

Intitulé de l'épreuve :

Économie

Nombre de copies :

3

Numerotez chaque page (dans le cadre en bas de la page) et placez les feuilles dans le bon sens.

La fin des politiques monétaires accommodantes

Après 8 années de politiques monétaires "à taux zéro" (voire parfois négatif), la Banque centrale européenne (BCE) a fait le choix de relever ses taux directeurs pour la première fois en juillet 2022, avec une augmentation d'un quart de point. Près d'un an plus tard, après 8 relèvements successifs, le taux de dépôt atteint désormais 3,5%, le taux de refinancement 4% et celui de la facilité marginal 4,25%. Si de récentes prises de paroles des gouverneurs de Banques centrales (BCE notamment) ont laissé entendre qu'aucun relèvement n'était envisagé, à ce jour, pour le mois de septembre, rien n'indique au contraire, que cela en soit la fin.

L'action sur les taux directeurs constitue l'instrument principal des Banques centrales pour agir sur la quantité de monnaie en circulation et, in fine, la stabilité des prix, qui constitue l'objectif central - parfois unique comme c'est le cas de la BCE - de leur mandat. Il s'agit, donc, du principal vecteur de la politique monétaire.

Les effets durables de la crise financière puis bancaire de 2008 ainsi que les conséquences de la crise de la COVID-19 face à laquelle les BC ont réagi dès le printemps 2020 ont longtemps mis à mal les objectifs d'inflation modérée, plaçant l'économie dans une situation de trappe à liquidités keynésienne et forçant les BC à faire usage d'outils non conventionnels au service de politiques monétaires accommodantes. La conjoncture économique est aujourd'hui inversée face à une inflation galopante (environ 5% en France au second trimestre

N°

A.112

2023), au-delà du besoin naturel de normalisation de la politique monétaire, un retour à des politiques moins accommodantes est nécessaire: quelle est la nature de ce changement de paradigme? Comment le mettre en œuvre? que peut-on en espérer au regard des incertitudes qui pèsent encore sur l'économie mondiale?

La présente note propose d'aborder la problématique de la fin des politiques monétaires accommodantes à travers 3 dimensions:

I- Pourquoi est-ce aujourd'hui une nécessité?

II- Comment peut-elle être mise en œuvre?

III- Quels en sont les premiers résultats et que peut-on en espérer à l'avenir?

*

*

*

I- POURQUOI? - après l'utilisation prolongée d'outils non conventionnels et face à la conjoncture actuelle, le besoin de mettre fin aux politiques monétaires accommodantes

A- Un besoin de normalisation après une politique du "low for long" (V. de Galhau)

* Dès les premiers signaux d'instabilité liés de la crise financière de 2008, la Fed et un peu plus tardivement la BCE ont mis en place une politique monétaire visant à accroître l'offre de monnaie en circulation pour faire notamment aux risques de défauts en chaîne qui menaçaient l'économie mondiale et pour garder la maîtrise de la stabilité des prix.

* du titre de son mandat, la Banque centrale européenne a en effet pour objectif premier la stabilité des prix, entendue depuis juillet 2011 et sa dernière revue stratégique comme un objectif d'inflation symétrique autour de 2% (il s'agissait auparavant d'un objectif inférieur ou égal à 2%). Comme toutes les BC, elle peut agir pour cela au travers de 3 canaux, outils de la

politique monétaire dont elle est, par son indépendance, la seule garante:

- ⊗ l'action sur les taux d'intérêts directeurs, qui signifient le coût de détention de liquidités face à celui de l'épargne ou de l'investissement pour les agents économiques;
- ⊗ l'action sur les réserves des banques, qui conditionnent la quantité de prêts qu'il leur est possible d'accorder aux agents;
- ⊗ l'achat d'actifs (quantitative easing) qui permet d'agir directement sur la quantité de monnaie en circulation à travers la mise sur le marché primaire (ou leur retrait) de devises.

* Les Banques centrales ont fait un usage extensif de ces outils au cours des 10 années passées: la force du cycle mondial rendait inefficaces les outils de politique monétaire conventionnels si bien que l'économie mondiale s'est trouvée dans une situation de trappe à liquidité keynésienne. Une injection de liquidités supplémentaire dans l'économie n'avait eu effet plus d'impact sur les prix.

* Dans ce contexte inédit et donnant raison aux tenants de la théorie de la neutralité de la monnaie¹, les Banques centrales ont dû faire usage d'outils non conventionnels pour l'atteinte de deux objectifs successifs et complémentaires, conformément à son mandat: faire remonter le taux d'inflation à sa cible et contrecarrer l'impact déflationniste de la pandémie.

1 ⊗ selon lequel la quantité de monnaie n'a pas d'influence unique sur l'inflation

* Ainsi, la mise en œuvre de politiques monétaires accommodantes a conduit à:

- ⊗ des taux directeurs proches de zéro voire négatifs fin 2020 dans la zone euro;
- ⊗ un achat massif d'actifs par les Banques centrales conduisant à une augmentation sans précédent de leurs bilans, à l'instar de celui de la BCE atteignant 9000 Mds €². Cet usage exceptionnel de l'outil d'achat d'actif est nommé

2 ⊗ = soit 60% du PIB de la zone euro

quantitative easing (assouplissement quantitatif) et a été le principal vecteur des politiques monétaires non conventionnelles après la crise financière/bancaire (asset purchase programme, APP) et pendant la crise sanitaire (programme d'achat d'actifs d'urgence face à la pandémie, PEPP). Ces derniers ont conduit à l'achat de près des $\frac{3}{4}$ de la dette émise par les pays de la zone euro depuis la pandémie.

Enfin, le forward guidance ou guidage des anticipations, s'est basé sur une politique de communication claire et régulière menée par les BC pour accompagner les politiques monétaires et conduire les agents à ajuster leurs décisions vis-à-vis de la monnaie (investissements, emprunts...) en fonction des annonces réalisées.

* Sur faisant abstraction de la conjoncture économique désormais différente et qui sera évoquée en B, il est nécessaire de mentionner que l'utilisation continue et à un rythme régulier depuis une dizaine d'années de ces outils présente des risques pour le système monétaire international ainsi que pour les économies nationales. L'augmentation des bilans des BC ainsi que le rachat indirect de dettes nationales peut difficilement être soutenable à long terme. La politique de taux bas a eu effet également encouragé l'endettement et la pise de risques parfois excessifs. Enfin le CAE présente plusieurs effets indésirables des politiques monétaires accommodantes concernant l'accroissement des inégalités de patrimoine ou le soutien à des industries déclinantes, ils viennent par dans les objectifs des BC qui doivent être "maintenus" mais doivent être gardés en tête dans l'optique du retour à la normale.

B- Une conjoncture aux ressorts inflationnistes conduit désormais à la mise d'autres outils au service de l'objectif de stabilité des prix.

* Le 3 février 2022, le Conseil des gouverneurs de la BCE reconnaît que l'inflation restera élevée plus longtemps que prévu. Dans deux perspectives économiques de l'été, l'OCDE et le FMI évoquaient respectivement une "route encore longue"

et renforce le risque de dominance budgétaire dans une zone euro où le budget ne peut faire figure de stabilisateur face aux chocs

Intitulé de l'épreuve :

Scandinavie

Nombre de copies :

1

Numerotez chaque page (dans le cadre en bas de la page) et placez les feuilles dans le bon sens.

et un "chemin cahoteux" face à une inflation sous-jacente qui resterait élevée.

* Des politiques monétaires doivent désormais répondre à la surchauffe de l'économie mondiale et à l'enclèvement des prix. Il ne s'agit plus de viser à augmenter l'inflation, il s'agit désormais de la contenir.

* Dans son discours du 15 février 2022, V. de Galhau évoquait les aspects de cette situation inflationniste qui impose l'utilisation d'autres outils de politique monétaire et le retour à des politiques "vertueuses" :

- ⊕ l'effet post-crise avec un effet de base entraînant mécaniquement l'augmentation des taxes
- ⊕ la crise ukrainienne, se laquelle nuit une crise de l'énergie et une augmentation des prix de base, conduit à un renchérissement des coûts de production
- ⊕ les enjeux liés à la transformation numérique et énergétique

* Enfin, cette situation nouvelle est renforcée par la situation de plein emploi ou de quasi-plein emploi avec une bande salaires-prix pesant sur l'inflation ainsi que le démontre la courbe de Phillips (relation négative entre chômage et inflation).

* Dans une économie ouverte, il est également important de considérer l'impact des politiques entreprises par nos grands

N°

5/10

Autour : les conséquences de la monétarisation de la politique monétaire américaine pèse sur l'inflation européenne à travers le canal des taux d'intérêt, de celui des taux de change et enfin du commerce.

⇒ dans ce contexte, la nécessité de mettre fin aux politiques monétaires accommodantes fait consensus. La mise en œuvre de cet objectif prend différents aspects :

II - COMMENT ? Le retour progressif à des outils conventionnels et l'adaptation aux incertitudes de la conjoncture.

A - Deux boussoles pour un cap (V. de Gaulle) : séquençement et optimalité

* V. de Gaulle insistait sur le besoin d'atteindre la monétarisation des politiques monétaires tout en évitant le durcissement. Le retour à des outils conventionnels nécessite une transition habile entre l'usage d'outils non conventionnels encore à l'œuvre (achat massif de 30 Mds € mensuels d'APP à moyen-terme) et le retour à la neutralité de la politique monétaire, autant que faire se peut.

* Le Banquier Central présente à cette fin un plan de séquençement décrivant à la fois les mesures à prendre et l'ordre dans lequel elles devraient être prises pour (i) éviter un choc de durcissement et (ii) en garantir la bonne transmission, avant tout dans la zone euro. Il s'agit ainsi de, respectivement :

- ① Mettre un terme à l'achat d'actifs
- ② Continuer à relever les taux d'intérêt directs
- ③ Réduire la taille du bilan de la BC

* Pour cela, l'optimalité mise en avant par V. de Gaulle vise à se laisser la possibilité de "voir et juger"

avant d'agir, cela est rendu d'autant plus nécessaire dans la situation incertaine qui prévaut à l'heure actuelle (en regard aux risques de l'inflation pré-côtée, notamment). Passer de la "persistance" à l'"optionnalité" permet en effet d'être ferme sur nos objectifs tout en ne se liant pas les mains grâce à une option contingente.

- * Les conditions qui devraient être remplies pour la mise en œuvre de ce retour à la normale seraient les suivantes :
- une inflation à l'objectif avant la fin de son horizon de projection
 - une inflation durable sur cet objectif sur cet horizon
 - une inflation pas-jacente suffisamment stable pour que puisse être atteint l'objectif visé.

Les chiffres constatés récemment ont rendu judicieuse la mise en œuvre de cette normalisation, dont les résultats seront présentés en (III).

B- La normalisation d' outils non conventionnels au service du retour à des politiques monétaires non accommodantes

* Le forward guiding a été l'usage des politiques non-conventionnelles mises en place en temps de crise. Face à l'instabilité que nous connaissons et aux difficultés d'atteinte de l'objectif d'inflation modérée, cet outil semble pouvoir être utile à l'accompagnement de la politique monétaire, même conventionnelle.

* Il s'agit pour cela de continuer à orienter les choix des agents économiques en présentant de manière claire et crédible les outils utilisés pour l'atteinte à une échéance fixe d'un objectif jugé comme raisonnable.

III - RESULTATS ET PERSPECTIVES : la fin des politiques accommodantes face à la rédite

A - Une mise en œuvre progressive mais aux effets redoutés.

* De premiers relèvements des taux avaient été opérés par la FED avant le début de la pandémie de COVID, signe que cette normalisation était, déjà, considérée comme nécessaire. A ce jour, la BCE a procédé à 8 relèvements des taux directeurs. Sa directrice n'a pas exclu une épise des hausses. Les derniers ressassements des mois de juin ont mené à l'état suivant dans la zone :

- o taux de dépôt : 3,5% (son niveau le plus haut depuis 2001)
- o taux de refinancement : 4%
- o facilité de prêt marginal : 4,25%

* La BCE a par ailleurs confirmé l'arrêt de ses rachats d'actifs (APP) et confirme des remboursements pour l'assainissement des bilans de ses Etats membres.

* A l'heure où les prévisions d'inflation restent élevées et dépassent les anticipations, la crédibilité des BC dépend de leur capacité à tenir le cap de l'objectif de stabilité des prix. Dans l'UE, l'inflation sous-jacente, corrigée des prix de l'énergie et des intrants essentiels s'est établie à 2,5% pour 2023 et 3% pour 2024. La poursuite de la mise en œuvre de la politique de retour à des outils non accommodants reste essentielle.

* La fin des politiques monétaires accommodantes est progressive mais montre des résultats encourageants. Cependant, le resserrement des taux et l'arrêt des mesures de financement exceptionnels ne sont pas sans conséquence sur la santé des agents économiques :

⊗ certains établissements bancaires voient peser sur eux la contrainte des remboursements des aides versées, ils voient se réduire leurs activités contraintes par la contraction des prêts due fait de la hausse des taux d'intérêt

⊗ pour les ménages, si l'inflation bénéficie

Intitulé de l'épreuve :

Économie

Nombre de copies :

3

Numérotez chaque page (dans le cadre en bas de la page) et placez les feuilles dans le bon sens.

aux emprunteurs à taux fixes, ils se trouvent aujourd'hui contraints dans leur pouvoir d'achat, et ne contribuent pas à la relance de l'activité économique par la demande, tout comme dans leurs capacités d'investissement et d'emprunt. Le jeu des anticipations les conduit également à épargner davantage qu'à consommer.

* Face à ces conséquences, les BC se voient contraintes à un arbitrage difficile entre objectif immédiat de stabilité des prix et contactisme de l'économie, qui plus est aggravé par les incertitudes de la conjoncture actuelle. C'est la raison pour laquelle la BCE n'a pas encore annoncé de nouvelles hausses de taux directeurs, dans une perspective, ici encore, de fermeté guidée. À cela s'ajoute l'objectif de contribution aux politiques de l'Union, parmi lesquelles la lutte contre le chômage, en complémentarité avec la lutte contre l'inflation (courbe de Philips révisée).

B- Perspectives : en une politique monétaire
neutre ?

* De bonne stratégie la BCE à l'été 2021 a procédé à une adaptation de son mandat au regard de la redite économique mais également de son adéquation avec des objectifs politiques aux implications économiques :

- ① en fixant l'objectif de stabilité des prix de façon symétrique à 2%.
- ② en faisant apparaître l'objectif de la transition

N°

5/10

écologique.

* Il est donc permis de s'interroger, comme le CAE dans un article de 2021 sur la capacité de la politique monétaire à rester neutre même dans le contexte de la marchandisation des outils dont elle fait usage. Des transitions numériques et écologiques appellent en effet à un soutien résolu dont les effets immédiats ne seraient pas sans conséquence sur les économies (choc de demande sur les énergies fossiles, choc d'offre sur les technologies propres ...).

Si des effets collatéraux de telles transitions doivent être intégrés aux décisions de politique monétaire des BC, leur neutralité ne serait plus garantie, mais il serait donc entendu qu'elles viseraient dans des objectifs plus accommodants envers les agents économiques.

La possibilité d'une fin permanente des politiques monétaires accommodantes serait alors inéluctable.

* Enfin, la politique monétaire s'envisagerait pour ces monétaristes comme un appui à la politique budgétaire. Une policy mix efficace susceptible de répondre de manière réactive à des chocs - reste exclue dans le cadre de la zone euro et de l'UE, dont le budget ne peut pas faire office de stabilisateur.

L'intégration budgétaire de l'UE, dont un premier pas a été franchi avec l'adoption de Next Generation EU pendant la crise COVID, est un premier signal pour permettre à la marchandisation de la politique monétaire européenne d'être appuyée par une politique budgétaire mieux coordonnée entre États membres et éviter de recourir à des politiques monétaires conventionnelles de l'ampleur et dans la durée que nous avons connues.



A large rectangular area containing horizontal lines for writing, typical of a notebook page.

N°
... / ...

Lined writing area with horizontal ruling lines.

N°
... / ...