

# Chapitre 4 - Les instruments de la politique monétaire

**EXTRAIT DU PROGRAMME :**

3. Marchés, comportements et équilibre macroéconomiques en économie fermée : Anticipations rationnelles et équilibre macroéconomique.
4. Politique économique : Principes généraux de la régulation conjoncturelle.

## PLAN DU COURS

- I. LA POLITIQUE MONETAIRE A DE MULTIPLES INSTRUMENTS**
  - A. LES INSTRUMENTS CONVENTIONNELS DE LA POLITIQUE MONETAIRE**
  - B. LES INSTRUMENTS NON CONVENTIONNELS DE LA POLITIQUE MONETAIRE (PMNC)**
  - C. LES ENJEUX RELATIFS LA FIN DES PMNC**
- II. LES CANAUX DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONETAIRE A L'ECONOMIE REELLE SONT MULTIPLES ET INCERTAINS**
  - A. LE CANAL DU TAUX D'INTERET**
  - B. LE CANAL DU CREDIT**
  - C. LE CANAL DES ANTICIPATIONS**
  - D. LE CANAL DU TAUX DE CHANGE**
  - E. LE CANAL DU PRIX DES ACTIFS**
  - F. LE CANAL DES BILANS DE BEN BERNANKE ET MARK GERTLER (1995)**
- III. CONCLUSION : LA « MONNAIE HELICOPTERE »**

## TRAVAIL PERSONNEL

**MOTS CLES A DEFINIR** : masse monétaire, taux d'intérêt, indépendance, transparence, crédibilité, taux d'intérêt directeur, taux au jour le jour, Eonia/€STR, Euribor, facilités permanentes de prêts et de dépôts, opérations d'open-market, marché interbancaire, politiques monétaires conventionnelles/non conventionnelles, assouplissement quantitatif/*quantitative easing*, assouplissement qualitatif/*qualitative easing*, pilotage des anticipations, canaux de transmission de la politique monétaire, rationnement du crédit, conditions de Marshall-Lerner, effet richesse, « monnaie hélicoptère ».

**THEORIES/AUTEURS A CONNAITRE** : Joseph Stiglitz et Andrew Weiss (1981)<sup>\*\*\*</sup>, Thomas Sargent et Neil Wallace (1981)<sup>\*\*\*</sup>, Albert Ando et Franco Modigliani (1963)<sup>\*\*\*</sup>, Sangyup Choi et al. (2022, FMI), Ben Bernanke, Mark Gertler et Simon Gilchrist (1999)<sup>\*\*\*</sup>, Niall Ferguson et al. (2023), Milton Friedman (1969)<sup>\*\*\*</sup>, Ben Bernanke (1999).

### BIBLIOGRAPHIE :

Drobinski, V. (2021). Introduction à l'économie. Ellipses :

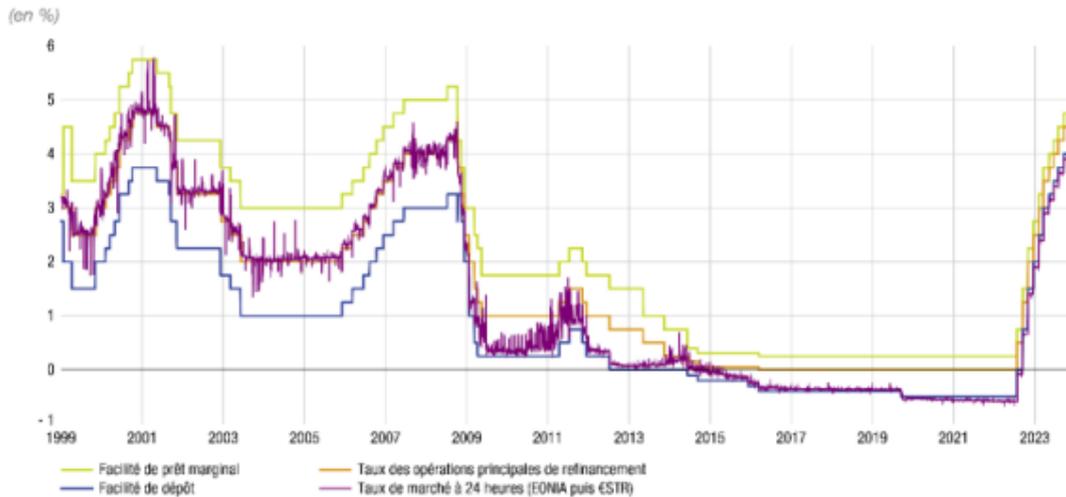
**Chapitre 11, Section 2 - La critique de la politique monétaire.**

**Chapitre 9, Section 2 - L'efficacité de la politique conjoncturelle. La politique monétaire.**

### QUELQUES SUJETS POUR S'ENTRAINER / REFLECHIR :

- ◆ La politique monétaire de la Banque centrale Européenne redevient-elle conventionnelle ? [Sujet oral ENS Rennes, 2023]
- ◆ Le rôle du marché interbancaire sur le création monétaire [Sujet oral ENS Rennes, 2022]
- ◆ Le rôle des banques commerciales dans la création et la politique monétaire [Sujet oral ENS Rennes, 2021]
- ◆ Les moyens non conventionnels de la politique monétaire [Sujet oral ENS Rennes, 2019]
- ◆ La politique monétaire conventionnelle a-t-elle encore un avenir ? [Sujet écrit ENS Rennes, 2022]
- ◆ Dans quelle mesure 10 années de crise financière ont-elles affecté la conduite de la politique économique ? [Sujet écrit ENS Rennes, 2017]
- ◆ Politique monétaire et création monétaire
- ◆ L'efficacité de la politique monétaire
- ◆ La création monétaire est-elle sans limites ?

**DOCUMENT N°1** : Les taux d'intérêt directeurs et le taux interbancaire : le corridor des taux d'intérêt à court terme en zone euro (en %)



**Lecture** : Ce graphique montre comment le taux du marché à 24 heures (EONIA puis €STR), qui sert notamment aux transactions interbancaires, interagit avec les taux directeurs de l'Eurosystème depuis la création de l'euro en 1999. Il permet de distinguer **deux périodes différentes**. Avant la crise de 2008, le taux du marché à 24 heures était généralement calé sur le taux des opérations principales de refinancement (milieu du corridor). À partir de fin 2008, ce lien s'est modifié sous l'effet de la création d'un excédent de liquidité lié à la mise en place de mesures de politique monétaire non conventionnelle. De ce fait, durant cette seconde période, le taux interbancaire est proche du plus bas des taux directeurs (système dit de « plancher »), voire légèrement inférieur depuis la création du taux €STR fin 2019.

Source : Les taux directeurs, ABC de l'économie, Banque de France.

## Quand l'hypercommunication se retourne contre la Fed

En quelques années, la Fed a transformé sa manière d'expliquer ses décisions. Au point que ses conférences sont devenues des références pour les marchés.

**Nicolas Rautline**  
@nrautline  
— Bureau de New York

En l'espace de vingt-cinq ans, la Fed est passée d'un extrême à l'autre. Avant 1994, la Réserve fédérale américaine ne communiquait même pas les décisions qu'elle prenait lors des réunions de politique monétaire. Il fallait regarder le marché des prêts interbancaires pour s'en faire une

idée. Puis l'institution s'est ouverte, peu à peu. Et, en 2011, son gouverneur Ben Bernanke donna la première conférence de presse de l'histoire de l'institution. A l'époque, Bernanke reste prudent et ne s'exprime qu'à contrecoeur. « Nous ne voulons pas créer de façon inopportune des incertitudes ou de la volatilité sur les marchés financiers en disant des choses qui pourraient être mal interprétées », affirme-t-il alors. Mais il sait aussi que la Fed doit être plus transparente. La BCE a montré la voie dans ce domaine et c'est l'occasion de faire passer des messages aux marchés.

Entre 2011 et 2018, quatre conférences de presse sont donc organi-

sées par an, pour huit réunions du comité de politique monétaire. Mais, dès son arrivée début 2018, l'actuel président, Jerome Powell, souhaite, lui aussi, dénouer la communication de la Fed et faire un pas vers le grand public. Il systématise les conférences de presse, après chaque réunion de politique monétaire. L'un des objectifs est alors d'enrayer les anticipations des marchés, qui avaient pris l'habitude de miser sur un mouvement des taux uniquement lorsqu'une conférence était prévue.

Le style Powell tranche avec celui de Janet Yellen, ses communications sont plus informelles. D'autant qu'en plus des conférences

de presse. « Jay » Powell n'hésite pas à prendre la parole dans de nombreux événements. C'était encore le cas la semaine dernière quand il a laissé entendre, devant l'université

**Cette nouvelle forme de communication, censée être plus proactive, est pleine de risques, surtout en période d'incertitudes.**

de Zurich, que de nouvelles baisses des taux étaient possibles d'ici à la fin de l'année. Peu à peu, les inter-

ventions du patron de la Fed se sont donc transformées en outil de guidage des marchés. Problème : cette nouvelle forme de communication, censée être plus proactive, est pleine de risques, surtout en période d'incertitudes. Et Jerome Powell n'a pas encore convaincu sur sa capacité à les affronter. « La Fed a aujourd'hui un problème de définition de sa stratégie, note même un observateur. La situation en devient illisible, d'autant que tout est analysé par le prisme politique. »

Les interférences de Donald Trump ont certes aidé à rendre le message de la Fed plus simple. Mais c'est surtout la tendance de Jerome Powell à laisser libre cours à

l'interprétation, voire à distiller des messages contradictoires, qui surprend. Exemple lors du dernier point presse. Powell indique que la baisse des taux n'augure pas un nouveau cycle de baisses : les marchés dérapent. Puis ils se reprennent quand le président de la Fed nuance son discours. Le travail n'est peut-être pas terminé. Dans un rapport de la Fed de Chicago publié en mai, plusieurs économistes identifiaient encore des améliorations à apporter à la communication de la Réserve fédérale : « Simplifier les déclarations publiques, clarifier la manière dont la politique régnera à un changement de conditions et souligner les incertitudes et les risques. » ■

Source : Les Echos, septembre 2019.

### Questions

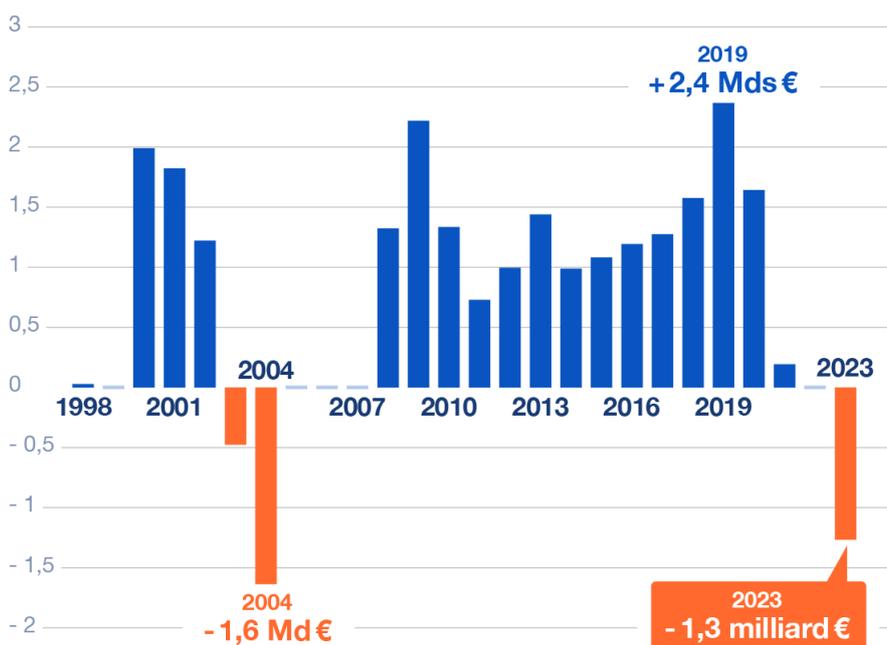
1. Identifiez les gouverneurs de la Réserve fédérale cités dans l'article.
2. Déterminez l'année à partir de laquelle le pilotage des anticipations a été mis en place.
3. Explicitez la principale limite du pilotage des anticipations énoncée dans ce texte.



Source : Alternatives Economiques, 2021.

Évolution du résultat net de la Banque centrale européenne (BCE), en milliards d'euros

■ positif ■ négatif ■ nul



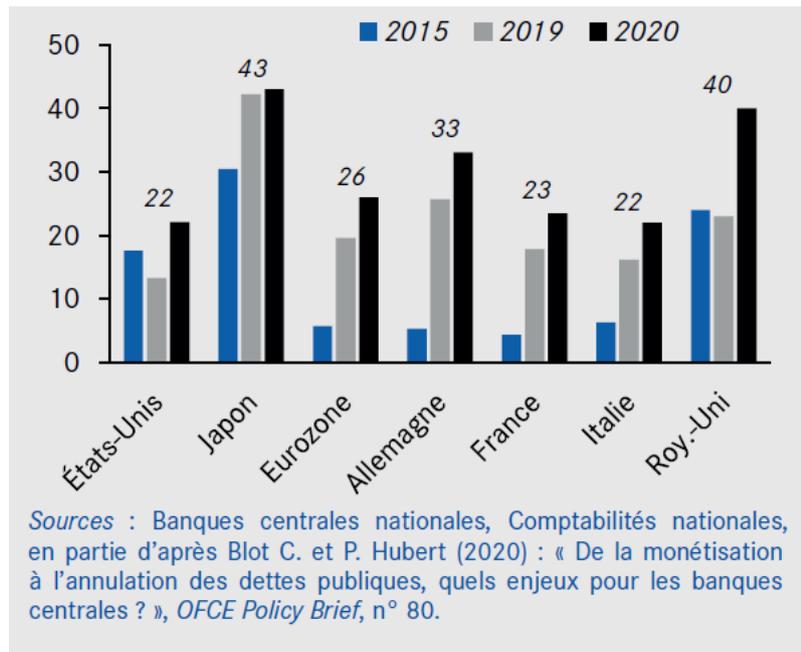
brief.eco | avec WEDODATA

Sources : Comptes annuels de la BCE

**Question**

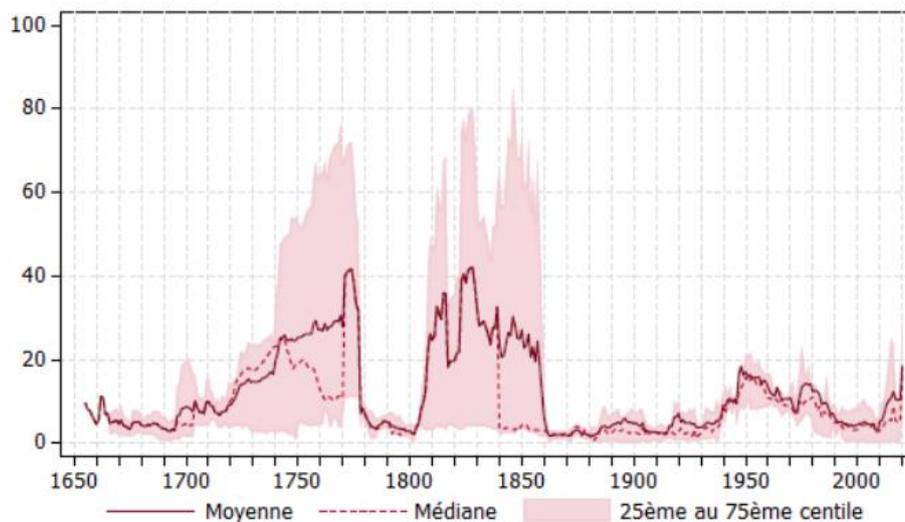
1. A votre avis, quelles peuvent être les conséquences de l'augmentation de la taille du bilan des Banques centrales occidentales ?

**GRAPHIQUE 1** : Part des dettes publiques détenue par les Banques centrales en % de la dette publique



Source : Lettre du CAE, Que peut encore faire la BCE ?, Juin 2021.

**GRAPHIQUE 2** : Part de la dette publique détenue par les Banques centrales en %



Source : Ferguson et alii (2023)

**TEXTE : Des moyens d’actions contradictoires pour les banques centrales ?**

Lutter en même temps contre une inflation excessive et contre le risque de fragmentation de la zone euro suppose des moyens d’action contradictoires, estiment les deux économistes

**C**onfrontée à une inflation atteignant en zone euro un niveau record (9,1 % en août), la Banque centrale européenne (BCE) a décidé de relever ses taux directeurs de 0,50 % fin juillet, tout en confirmant la mise en place d’un nouvel outil susceptible de peser sur les taux souverains de la zone euro : le Transmission Protection Instrument (TPI). La BCE a également abandonné ses mesures dites « non conventionnelles », telles que les programmes de rachats d’actifs « *quantitative easing* ». Cette phase de « normalisation » fait suite à une décennie caractérisée par une politique monétaire particulièrement accommodante.

Mais ce durcissement monétaire intervient au moment où un ralentissement économique se profile, pouvant mener à une situation où les Etats de la zone euro, et le système économique dans son ensemble, risquent de se trouver une nouvelle fois dépendants du soutien de la BCE. Les autorités monétaires ne font donc pas uniquement face à un choc inflationniste, mais doivent également intégrer le risque de crise financière dans leurs décisions. Ainsi, la zone euro se trouve confrontée à un risque de fragmentation, qui se mani-

festes déjà par une dégradation des conditions de financement des Etats les plus fragiles.

C’est pourquoi la BCE s’est résolue à mettre en place le TPI, destiné à endiguer les tensions sur les taux souverains apparues récemment, tout en préservant sa capacité d’intervention. Si les conditions d’activation du TPI demeurent volontairement floues (probablement pour maximiser son champ d’action), l’introduction de ce nouvel outil montre que la BCE n’est pas en mesure de retirer totalement son soutien à l’économie. Mais à l’inverse des années 2010, où l’inflation restait atone, elle dispose d’une marge de manœuvre réduite et se trouve ainsi en proie à un dilemme.

**Désynchronisation Europe - Etats-Unis**

En déclarant vouloir lutter en même temps contre une inflation excessive et le risque de fragmentation, la BCE se trouve confrontée à des objectifs qui supposent des moyens d’action contradictoires. Le premier implique un durcissement des conditions financières, alors que le second suppose au contraire leur assouplissement. Ce paradoxe ouvre une ère d’incertitude, car il impose de fait aux autorités monétaires de naviguer à vue. En conséquence, la présidente de la BCE, Christine Lagarde, a annoncé la suspension de l’usage de la *forward guidance* (en vigueur depuis 2013), qui consiste à prévenir les agents économiques des intentions futures actions de la banque centrale.

Un second paradoxe concerne, lui, les moyens mis en œuvre. Si le relèvement des taux directeurs tend à durcir les conditions financières d’emprunt, l’annonce de la mise en place du TPI (qui doit permettre à la BCE de poursuivre des achats d’actifs ciblés) a produit à l’inverse une légère détente des

taux obligataires de la zone euro, et donc des conditions financières plus favorables. Alors que la BCE entend « normaliser » sa politique, elle a de fait mis en place un instrument qui ne fait pas partie de l’arsenal « normalment » employé par la banque centrale. Ces paradoxes contrastent avec la détermination de la Réserve fédérale américaine (Fed) à engager l’ensemble de ses moyens (y compris la réduction de son bilan) dans sa lutte pour la stabilité des prix. Mais la BCE doit faire face à une situation économique et financière plus fragile que la Fed (impact de la crise énergétique, guerre en Ukraine, risque de fragmentation de la zone euro) et se trouve par conséquent en retard dans son cycle de durcissement monétaire et plus limitée que la Fed dans son ambition de « normalisation ».

L’euro, qui souffre déjà d’un différentiel de taux directeurs en faveur du dollar (0,5 % en Europe, contre 2,5 % aux Etats-Unis), pourrait être la victime de cette désynchronisation et devrait continuer à se déprécier face à la monnaie américaine. Le contexte actuel peut donc amener à douter de la capacité de la BCE à endosser de nouveau le costume de prêteur en dernier ressort, tout en luttant contre l’inflation. Face à ses paradoxes, son aptitude à assumer une forme de « conflit d’intérêts », au moins temporairement, tout en convainquant de la justesse de ses décisions, s’avérera déterminante. ■

---

**Sébastien Cabrol et Victor Lequillier**  
sont économistes au sein du groupe de réflexion *Brainstorming Initiative in Economics*

Source : Le Monde, septembre 2022.

**Questions**

1. Déterminez à combien s’élevait la possession de la dette publique française, allemande et au sein de l’Eurozone en 2020.
2. Dans quelle mesure peut-on considérer que la Banque centrale européenne respectait bien son obligation de non monétisation de la dette publique ?
3. A l’aide des documents précédents, et en vous référant à la théorie de l’arithmétique déplaisante de Thomas Sargent et Neil Wallace (1981), déduisez dans quelle mesure la « normalisation » de la politique monétaire était devenue nécessaire.

- Le FMI et certains investisseurs craignent qu'un resserrement monétaire américain plus rapide qu'anticipé ne fragilise les grandes économies émergentes.
- Le risque est réel, mais les balances extérieures des pays émergents sont moins déficitaires qu'auparavant.

## POLITIQUE MONÉTAIRE

Guillaume de Calignon  
@gcalignon

Chacun voudrait l'éviter, mais personne ne sait encore si cela sera possible. Le changement de pied de la Réserve fédérale lors du discours de son président Jerome Powell à Jackson Hole la semaine dernière fait peser un risque sur les économies des pays émergents. La baisse des rachats d'actifs de la Fed, qui devrait commencer d'ici à la fin de l'année, rappelle de mauvais souvenirs.

En 2013, lorsque Ben Bernanke, alors patron de la Fed, avait émis l'idée que la politique monétaire américaine pourrait se faire moins accommodante à l'avenir, un mouvement de panique s'était emparé des investisseurs, touchant principalement les grands pays émergents. Les taux d'intérêt américains à long terme avaient bondi, les capitaux avaient quitté les pays émergents pour les Etats-Unis, et les problèmes avaient commencé pour le Brésil, l'Indonésie ou encore la Turquie. Le coût de l'endettement en dollars s'était renchéri, mettant en difficultés ces pays. C'est une redite de ce scénario que craint le Fonds monétaire international (FMI) aujourd'hui. En début de semaine,

Gita Gopinath, la cheffe économiste du FMI, s'est dite « préoccupée par un scénario dans lequel l'inflation augmenterait beaucoup plus que prévu, ce qui nécessiterait une normalisation beaucoup plus rapide de la politique monétaire aux Etats-Unis ».

« Si le coût du capital en dollars venait à monter vite, alors ce serait difficile pour les pays émergents, même pour les plus forts d'entre eux », estime Samy Chaar, chef économiste de Lombard Odier. A chaque fois qu'une crise dans les émergents est intervenue, c'est que les investisseurs avaient mal évalué les risques. Avec une incertitude supplémentaire : la vaccination est moins avancée dans les pays émergents que dans les pays développés. Le risque sanitaire existe donc toujours.

### Déséquilibres moins marqués

Pour Olivier de Boysson, économiste à la Société Générale, « les pays émergents sont moins fragiles aujourd'hui. Les déficits extérieurs des grandes économies émergentes sont moins importants qu'en 2013 et les besoins de financement en dollars sont aussi moindres ». Cela tient d'abord au Covid, qui a fait chuter les importations et donc le besoin de financements. Ensuite, « comme la croissance dans beaucoup de pays émergents reste poussive, les besoins de capitaux sont réduits », explique Sergi Lanau, économiste à l'Institut

« Si le coût du capital en dollars venait à monter vite, ce serait difficile pour ces pays. »

SAMY CHAAR  
Chef économiste,  
Lombard Odier

de la finance internationale (IIF) à Washington. En 2013, certains pays accusaient des déficits courants représentant 6 % de leur PIB. En 2021, le FMI table sur des déficits inférieurs à 3 % dans les grandes économies émergentes. Ce sont désormais les Etats-Unis qui affichent le déficit le plus important.

« Depuis la douche froide de 2013, les pays émergents ont développé leur marché domestique de la dette. Ils sont moins dépendants du billet vert aujourd'hui et les réserves en dollars ont plutôt monté ces dernières années », confirme Irina Topa-Serry, économiste chez AXA IM. Autre point important, « dans plusieurs pays émergents comme le Brésil et la Turquie, les banquiers centraux ont déjà anticipé le durcissement de la politique monétaire américaine et ont augmenté leurs taux d'intérêt pour continuer à attirer des financements extérieurs », ajoute Irina Topa-Serry.

La Russie, le Mexique et le Chili ce mardi ont aussi relevé leurs taux.

Du côté de la Fed, il semble que la banque centrale américaine ait appris de son erreur de communication de 2013. D'ailleurs, malgré une inflation de 5 % aux Etats-Unis et l'annonce d'une politique monétaire moins accommodante d'ici à la fin de l'année, les taux longs ont eu tendance à baisser depuis plusieurs mois. Les taux à 10 ans restent très bas, proches de 1,3 %. Ils sont probablement appelés à monter, sauf à croire que la croissance va retomber très vite. Le tout est de savoir à quelle vitesse et jusqu'où. « Dans le passé, à chaque fois que les taux longs américains ont vite grimpé, cela a révélé des situations de pays plus fragiles qu'estimé », met quand même en garde Olivier de Boysson. A ce titre, la Turquie, l'Argentine, l'Afrique du Sud, le Nigéria, le Kenya ou encore l'Ukraine sont fragiles, estiment les économistes d'Euler Hermes.

Autre risque pour les pays émergents : l'économie chinoise. « La Chine est un moteur de l'économie des autres pays émergents, et aussi un investisseur. Or, la conjoncture chinoise est aujourd'hui très incertaine, ce qui laisse planer un risque sur les émergents », estime Irina Topa-Serry. Or, comme le dit Selin Ozyurt, économiste chez Euler Hermes, « quand la Chine éternue, les émergents s'enrhument ». ■

Source : Les Echos, septembre 2021.

## Questions

1. Expliquez en quoi la « normalisation » de la politique monétaire aux Etats-Unis en particulier pourrait porter préjudice aux économies émergentes et en développement.
2. Identifiez les raisons qui permettent de relativiser ce risque aujourd'hui.

### **Le canal du taux d'intérêt** (*interest-rate channel*)

Si la banque centrale relève ses taux directeurs, les banques commerciales réagissent en relevant également les leurs. Le coût de l'emprunt augmentant, entreprises et ménages empruntent moins, ce qui déprime l'investissement des entreprises et les dépenses en biens durables des ménages.

Du point de vue néoclassique, une hausse des taux d'intérêt réfrène les dépenses en biens durables en augmentant le coût du capital pour les entreprises et en entraînant un effet de substitution : l'épargne rapportant plus, les déposants sont incités à épargner davantage dans la période courante, donc à retarder leurs dépenses de consommation.



### **Le canal (étroit) du crédit** (*credit channel*)

Dans la mesure où un resserrement monétaire complique le refinancement des banques, ces dernières se montrent moins enclines à prêter et durcissent les conditions d'octroi du crédit, ce qui contraint les agents qui ne peuvent se financer autrement qu'avec le crédit à réduire leurs dépenses en biens durables.

### **Le canal du taux de change** (*exchange-rate channel*)

Une hausse des taux d'intérêt rend les actifs libellés en monnaie domestique plus attractifs en tant que placements relativement aux actifs libellés en devises étrangères. Les résidents et les étrangers ont alors tendance à se détourner des seconds et à davantage acheter les premiers, ce qui entraîne une vague de conversion de devises : la demande de monnaie domestique augmente et l'offre de monnaie domestique diminue, poussant le taux de change à la hausse.

D'un côté, cette appréciation du taux de change rend les produits domestiques relativement moins compétitifs sur les marchés internationaux, ce qui déprime les exportations. D'un autre côté, elle réduit le prix des produits importés (et donc freine par ce biais l'inflation importée), ce qui augmente les importations. Plus largement, l'appréciation devrait réorienter la demande globale au profit des produits étrangers, ce qui déprime la production nationale.

### **Le canal des prix d'actifs** (*asset-prices channel*)

Parce qu'une hausse des taux d'intérêt rend plus attractifs les dépôts bancaires, elle incite les agents à placer davantage d'épargne sur leurs comptes bancaires et à moins la placer sous d'autres formes, si bien qu'ils achètent moins d'actions, réalisent moins d'investissements immobiliers... (un mécanisme que l'on qualifie de canal du rééquilibrage de portefeuille). Comme la demande pour certains actifs diminue, le prix de ces actifs (par exemple, les cours boursiers ou les prix de l'immobilier) diminue.

Partie 3 – Les politiques économiques conjoncturelles | Chapitre 4 – Les instruments de la politique monétaire  
La baisse des prix d'actifs est susceptible de provoquer un effet de richesse (Albert Ando et Franco Modigliani, 1963). En l'occurrence, si le resserrement monétaire provoque une baisse des prix d'actifs, par exemple des cours boursiers ou des prix de l'immobilier, alors les ménages qui détiennent ces actifs se sentiront moins riches, ce qui les incite à moins consommer.

### Le canal du bilan (*balance-sheet channel*)

Son existence tient notamment à la présence d'asymétrie d'information sur le marché du crédit. En effet, notamment à cause de celle-ci, les banques commerciales peuvent exiger des emprunteurs qu'ils mettent en garantie des actifs (par exemple leurs logements) pour couvrir le risque qu'ils fassent défaut sur leur dette. Par conséquent, si le resserrement monétaire conduit à une baisse des prix d'actifs, alors les agents qui utilisent ces actifs comme collatéraux voient leur capacité d'emprunt diminuer. En outre, la hausse des taux d'intérêt augmente la charge d'intérêts que doivent verser les emprunteurs, ce qui réduit leurs flux de trésorerie nets et détériore leur situation financière.

Dans tous les cas, le resserrement monétaire détériore le bilan des ménages et des entreprises et réduit leur capacité d'emprunt. La contraction subséquente du crédit va peser sur l'activité économique et pousser les prix d'actifs à la baisse, ce qui conduit à une nouvelle détérioration des bilans des ménages et des entreprises, les poussant notamment à revendre leurs actifs. Un véritable cercle vicieux est susceptible de se mettre en place : c'est l'effet d'« accélérateur financier » de Ben Bernanke et Mark Gertler (1995).

### Questions

1. En prenant le cas d'une politique monétaire restrictive, complétez pour chaque canal de la politique monétaire les schémas suivants à l'aide des mots clés indiqués.
2. Pour chacun des canaux de transmission de la politique monétaire, identifiez le (ou les) condition(s) d'efficacité de ces canaux.

◆ **Canal du taux d'intérêt** : hausse du taux d'intérêt nominal/hausse du coût de l'emprunt, baisse de la consommation de biens durables et de l'investissement.

Politique monétaire restrictive → \_\_\_\_\_ → \_\_\_\_\_ →  
Baisse de la croissance et des prix.

◆ **Canal du crédit** : baisse des crédits octroyés par les banques, baisse de la consommation de biens durables et de l'investissement, hausse du coût de la monnaie centrale.

Politique monétaire restrictive → \_\_\_\_\_ → \_\_\_\_\_ →  
\_\_\_\_\_ → Baisse de la croissance et des prix.

◆ **Canal du taux de change** : baisse des exportations et hausse des importations, hausse du taux d'intérêt, appréciation du taux de change, baisse de la demande de titres étrangers et hausse de la demande de titres nationaux.

Politique monétaire restrictive → \_\_\_\_\_ → \_\_\_\_\_ → \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_ → \_\_\_\_\_ → \_\_\_\_\_  
Baisse de la croissance et des prix.

◆ **Canal des prix d'actifs** : baisse du Q de Tobin et de la richesse des ménages, hausse du taux d'intérêt, dépréciation des cours des actifs, ventes d'actifs financiers, baisse de l'investissement et de la consommation de biens durables.

Politique monétaire restrictive → \_\_\_\_\_ → \_\_\_\_\_ → \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_ → \_\_\_\_\_ → \_\_\_\_\_  
Baisse de la croissance et des prix.

◆ **Canal du bilan** : baisse de la consommation de biens durables et de l'investissement, hausse du taux d'intérêt, hausse de la prime de risque, hausse des risques de non-remboursement/de défaut, baisse du crédit, baisse de la richesse des agents économiques.

Politique monétaire restrictive → \_\_\_\_\_ → \_\_\_\_\_ → \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_ → \_\_\_\_\_ → \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_ → Baisse de la croissance et des prix.