toute la liquidité réalisée de par l'opération d'assouplissement financier n'a été transférée aux banques et par suite injectée sur le marché qu'à hauteur ne dépassant pas les 50% et le reste a été placé sous forme de dépôts auprès de la BDL. Ces 50 autres pour cent ont été répartis dans différentes banques suivant leurs tailles et leurs participations respectives à l'opération où un compte spécial est détenu dans chacune d'elles sur lequel l'Etat libanais pourrait emprunter à un

<sup>13</sup> A la fin Juin 2016 les dépôts dans le secteur bancaire ont augmenté de 4,1% en glissement annuel à 154,7 milliards de US\$, alors qu'à la fin Avril de la même année, leur rythme de croissance sur un an était de 3,7%.

Pour ce qui est des dépôts des non-résidents, leur croissance sur un an est passée de 1,5% fin Avril 2016 à 1,6% fin Juin 2016 (à 32,2 milliards de US\$);

« What's the BDL been up to and what does it mean for international investors, in Lebanon Economics & Strategy View » ; F. Soussa, L. El-Costa, N. Sunil Citi Research Economics; 16 August 2016.

taux de 5% pour une période de 5 ans ; ce taux étant inférieur de 2 points à celui du marché normal des crédits<sup>14</sup>.

Cette opération de « quantitative easing » ne peut résoudre des problèmes économiques ou de finances publiques ainsi qu'un accroissement de flux financiers que si la conditionnalité des critères spécifiques trouve au moins un début de solution : un assainissement politique qui permettrait une relance économique de pair avec les plans de réaménagements d'infrastructure comme l'électricité, l'eau, les déchets, les voies routières et tant de projets en étude qui reposeraient sur les BOT, les PPP de certains services publics et qui nécessiteraient une réactivation.

Sans oublier évidemment l'application stricte de la loi du budget de 2017, et les justifications des comptes budgétaires antérieurs. A cela faudrait-il ajouter les incitations économiques et fiscales pour les remises et transferts de fonds de l'étranger de même que la facilité de leurs placements et de leurs investissements sur le marché libanais. Tout ceci devrait être accompagné d'une éradication de la corruption à plus d'un niveau dans l'Etat.

### **3.6.2 Les nouvelles mesures de la BDL entreprises en Juin 2017 constituent-elles un prolongement à l'ingénierie financière de Juin 2016 ?**

Avec le vote de la loi sur le relèvement des traitements des salaires et le vote d'un budget alourdi d'impôts et de taxes, le risque d'excédent de liquidité en livres libanaises devient plus élevé et pourrait créer une perturbation tant économique que financière (inflation, chute du taux de change, perturbation du marché...) du fait d'une certaine morosité qui constitue un risque effarant sur l'ensemble des secteurs productifs au-delà d'une chute de remises de fonds de l'étranger. Cela est certes dû à la situation politique et militaire qui prévaut jusqu'à ce jour dans la région et qui, d'une façon ou d'une autre, affecte l'ensemble des activités économiques.

Le gouverneur de la BDL s'étant tracé un objectif principal, celui de la stabilisation de la livre libanaise. De ce fait il n'a pas manqué durant toutes les périodes de ses mandats successifs à chercher les meilleurs moyens à mettre en œuvre en matière de sécurité financière afin de maintenir la stabilisation et la consolidation de la livre libanaise, l'augmentation de la croissance économique, l'activation des marchés financiers et leur intégration dans le circuit économique tant local qu'international; de même que de redonner confiance aux investisseurs étrangers et libanais émigrés dans la solidité et la capacité des banques libanaises quant à la gestion des dépôts, à la conversion

---

<sup>14</sup> Selon des sources bancaires et des estimations basées sur le taux de croissance des prêts au cours du second semestre 2016 et pratiquement au premier semestre 2017 les banques pourraient prêter au secteur privé plus de cinq milliards de LBP en sus de quelques milliards qui viendraient alimenter le compte spécial pour financer le secteur public. Il ne devrait par conséquent pas y avoir d'excès de liquidité pouvant perturber les marchés.

des devises placées en livres libanaises, leur reconversion ainsi que le rapatriement des fonds en capital et intérêts vers l'étranger.

Toutefois et afin d'anticiper l'effroyable phénomène de relèvement des traitements et salaires et des nouvelles impositions prévues et leurs répercussions sur l'économie, sur la masse monétaire, sur les réserves en devises à la BDL et surtout de limiter un phénomène inflationniste qui pourrait être galopant et par suite entraîner le pays vers une crise de dépréciation de la livre libanaise, le gouverneur semble avoir recours à de nouvelles techniques de la « quantitative easing » (QE) afin de stabiliser la situation économique et de préserver le marché de certains effets pervers.

En effet il a décidé en Juin 2017 de relever les taux d'intérêt **des dépôts à long terme** effectués auprès de la BDL par les banques commerciales.

Contrairement aux titres de dettes publiques, ces instruments financiers ont un avantage pour l'ensemble du secteur économique de **n'être ni liquides ni escomptables** (autrement l'opération n'aura aucun intérêt quant à la stabilité de la livre et quant au maintien des dépôts en devises à la BDL).

Afin de motiver les banques à augmenter leurs dépôts, la BDL a proposé à celles intéressées par ces instruments d'appliquer une hausse de 0,5 point de pourcentage sur la rémunération de leurs nouveaux apports en US\$ (à 4,5-5% selon des maturités comprises entre 7 et 15 ans) et de 1 point (à 7,5-8%) et à des échéances allant jusqu'à 30 ans pour les mêmes montants déposés en livres libanaises.

L'objectif à atteindre dans ce nouveau montage financier est de pouvoir pomper toutes les liquidités disponibles sur le marché pour que la BDL puisse hausser son bilan en devises et inverser la courbe de la balance des paiements<sup>15</sup>. En effet depuis déjà deux ans l'économie libanaise est confrontée à une érosion des entrées de capitaux en devises, liée notamment à la situation régionale, comme déjà cité, et à la chute des prix du pétrole qui affectent directement le solde de la balance des paiements et la capacité de la BDL à défendre la parité monétaire à travers ses réserves en devises.

Le gouverneur de la BDL a, dans cette opération, eu recours à une technique différente, voire opposée, à celle utilisée il y a un an lors de l'« ingénierie financière » par laquelle la BDL avait cédé plus de treize milliards de US\$ de titres de dette publique en devises à des banques libanaises et leur avait racheté des obligations publiques en livres libanaises pour un montant équivalent à taux d'escompte de 0%.

Mais vu la situation économique relativement endémique, les effets générés par l'« ingénierie financière » devaient impérativement être réduits en partie du fait que fin Mai 2017 les avoirs en devises de la BDL ont accusé une certaine baisse, de même que la balance des paiements aurait enregistré un déficit de 358 millions de US\$ sur les cinq premiers mois de 2017 – phénomène considéré

<sup>15</sup> Selon une source informée auprès de la BDL ; Voir p. 5, Economie, l'Orient-le-Jour du Lundi 24 Juillet 2017.

comme normal dû au marasme économique quasi-continu qui règne sur le marché libanais – mais qui ne devrait pas prendre son cours à long terme vu la conjoncture économique dans la région qui continue à peser sur l'économie libanaise.<sup>16</sup>

Ce marasme sur le marché libanais nécessitait encore une fois de plus de nouvelles interventions de la BDL qui ne pouvait nullement rester neutre à l'échelle monétaire du fait qu'elles entraîneraient dans son sillage aussi bien l'ensemble de l'économie que les finances. C'est pour cette raison que la BDL a décidé récemment de relever les taux d'intérêt des dépôts à long terme effectués auprès d'elle par les banques commerciales.

Evidemment cette opération n'est pas du même type que celle de l'« ingénierie financière » entreprise par la BDL en juin 2016. Les banques commerciales sont conscientes que cette nouvelle opération n'a pas été menée comme la précédente pour éviter une fuite de devises mais « pour maintenir l'attractivité de la place libanaise ». En fait c'est que la majorité des intérêts des dépôts à la BDL en monnaie locale permettra à cette dernière, en sus de maintenir un différentiel de taux favorable entre la livre libanaise et le dollar américain, de neutraliser une partie de l'excès de liquidité en livres des banques ayant participé à l'« ingénierie financière ».

---

<sup>16</sup> Pour des raisons politiques considérées comme inhérentes à certaines institutions financières certaines d'elles ont fait prévaloir l'hypothèse que des banques ayant participé à l'opération ont généré des revenus immédiats totalisant cinq milliards de US\$ et ont proposé à certains de leurs clients à fort potentiel financier des taux relativement élevés sur leurs dépôts d'argent frais à court terme. Reste que l'avantage dont ils ont bénéficié était conditionné par le rapatriement de fonds placés à l'étranger dans leurs comptes auprès de banques libanaises. Ce qui à notre avis a reconforté encore plus les banques libanaises en fait de rentrée de devises et qu'une grande partie de ces devises devait être placée auprès de leurs comptes à la BDL. Ce qui a surtout consolidé les réserves en devises de la BDL et a reconforté les instances financières internationales comme le FMI et la BM sur la situation monétaire et financière du pays.

D'autre part et pour répliquer à certaines critiques sur la sortie de ces fonds à échéances, faut-il rappeler que les placements contractés en devises auprès des banques commerciales sont à long terme et qu'entre temps les banques commerciales et la BDL auraient consolidé leurs portefeuilles en devises ; ce qui a été bénéfique pour un secteur clé de l'économie libanaise, de même qu'à la BDL du fait qu'une grande partie de ces fonds aurait été placée pour compte à la BDL et partant consoliderait les avoirs en devises de cette dernière. Cette opération avait ainsi pour finalité la relance économique du pays.

Toutefois et bien que le surplus d'injection de liquidités en livres libanaises auprès des banques commerciales risquerait, d'après certains financiers, d'avoir des effets pervers, n'empêche qu'elle a permis à ces dernières de prêter à leurs clients et aux consommateurs en monnaie locale tout en redonnant confiance aussi bien aux prêteurs (les banques) qu'aux emprunteurs (clients et consommateurs).

Dans ce genre de politiques monétaires et financières qui constituent un complément à un assouplissement financier, on ne peut que noter des conséquences positives sur le marché économique. Plutôt que de recourir aux méthodes classiques de relèvement de taux d'intérêt qui risqueraient fort probablement en temps de crise d'aller vers un blocage du cycle commercial et n'atteindraient certes pas un assouplissement financier escompté dans une structure complexe et harmonisée. Il vaut mieux par conséquent épuiser tous les recours aux techniques du « quantitative easing » afin de réaliser dans les meilleures conditions une situation de sauvetage de l'économie dans toutes ses ramifications sans être cloisonnée dans des méthodes conventionnelles.

Les effets escomptés de cette dernière opération sur les actifs en devises de la BDL ont augmenté pour le seul mois de Juin (2017) de 2,3 milliards de US\$ pour poursuivre l'ascendance des réserves à la BDL et atteindre 42,6 milliards de US\$ à la mi-Juillet 2017<sup>17</sup>.

Dans le sillage de cette opération, certains établissements financiers ont été plus agressifs et ont profité de ce dispositif financier pour répercuter la même hausse des taux sur les nouveaux apports en devises de leurs clients à grand portefeuille afin d'augmenter leurs dépôts, voire le volume d'avoirs déposables à long terme à la BDL<sup>18</sup>.

Ainsi Les opérations dérivées et sous-jacentes du « quantitative easing » ne sont pas limitées dans le temps. Elles peuvent prendre des formes variées à caractère monétaire et financier tant que l'économie d'un pays est sous pression de facteurs endogènes ou exagérés qui risqueraient de déstabiliser l'ordre financier établi. Au niveau libanais, et loin des surenchères politiques, les dernières opérations de swap entreprises par la BDL en Août 2017 sont venues renforcer la politique monétaire et financière de l'Etat, et reconforter aussi bien les banques, les institutions financières que leurs clients, les agents économiques voire les consommateurs. Un risque inflationniste ou déflationniste aurait stagné le marché et créerait une récession qui aurait ankylosé toute activité économique dans le pays<sup>19</sup>.

17 La dette publique au Liban a atteint 76,7 milliards de dollars fin mai 2017, en hausse de 7,3% en glissement annuel.

La dette en livres libanaises a représenté 61,3% de ce total, à 47 milliards de dollars (+10,7%) tandis que la dette en devises s'est élevée à 29,7 milliards de dollars (72,3%).

Fin mai 2017, la dette en livres étant détenue à 45,7% par les banques commerciales, suivie par la Banque centrale (39,2%) et par les agences publiques et les institutions financières (15,1%).

La dette en devises était détenue à 92,7 par les titulaires d'eurobonds, des prêts privés étrangers et des bons de Trésor spéciaux émis en devises (Voir « le Commerce du Levant » N° 5691 ; Août 2017 ; p. 13).

18 Certaines banques auraient critiqué ce comportement puisqu'elles pourraient supposer que l'opération bénéficierait aux gros clients et non pas aux clients à dépôts normaux. Pour elles cela suppose une distorsion du marché financier.

Peut-être qu'une consolidation de portefeuille à l'intérieur d'une banque aurait été une issue à la participation à ces bénéfices. Mais s'agit-il de pouvoir techniquement et fonctionnellement consolider de tels portefeuilles...

19 Ce faisant la BDL avait proposé aux banques commerciales la souscription en bons de trésor – ou la reconduction pour celles qui en détiennent – pour une période de 5 ans à taux d'intérêt servi à 7% au-delà d'un taux supplémentaire de 2% remboursable à terme mais que les banques devraient l'utiliser pour la souscription en bons de trésor en livres libanaises émis par l'Etat libanais avec un taux d'intérêt fixé à 7%.

Ce mécanisme augmenterait ainsi d'une part la masse monétaire en devises auprès de la BDL et assurerait un surplus de liquidité à terme au Trésor Public qui devraient combler les exigences financières incombant à l'Etat suite au relèvement des salaires de la fonction publique et au service ou à une partie de l'initial de la dette publique qui va en crescendo d'année en année.

Ces opérations d'« assouplissement financier » ont anticipé des prévisions de l'agence Moody's qui a dégradé en Août 2017 la note souveraine du Liban de B2 à B3, tout en relevant sa perspective de « négative » à « stable ». Avec le B3, Moody's se serait alignée sur Fitch et Standard & Poor's où cette annotation correspond à un B- pour ces deux dernières.

Selon Moody's – dans son rapport fin Août 2017 – la hausse continue de la dette publique au Liban devrait atteindre 140% du PIB en 2018 contre 121% en 2011, si l'Etat ne parviendrait pas à contrôler ses dépenses et réduire son déficit budgétaire. Ce dernier a atteint un niveau record en 2016, à 4,94 milliards de dollars (+ 25,1% en un an) ; en Juin 2017 la dette publique avait atteint 76,1 milliards de dollars (+ 4,9% en un an et +

Ce montage financier permettrait de l'avis de plus d'un financier de maintenir la parité et de « répercuter » en douceur et « de manière circonscrite la hausse des taux d'intérêt sur le dollar américain qui inévitablement influencerait l'ensemble des marchés notamment ceux qui ont leurs monnaies indexées au dollar comme c'est le cas du Liban<sup>20</sup>.

Ainsi et conformément aux dispositions relatives au Code de la Monnaie et du Crédit qui régit la mission de la Banque centrale (BDL), cette dernière détient la fonction essentielle de réglementer la politique monétaire et celle du crédit, de même que d'établir des réglementations concernant les opérations de la Banque centrale, à savoir, la sauvegarde de la monnaie libanaise, la stabilité économique, le maintien du caractère sain du système bancaire et le développement du marché

---

2,1% depuis fin 2016).

*La note de Moody's précise qu'elle relèvera la note souveraine du Liban si ses autorités parviennent à réduire durablement sa dette publique ainsi que le déficit de sa balance courante. Par conséquent, si la BDL n'aurait pas intervenu intensément sur le marché par le recours aux différentes techniques monétaires et financières exercées sur le marché, les conséquences de cette situation économique dégradante se seraient répercutées sur le taux de change de la livre libanaise.*

*Reste que dans tous les cas de figure concernant le déficit public, il ne semble pas que les nouvelles mesures fiscales qui doivent financer plus de 795 millions de dollars que coûterait le relèvement de la grille des salaires suffiraient à réduire le déficit budgétaire du moins pour les deux années 2017 et 2018, tant que les réformes fondamentales et structurelles ne sont pas encore entamées.*

*Par conséquent le seuil effet positif dans cette configuration budgétaire déficitaire serait l'impact de la hausse des dépôts qui aurait permis de compenser le déficit de la balance courante - qui sert à mesurer l'ensemble des transactions économiques d'un pays avec le monde - et gonfler les réserves en devises de la BDL.*

*Selon certaines agences de notation internationale dont Moody's, le Liban aurait besoin d'une augmentation de dépôts bancaires de l'ordre de 9 milliards de dollars pour l'année 2017 - vu la lourdeur de la dette publique et le surplus de financement de la grille des salaires. Cette augmentation de dépôt est nécessaire pour que le pays puisse assurer une stabilité financière - tout en rappelant que les dépôts ont déjà augmenté de 5,5 milliards de dollars à fin Juin 2017 (à 167,7 milliards de dollars, soit + 8,5% en un an).*

*En fait la dynamique actuelle des dépôts est en grande partie liée aux opérations d'ingénierie financière lancées par la BDL entre Juin 2016 et Juillet 2017, qui comme déjà cité, a échangé plusieurs milliards de dollars de titres négociables de dette publique en devises tout en rachetant aux banques commerciales des obligations publiques pour un montant équivalent.*

*Ces opérations d'assouplissement financier à caractère successif ont eu pour effet d'accroître et de consolider la capacité financière de tout le système économique et le ralliement des institutions bancaires libanaises à la réactivation du marché libanais dans la limite de prudence gérée par la BDL.*

*Reste que les opérations de « quantitative easing » peuvent être répétitives à caractères et cadences différents tant que la situation économique le requiert.*

<sup>20</sup> Une hausse globale des taux d'intérêt, dans le sillage du resserrement monétaire entamé depuis décembre 2015 par la FED américaine, ne manquerait pas d'exercer des pressions sur le coût de l'endettement de l'Etat libanais (alors que la dette publique brute a atteint 76,7 milliards de US\$ fin Mai 2017 en hausse de 7,3% sur un an) et celui des crédits, handicapant par conséquent la volonté affichée par les pouvoirs publics de soutenir l'activité économique. Hypothèse écartée par la BDL. Cette dernière a même souligné que les opérations à caractère non conventionnel menées par elle avaient permis au pays d'éviter des situations financières et économiques pratiquement irréversibles comme cela a été le cas dans certains pays de la région d'Amérique du Sud.

Toutefois et vu la conjoncture économique internationale et régionale, la question qui se pose est celle de savoir si des capitaux extérieurs à court terme handicapant les déplacements des flux monétaires entre les Etats afflueraient vers le Liban et pourraient-ils être appelés à bénéficier des avantages comparatifs que leur offre la BDL... Evidemment c'est la loi du marché financier et le contrôle de la BDL de même que la collaboration de cette dernière avec les banques qui décident de l'intérêt de pénétration sur le marché de tels flux financiers.

monétaire et financier. A cela faut-il ajouter la coopération entre la Banque centrale et l'Etat, la stabilité des changes et l'engagement d'entreprendre les actions nécessaires sur la liquidité bancaire et le volume du crédit<sup>21</sup>.

Par conséquent on ne peut que constater la régularité des décisions prises par la BDL dans l'opération de sauvetage aussi bien économique que financier en recourant à plus d'une ingénierie et de méthodes non conventionnelles dans le but de stabiliser l'ensemble des éléments économiques du pays. Autrement la Banque centrale se serait retrouvée en porte-à-faux avec les dispositions et réglementations d'application du code de la monnaie et du crédit.

Par conséquent, l'action salvatrice entreprise par la Banque centrale en collaboration avec l'Etat (le Trésor Public), les banques et les différents agents économiques du pays, aurait sauvé tout un système financier.

## CONCLUSION

Finalement et comme il a été constaté dans plus d'un Etat, il est désormais de rigueur quand une crise financière s'annonce, que les autorités monétaires anticipent des techniques non traditionnelles – dites non conventionnelles – afin de pallier à une déficience économique et d'assurer une plus grande résilience des institutions financières et économiques<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> Voir article 33, 70 à 76 du code de la monnaie et du crédit

<sup>22</sup> La présidente de la Fed Janet Yellen lors de son intervention récente au séminaire de Jackson Hole aux USA en Août 2017 qui réunit chaque année les responsables des Banques centrales s'est livrée à un plaidoyer en faveur du maintien de la régulation financière – en matière de « quantitative easing » - mise en place après la crise de 2008/2009.

De même le président de la BCE Mario Draghi a mis en garde lors de ce même séminaire contre les risques d'un affaiblissement de la régularisation tout en précisant le maintien de la politique d'assouplissement financier dans la zone euro. Cela a profité à l'euro qui a décollé en passant au-dessus du seuil de 1,19 US\$ et grimant à un niveau qu'il n'avait plus atteint depuis 2015.

Toutefois et après que la croissance économique américaine ait atteint le niveau d'expansion requis, la Fed – neuf ans après l'adoption de politiques monétaires non conventionnelles suite à la crise de 2008 – a décidé le 20 septembre 2017 de réduire les limites de tolérance des mesures exceptionnelles de la « quantitative easing ».

La Banque centrale américaine aurait décidé de réduire ses investissements dans les bons du Trésor et titres hypothécaires tout en laissant ses taux d'intérêts dans la fourchette de 1% à 1,25%. De la sorte la FED va commencer par désenfler son énorme bilan du montant record de 4 500 milliards d'actifs financiers – bons de Trésor et titres de créances hypothécaires – en arrêtant désormais de réinvestir dans des titres qui arrivent à maturité. Evidemment le phénomène se passera à un rythme progressif à raison de 10 milliards de dollars par mois pendant les 3 premiers mois et ira en crescendo de 10 autres milliards tous les trois mois.

Cette technique de dégonflement d'actifs financiers équivaut dans les faits à un léger resserrement de la politique monétaire.

Ce processus de desserrement progressif ferait éviter des distorsions spéculatives dans le circuit financier américain et à la limite international.

Pour ce qui est des taux d'intérêt, il n'est point évident qu'ils restent inchangés tout au long de cette période de dégonflement d'actifs. Si la Fed a bien marqué une pause sur le taux d'intérêt, elle envisage certes une hausse sur ce taux au jour le jour d'un quart de point de pourcentage en décembre 2017 et trois autres en 2018 si l'économie américaine évoluerait comme prévue.

Ce travail de « financiarisation » prend appui sur des pratiques et des techniques des acteurs financiers et s'efforce de satisfaire leurs attentes en termes de rendement, de risque ou de liquidité.

Les autorités politiques et les instances économiques ont dans ce cas l'obligation de soutenir toute politique monétaire et financière entreprise par les Banques centrales lors d'une crise économique afin d'éviter des phénomènes de dérapage qui peuvent ébranler et déstabiliser les structures mêmes des Etats.

Pour les grandes économies les changements dans la régulation nationale ont des consignes internationales alors que les assouplissements financiers des pays à économie « dépendante » ou « limitée » pourraient maintenir leurs Etats dans le circuit économique international sans subir autant de conditionnalités comme cela été le cas de la plupart des pays d'Amérique du Sud et d'Afrique – et bientôt de certains Etats arabes !!! -.

---

Le « quantitative easing » auquel la Fed a eu recours pendant plus de neuf ans, a fait relever sa prévision de croissance pour l'économie américaine qui déjà pour 2017 s'affiche à 2,4% en rythme annuel et du fait de la cessation des mesures monétaires exceptionnelles du quantitative easing la Fed prévoit une croissance de 2,1% en 2018.

## **BIBLIOGRAPHIE**

### **Ouvrages**

- Martine Boizard et Philippe Raimbourg, « Ingénierie financière, fiscale et juridique », 3<sup>ème</sup> éd. Paris : Dalloz, 2015
- Frederic Delalot, « quantitative easing », Lulu. Com, 2017
- Georges Legros, « Ingénierie financière, acquisitions et autres restructuration des capitaux », 2<sup>ème</sup> éd. Paris : Dunod, 2016
- Jean-Marc Moulin, « Droit de l'ingénierie financière », 5<sup>ème</sup> éd. Paris : Gualino, 2015
- Philippe Thomas, « Ingénierie financière », paris « : Revue Banque, 2014.

### **Articles de revues**

#### **Ingénierie financière**

- F. Soussa, L. E. Costas, N. Sunili ; Lebanon economics & strategy view; Citi Research – Economics, Emerging Markets – CEEMEA; 16 August 2016.
- G. de Menil, “Anatomie de la crise financière », commentaire, 2009/2 Numéro 126 pages 315 à 322.
- A. Quinet, « Le financement des infrastructures », Association d'économie financière, Revue d'économie financière, 2012/4 Numéro 108 p. 201 à 220.
- OCDE, « Le secteur financier peut-il rester le principal moteur de la croissance ? » éd. OCDE, « Etudes économiques de l'OCDE », 2008/12 Numéro 12, p. 51 à 79.
- R. Perez, « Analyse de la crise financière ou crise de l'analyse financière ? », Management Perspective, éd. « Management et Avenir, 2010/5 Numéro 35, p. 168 à 192.
- E. Chiapello, De Boeck Supérieur, « Le financement des politiques publiques », « Mondes en développement », 2017/2 Numéro 178 p. 23 à 40.

#### **Assouplissement quantitatif**

- R. Barro, I. Hausser, « La crise des gouvernements et les crises de la finance et de l'économie », «Commentaire », 2012/4 Numéro 140 p. 965 à 980.
- OCDE, « Evaluation et recommandations », éd. OCDE, « Etudes économiques de l'OCDE, 2015/14 p. 15 à 53.
- A. Fabre, « Banque centrale européenne : d'une légitimité de crise à une crise de légitimité ? », Regards sur l'économie allemande – bulletin économique du CIRAC Numéro 116-117, 2015, p. 43-54.
- OFCE, « Politique monétaire : actions concertées, OFCE,
- Revue de l'OFCE, 2009/2 Numéro 109, p. 290 à 312.

- OFCE « politiques monétaires : « penser l'avenir », OFCE, Revue de l'OFCE, 2012/2 Numéro 113, p. 233 à 260.
- OFCE, « politiques monétaires : « l'histoire sans fin », OFCE, Revue de l'OFCE, 2011/4 Numéro 119, p. 223 à 246.
- J. P. Allegret, C. Cornand, « Une analyse informationnelle de la crise financière récente »
- Revue française d'économie, 2013/3 Vol. XXVIII p. 213 à 264
- Ph. Annamayer, D. Boeck Supérieur, « Structure et santé du secteur financier européen »,
- « Reflets et perspectives de la vie économique », 2017/1 t. LVI, p. 79 à 103.
- D. Flouzat, Andese, « Banques centrales, l'impuissance de leur puissance, « Vie et science de l'entreprise », 2016/1 Numéro 201, p. 9 à 31.

### Sites internet

- <https://www.lesaffaires.com/mes-finances/placement/tout-ce-que-vous-devez-savoir-sur-l-assouplissement-quantitatif-americain/565178>
- <https://www.latribune.fr/economie/union-europeenne/l-assouplissement-quantitatif-de-la-bce-est-il-efficace-512909.html>
- <https://www.bayard-macroeconomie.com/assouplissement-quantitatif.html>
- <https://www.leconomiste.eu/decryptage-economie/66-consequences-de-l-assouplissement-monetaire-lie-a-la-crise-globale.html>
- <https://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition-quantitative-easing.html>
- <https://www.parisschoolofeconomics.eu/docs/demange-gabrielle/ingenierie-financiere-gd-2.pdf>
- <https://group.bnpparibas/actualite/quantitative-easing-5-questions-cles>
- [https://fr.wikipedia.org/wiki/Assouplissement\\_quantitatif](https://fr.wikipedia.org/wiki/Assouplissement_quantitatif)
- [www.lafinancepourtous.com/.../L-assouplissement-quantitatif](http://www.lafinancepourtous.com/.../L-assouplissement-quantitatif)
- [www.latribune.fr](http://www.latribune.fr) > Economie > Union européenne
- <https://www.challenges.fr/.../tout-ce-qu-il-faut-savoir-sur-l-assouplisse...>
- [www.economiematin.fr/news-japon-quantitative-easing-etats-unis](http://www.economiematin.fr/news-japon-quantitative-easing-etats-unis)
- [www.agefi.fr](http://www.agefi.fr) > Asset Management > Actualités
- [https://fr.wikipedia.org/wiki/Assouplissement\\_quantitatif](https://fr.wikipedia.org/wiki/Assouplissement_quantitatif)
- [Dessinemoileco.com/quantitative-easing/](http://Dessinemoileco.com/quantitative-easing/)
- <https://www.aef.asso.fr/.../139-les-effets-des-politiques-de-quantitativ...>
- <http://moneystore.be/2016/actu/l-assouplissement-quantitatif-fausse-prix>
- <https://www.managementstudyguide.com/advantages-of-quantitative-easing/>
- [www.economicshelp.org](http://www.economicshelp.org) > Economics help blog > monetary policy

- <http://agoravox.fr/actualites/economie/article/qu-est-ce-que-l-ingenierie-53760>
- <http://www.robert-schuman.eu/fr/questions-d-europe/0374-quelle-sortie-pour-les-politiques-d-assouplissement-quantitatif>
- <http://economie-finance.com/strategie-sortie-politique-assouplissement-quantitatif>
- <https://www.financieredelacite.com/Telechargement/Journal/PiecesJointes/12/Quelle%20sortie%20%20les%politiques%20de%20quantitative%20easing.pdf>