THEME 5 : DESEQUILIBRES ET POLITIQUES ECONOMIQUES EN ECONOMIE OUVERTE

CHAPITRE 2
LES POLITIQUES ECONOMIQUES EN ECONOMIE OUVERTE

- DOSSIER DOCUMENTAIRE –

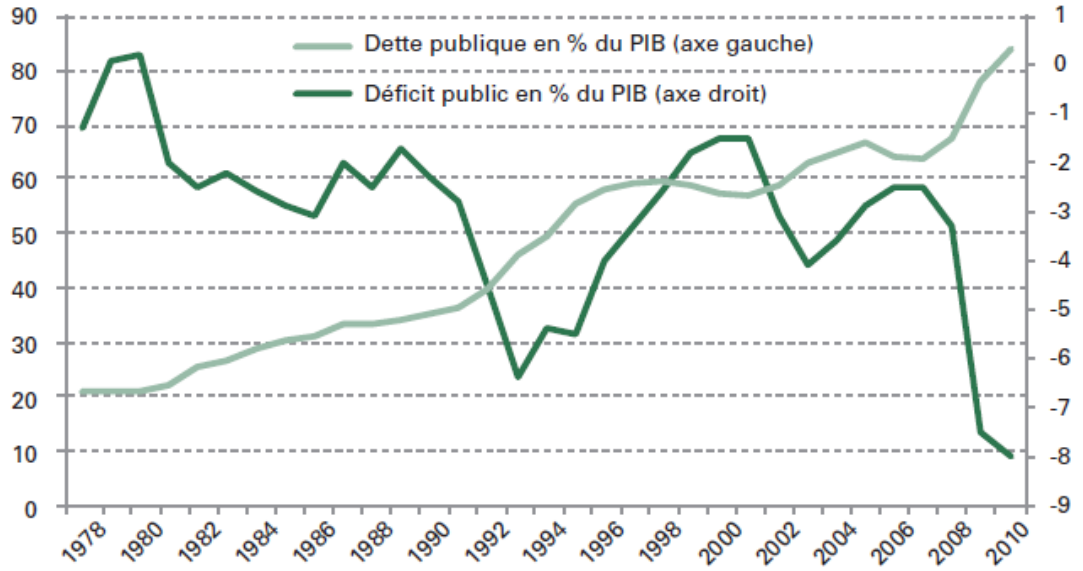
Document 1 : L'effet « boule de neige » de la dette

L'effet dit « boule de neige » de la dette est la variation autonome de la dette publique qui résulte de l'écart entre son coût, sous forme d'un taux d'intérêt i, et le taux de croissance du PIB g. Lorsque cet écart est positif, c'est-à-dire lorsque le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance du PIB, les conditions sont réunies pour que puisse se produire un effet boule de neige. Celui-ci se déclenche lorsque le solde primaire du budget de l'État est plus dégradé que le « solde primaire stabilisant la dette », tous deux étant exprimés en termes nominaux ou réels.

Plus le taux d'intérêt est élevé par rapport au taux de croissance, plus le risque d'effet boule de neige est important. En effet, dans ce cas, le solde primaire qui permettrait de stabiliser la dette est lui-même d'un niveau élevé, c'est-à-dire exigeant en termes de finances publiques. Lorsque i est supérieur à g, si le solde public primaire stabilisant est atteint, il n'y a pas d'effet boule de neige ; mais si le solde public primaire est plus dégradé que le solde stabilisant, alors l'effet boule de neige se produit. À l'inverse, le risque d'effet boule de neige est moindre quand i est inférieur à g. Toutefois, un fort déséquilibre budgétaire est de nature à l'enclencher.

Source : Documents et débats « La crise de la dette souveraine », Banque de France, 2012

Document 2 : Dette et déficit public de la France en % du PIB



Source : D'après Insee, Comptes nationaux

Document 3 : Les politiques conjoncturelles françaises des 30 glorieuses

Le plan de redressement de René Mayer

Le ministre des Finances du gouvernement Schuman lance en janvier 1948 un plan de redressement d'inspiration libérale - suppression des subventions, libération des prix -, qui s'accompagne d'un emprunt forcé puis d'un relèvement fiscal, d'où une réduction nette du déficit budgétaire. Les prix se stabilisent à la fin de 1948. En septembre 1949, une nouvelle dévaluation, officielle, stabilise le franc (350 francs pour un dollar) et lui donne une nouvelle valeur (2,54 milligrammes d'or). La monnaie redevient crédible.

Les déséquilibres, l'inflation et le déficit extérieur

L'effort de la nation, l'aide américaine, permettent la reconstruction du pays. A partir de 1950 on entre dans une ère qui est, globalement, celle de la croissance intense et continue. Cette croissance, portée par un effort d'investissement - public principalement, dans les années 1950 - sans précédent (20 % du PNB, selon P. Delfaud et P. Guillaume) a suscité tendanciellement deux tensions: l'inflation et le déficit des échanges extérieurs (renchérissement relatif des prix français du fait de l'inflation, demande de biens d'équipement...).

Sur cette tendance lourde se combinent les effets des phénomènes conjoncturels d'origine nationale ou internationale (guerre de Corée). Selon les incitations de la conjoncture principalement, et selon les inclinations des dirigeants de la politique économique à court et à moyen terme (les ministres notamment) dans une moindre mesure, on peut distinguer des « stabilisateurs » et des « modernisateurs ».

Le plan Pinay de 1952

Dans un contexte de forte croissance en 1951, la guerre de Corée suscite une reprise marquée de l'inflation el des menaces de spéculation contre la monnaie. Pinay, président du Conseil et ministre des Finances (mars-décembre 1952), forme un ministère « de la défense du franc ».

L'inspiration est très classique, sinon de facture déflationniste. Se refusant à toute augmentation des impôts, il annonce des économies budgétaires (les investissements sont réduits). Il s'appuie surtout sur un grand emprunt d'État indexé sur l'or (le « napoléon »), exonéré de droits de succession - la « rente Pinay » constituant ainsi pour des années une « source légale d'évasion fiscale ». Le relèvement du taux d'escompte témoigne d'une politique monétaire restrictive, mais il doit maintenir le blocage des prix. Au-delà du retournement de conjoncture qui favorise la réalisation de ses objectifs (une sensible récession), c'est surtout dans la confiance qu'il inspire aux milieux d'affaires et à l'opinion conservatrice, majoritaire dans la grande presse, qu'il faut chercher les raisons du succès de Pinay: l'arrêt des anticipations inflationnistes.

Edgar Faure : la croissance dans la stabilité

Edgar Faure est ministre des Finances de juin 1953 à janvier 1955, puis président du Conseil jusqu'en janvier 1956. Il bénéficie d'une conjoncture de très forte croissance au milieu de la décennie. Il représente, parmi les hommes politiques, les modernisateurs qui croient dans les vertus de l'expansion et entendent mener de front et la croissance et la stabilité sans sacrifier l'une à l'autre. Ainsi, pour réduire le déficit du budget, il mise davantage sur l'augmentation des recettes par la stimulation de la production que sur la réduction des dépenses (solution classique et souvent inefficace). Il mène une tactique de relance conjoncturelle: abaissement du taux d'escompte, octroi de facilités de crédit à l'équipement par les organismes de financement parapublics. On substitue aux taxes successives qui alourdissaient le prix de revient des biens et des services un impôt unique, la taxe à la valeur ajoutée (TVA).

Contre la « surchauffe » : le plan Gaillard

En 1956 et 1957 la croissance persiste. Le gouvernement Guy Mollet accorde des hausses de salaire (du SMIG [Salaire minimum interprofessionnel garanti]), la troisième semaine de congés, crée un Fonds national de solidarité pour les personnes âgées, les retraites complémentaires, examine

l'instauration d'une allocation chômage. Les dépenses publiques augmentent.
Simultanément la guerre d'Algérie qui s'intensifie absorbe l'équivalent en dépenses militaires. C'est la « surchauffe »: le déficit budgétaire croît d'un tiers sur l'exercice, la hausse des prix redémarre, les importations progressent, la balance des paiements est déficitaire. Les réserves de la Banque de France s'épuisent et on doit emprunter à l'Union européenne de paiements et au FMI (Fonds monétaire international).
Aux Finances puis à Matignon, Félix Gaillard tente, en juin 1957, d'enrayer le mouvement. Il s'agit de réduire le déficit budgétaire (dépenses réduites et hausse fiscale) et de restreindre le crédit (hausse du taux d'escompte). Il engage une opération vérité des prix qui doit se substituer à la « politique de l'indice ». Mais la mesure la plus spectaculaire est la suspension de la libération des échanges en juin et la « dévaluation fiscale » en août: les importateurs doivent payer une taxe de 20 % sur leurs achats de devises, tandis que les exportateurs reçoivent une prime équivalente. Gaillard assainit la situation, mais le contexte politique ne permet pas de retrouver la confiance, les capitaux poursuivent leur exode, l'État doit solliciter une nouvelle aide américaine.
[…]
On dit que le général de Gaulle n'avait que peu de goût pour cc qui relève de « l'intendance ». Pourtant, ne serait-ce que parce que la puissance économique de la nation est un élément essentiel de la puissance tout court, c'est avec conscience qu'il prit soin de la politique économique qu'il convenait de mener.
Le fait saillant de la période est la forte croissance économique, qui se poursuit et s'amplifie. Ce n'est pas le lieu ici, bien entendu, d'analyser tous les facteurs qui ont contribué à cette croissance. Du point de vue de l'étude de la politique économique, on doit souligner trois traits:
- la poursuite de l'ouverture internationale, évoquée dans le chapitre précédent, et à laquelle de Gaulle ne s'oppose pas en honorant le traité de Rome ;
- un indéniable volontarisme économique, marqué par toute une rhétorique sur la mission de l'État et par l'apogée de la planification sous Massé;
- et, paradoxalement, le choix à deux reprises de ministres des Finances libéraux et « stabilisateurs » et, surtout, le soutien à l'investissement privé.

Le plan Pinay-Rueff

Aux Finances, Antoine Pinay engage des économies budgétaires (suppression de subventions publiques et de la retraite du combattant...) destinées à rassurer tes capitaux (qui bénéficient par ailleurs d'une large amnistie fiscale) sur la volonté d'assainissement du nouveau pouvoir.
Le comité Armand-Rueff qui se constitue en septembre est formé d'« experts » (en sont donc écartés les politiques): des économistes (dont Rueff, théoricien libéral « orthodoxe » qui s'était fait connaître dans les années 1930 par son opposition résolue à la politique sociale britannique), des hauts fonctionnaires, des hommes d'affaires. De Gaulle s'en remet à ce comité pour définir la politique économique de la France: il s'agit de choisir décidément l'ouverture, ce qui suppose le retour à la convertibilité externe du franc.
Le franc est dévalué de 17,55 %. Survenant après la dévaluation déguisée de Gaillard (20 %), la mesure doit donner un coup de fouet aux exportations. Une nouvelle définition du franc est donnée: un franc vaut 2 milligrammes d'or. La France répond désormais aux critères du FMI, du GATT et de la CEE. La création, à partir de janvier 1960, du franc lourd (un nouveau franc vaut 100 anciens francs) est une simple mesure de prestige destinée à la fois à renforcer la confiance en la monnaie et à augmenter dans ce domaine le crédit du chef de l'État aux yeux des profanes, attachés à la valeur nominale de la monnaie (il ne faut plus désormais que 5 francs pour un dollar).
La politique budgétaire se durcit: suppression des subventions aux entreprises nationales, qui doivent relever leurs tarifs (opération « vérité des prix »), suppression de l'indexation des salaires (sauf pour le SMIG), hausses fiscales. Pour rétablir l'équilibre, on émet un nouvel emprunt Pinay

indexé sur l'or.
Par rapport aux objectifs financiers, le résultat est atteint: les capitaux rentrent, la balance des paiements est excédentaire, l'épargne s'accroît. La dette extérieure de 1 700 millions de dollars en 1958 sera entièrement remboursée en 1962. Mais la croissance marque le pas; si l'inflation chute (3 % en 1960, 2,8 % en 1961), la consommation des ménages régresse.

Le plan de stabilisation de Giscard

Aussi, après le départ de Pinay en 1960, il semble que les expansionnistes, dont le Premier ministre Michel Debré, retrouvent l'oreille du général. S'appuyant, il est vrai, sur les résultats de l'assainissement Pinay, ils obtiennent un desserrement des contraintes: le loyer de l'argent est abaissé, les dépenses civiles et militaires reprennent…
C'est alors qu'une nouvelle surchauffe naît de la conjonction du soutien budgétaire à la croissance et du gonflement du marché intérieur dû à l'intégration des rapatriés et au maintien des courants d'exportation. Malgré la croissance, la demande est trop forte par rapport à l'offre, l'inflation reprend (4,9 % en 1963).
Le Premier ministre Georges Pompidou confie au ministre des Finances, Valéry Giscard d'Estaing, l'élaboration d'un plan de stabilisation destiné à contenir la demande (septembre 1963). Ce programme combine des mesures dirigistes et une philosophie très classique. L'équilibre budgétaire est rétabli: une partie des dépenses du Trésor sera supportée par la Caisse des dépôts et consignations; un emprunt public à long terme est destiné à éponger le surplus de liquidités lié en partie aux rentrées de devises de la période 1960-1962, mais aussi à la croissance excessive du crédit bancaire. Le crédit est fortement encadré. La politique des prix impose le blocage jusqu'en 1965. Les effets se font sentir cette année-là: la progression du pouvoir d'achat ralentit, l'inflation chute, l'équilibre extérieur est retrouvé.

Debré, ministre de l'Économie et des Finances

Ministre des Finances de 1966 à 1968, Michel Debré prolonge dans un premier temps le plan Giscard afin d'éviter l'inflation. Si la politique des prix s'assouplit quelque peu, l'échec en 1964 de la grande politique des revenus à laquelle rêvaient Massé et les « gaullistes de gauche » contribue à la morosité sociale, alors que le chômage croît et que l'on réforme la gestion de la Sécurité sociale (1967).
Mais Debré est aussi ministre de l'Économie. En septembre 1967, des ordonnances doivent permettre de réamorcer le dynamisme économique: réforme des mécanismes de crédit, du fonctionnement du marché financier, des règles relatives à la concurrence commerciale. En janvier 1968, son plan de relance comprend des allègements fiscaux, le relèvement de certaines prestations sociales, l'augmentation des dépenses de l'État. En fait, le plan Debré, qui entend s'inscrire par rapport aux objectifs de croissance du Ve Plan, a des « objectifs ambitieux, mais des moyens limités » (E. Mossé).

Les événements de mai-juin 1968 et la politique économique

En effet, ce sont surtout les événements de mai-juin 1968 (contestation étudiante de la « société de consommation » et de « l'ordre moral bourgeois », amplifiée par un mouvement social inédit avec onze millions de grévistes le 13 mai; le pouvoir vacille en mai, avant de reprendre l'initiative en juin) qui relancent significativement la croissance.
Pourtant, à court terme, la crise sociale et politique perturbe sensiblement les grands équilibres:
- la forte hausse des salaires (de 9 à 19 % mais 35 % pour le SMIC, soit une hausse moyenne de 15,5 %), la quatrième semaine de congés payés et la réduction progressive de la durée du travail sont incontestablement génératrices d'inflation, d'autant plus que l'offre a été momentanément réduite lors des grèves;
- l'équilibre extérieur est compromis par le déficit commercial (dû à la réduction de l'offre et à l'augmentation de la demande) et par l'exode massif de capitaux au plus fort de la crise;

- pour la monnaie, le gouvernement instaure en mai le contrôle des changes; le rétablissement prématuré de la liberté de changes en septembre 1968 donne lieu à une spectaculaire spéculation internationale contre le franc, d'autant plus que le général de Gaulle refuse toute dévaluation.
A moyen terme cependant, 1968 ouvre une période de très forte croissance, inédite par son intensité et sa durée. Pour un temps, le *stop and go* (alternance stabilisation/relance) qui affectait les politiques économiques françaises prend fin. La reprise est stimulée par la hausse du pouvoir d'achat, génératrice de consommation des ménages el des entreprises, et garantie par les négociations, nécessaires désormais pour porter le « bloc de croissance » (H. Bonin) libéral-interventionniste.

Source : Fernandez Alexandre, Les politiques économiques en France de 1914 à 1974, Seuil

Document 4 : Le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance

Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) : mode d'emploi

Son nom de code est "TSCG". Plus communément appelé "Pacte budgétaire européen", le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire vise à contraindre les Etats de la zone euro à financer leurs dépenses par leurs recettes et donc à limiter le recours à l'emprunt. Signé le 2 mars 2012 par 25 Etats membres de l'UE (tous sauf le Royaume-Uni et la République tchèque), ce nouveau traité est entré en vigueur le 1er janvier 2013. Il soulève plusieurs questions.

Pourquoi un traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance ?

Face à la crise, les Etats membres n'ont pas réussi à respecter les règles strictes fixées par le pacte de stabilité et de croissance adopté en 1997 en vue de la création de l'Euro le 1er janvier 1999. Les pays se sont ainsi livrés à des excès d'endettement et de déficit préjudiciables à l'ensemble de la zone euro et ont dépassé la limite des 3% de déficit autorisé pendant plusieurs années. En 2011, le pacte de stabilité et de croissance a été renforcé par le "Six-Pack" mais cet arsenal législatif s'est avéré insuffisant.

Pour contraindre les pays à respecter une discipline budgétaire indispensable au fonctionnement de l'Union, le nouveau traité prévoit des règles communes de gouvernance économique et budgétaire.

L'article 1er du traité pose ainsi le décor du pacte budgétaire européen. "Son objectif [est] de renforcer le pilier économique de l'UEM, […] la coordination de leurs politiques économiques et la gouvernance de la zone euro". Exigé par l'Allemagne en échange de sa solidarité financière avec ses partenaires de la zone euro, le pacte budgétaire européen introduit une règle d'or qui engage les Etats signataires à avoir des comptes publics "en équilibre ou en excédent" sur l'ensemble d'un cycle économique. Le TSCG prévoit également une coordination et une convergence des politiques économiques : les Etats concernés sont tenus de communiquer leurs plans nationaux d'émissions de dette publique et de s'assurer que les grandes réformes économiques qu'ils envisagent d'entreprendre soient débattues au préalable et, au besoin, coordonnées. Par cette règle d'or budgétaire les pays s'engagent plus précisément à avoir des budgets en équilibre ou en excédent. Elle prévoit ainsi que le déficit structurel ne devra pas dépasser 0,5% du PIB.

Que représente ce « déficit structurel » ?

Contrairement au déficit public, ce déficit structurel ne comprend pas les dépenses inhabituelles, ce que Pierre Moscovici, ministre français de l'Economie, a pu qualifier d'"effets momentanément déformants des aléas de la conjoncture", soit des "trous d'air" dans la croissance. Ainsi, si le déficit de la France est actuellement à 6% du PIB, son déficit structurel n'est qu'à 4%. Contrairement au traité de Maastricht, le TSCG prévoit donc que les Etats doivent s'engager à financer sainement leurs dépenses courantes, mais qu'ils gardent la possibilité de soutenir leur économie par un déficit

exceptionnel.
Pour les pays ayant une dette inférieure à 60% du PIB, un déficit structurel atteignant 1% du PIB pourra cependant être accordé. En France, le Haut Conseil des finances publiques, organisme indépendant présidé par le Premier président de la Cour des comptes, est créé. Ce gendarme budgétaire se prononce sur la crédibilité des prévisions de croissance servant à établir le budget national.

Quelle est la différence entre le "Six pack" et le TSCG ?

La principale nouveauté du traité par rapport au "Six-Pack" est qu'il introduit une règle d'or qui prévoit d'obliger les Etats à se doter de dispositions contraignantes destinées à respecter leurs obligations résultant du pacte de stabilité en ce qui concerne la convergence vers leur objectif de solde structurel à moyen terme.

Le texte du traité va-t-il être intégré dans chaque Constitution nationale ?

La règle d'or doit être inscrite "de préférence" dans la constitution de chaque pays signataire, sans caractère obligatoire. Elle doit prendre effet dans le droit national au plus tard un an après l'entrée en vigueur du traité. A défaut, un texte de loi peut suffire si sa valeur juridique garantit qu'il ne sera pas remis perpétuellement en cause. L'Allemagne a dû accepter cette concession, car de nombreux pays refusaient de modifier leur constitution.
Le 11 octobre 2012, la France a adopté le projet de loi autorisant la ratification du traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire.

Quel est le rôle de la Cour de justice de l'Union européenne ?

La transposition de la règle d'équilibre budgétaire peut être vérifiée par la Cour de justice de l'Union européenne. L'arrêt de la Cour sera contraignant et pourra être suivi de sanctions financières si l'État membre concerné ne s'y conforme pas. Les Etats parties dont la monnaie est l'euro s'engagent à adopter les décisions du Conseil dans le cadre de la procédure concernant les déficits excessifs à moins qu'une majorité qualifiée ne s'y oppose.

Quelles seront les sanctions en cas de non respect du traité ?

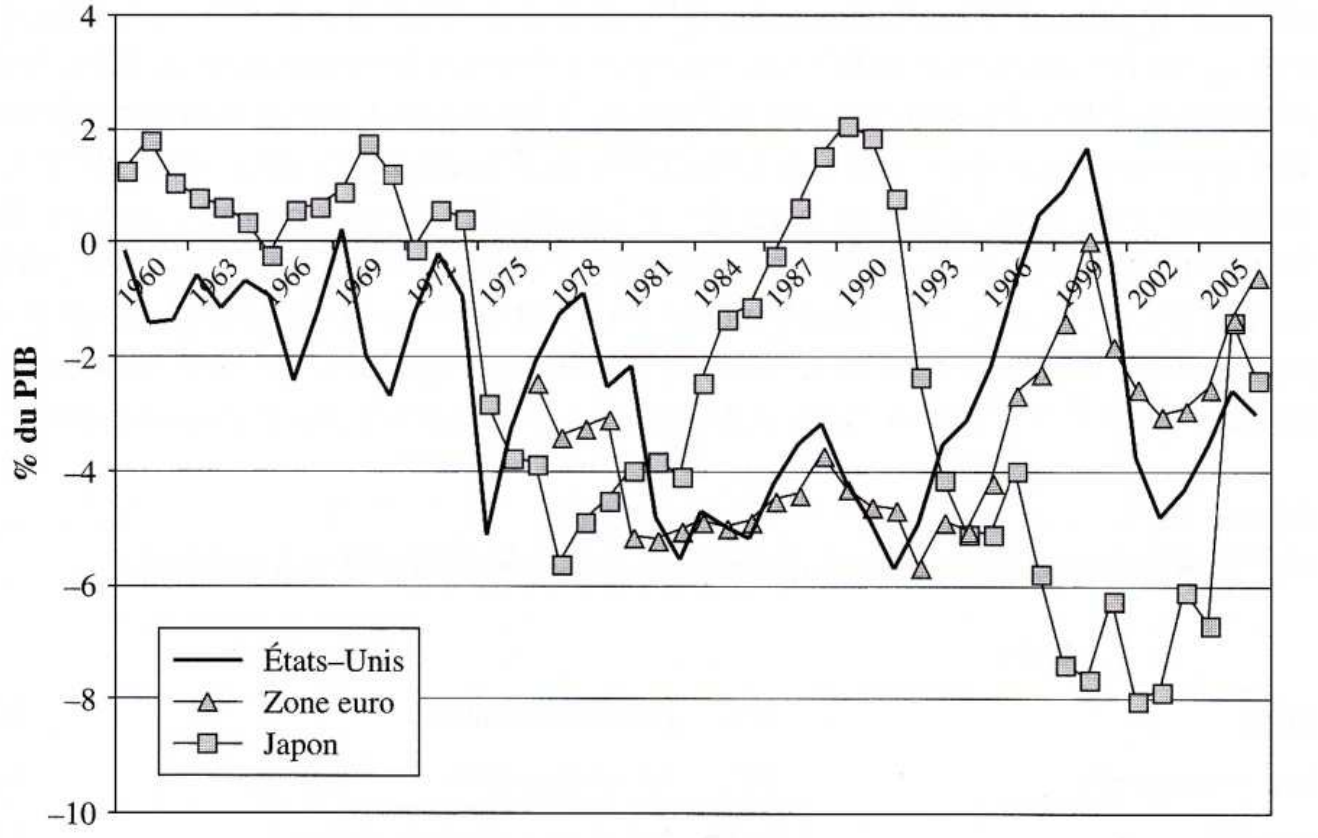
Des sanctions quasi-automatiques s'appliqueront envers les pays qui ne respecteront pas le traité. La Cour de justice européenne pourra infliger une amende allant jusqu'à 0,1% du PIB en cas de non transposition du texte dans le droit national. En cas de déficit budgétaire trop important, le Conseil européen pourra infliger une sanction financière allant de 0,2 à 0,5 % du PIB. Mais avant cette étape, la Commission européenne adressera des avertissements aux pays en question.

Calendrier : quand le TSCG est-il entré en vigueur ?

Pour entrer en vigueur, le traité devait être ratifié par les 12 États membres de la zone euro. Cette condition a été remplie lorsque la Finlande, douzième membre de la zone euro ayant ratifié le traité, a déposé son instrument de ratification le 21 décembre 2012. L'objectif est d'intégrer le contenu du TSCG dans le droit de l'UE dans les cinq ans qui suivent son entrée en vigueur.

Source : http://www.touteleurope.eu

Document 5 : Solde budgétaire dans les trois grandes zones 1960-2007 (en % du PIB)

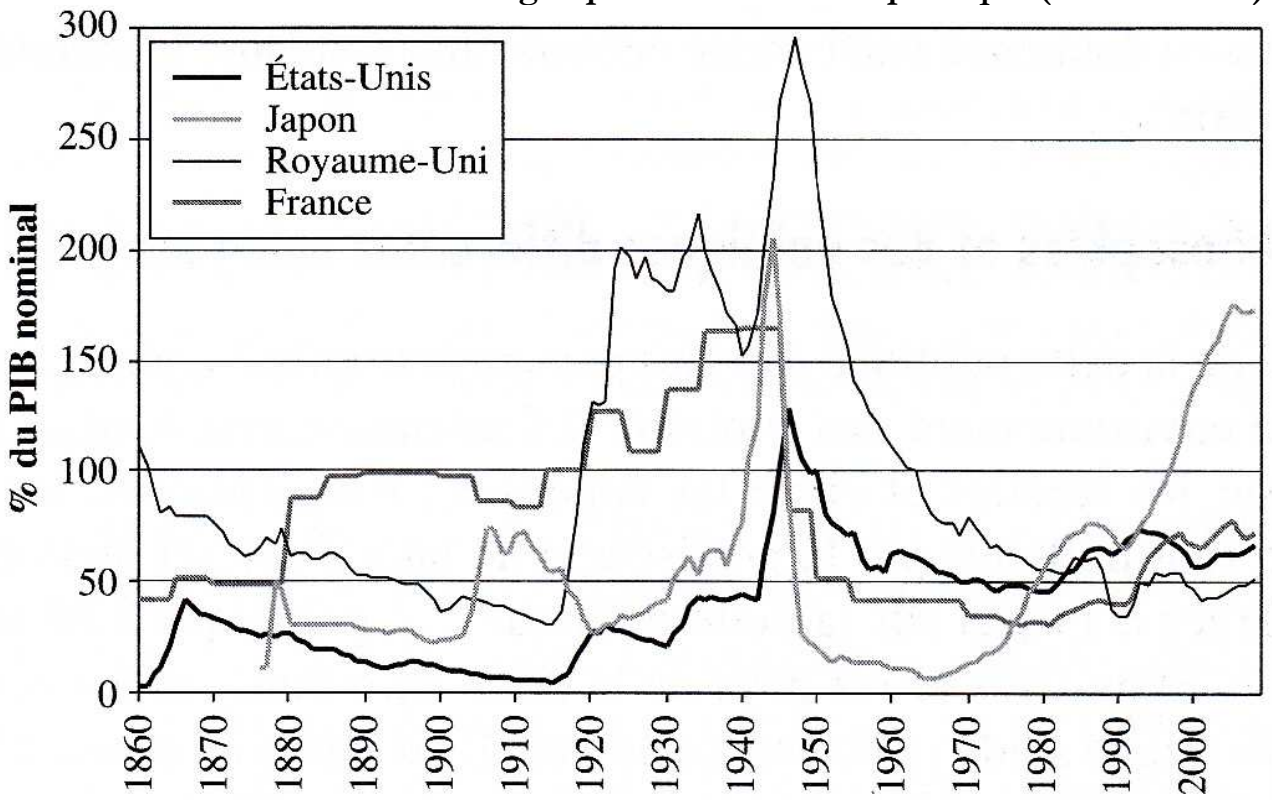


Source : A. Bénassy-Quéré et alii, Politique économique, De Boeck, 2009

Document 6 : Déficit, excédents et dette des Etats (en % du PIB)

Pays	Déficits (–) ou excédents (+)			Dettes publiques		
	Moyenne 1991-1995	Moyenne 1996-2000	Moyenne 2001-2008	Moyenne 1991-1995	Moyenne 1996-2000	Moyenne 2001-2008
Belgique	– 6,5	– 1,3	– 0,3	139,2	125,2	93,7
France	– 4,7	– 2,6	– 2,9	51,2	68,3	62,6
Allemagne	– 2,9	– 1,7	– 2,5	46,6	61,6	64,8
Grèce	– 11,2	– 4,0	– 4,3	99,3	108,9	97,6
Irlande	– 2,5	+ 2,1	+ 0,7	90,8	55,8	29,1
Italie	– 9,9	– 3,1	– 3,1	127,6	131,0	105,2
Japon	– 1,6	– 5,8	– 5,0	75,0	113,2	168,2
Pays-Bas	– 3,5	– 0,2	– 0,6	91,6	79,6	49,2
Suède	– 7,4	+ 1,1	+ 1,4	74,9	76,9	47,9
Royaume-Uni	– 6,0	– 0,3	– 2,6	44,7	50,9	41,1
États-Unis	– 4,5	0,0	– 3,5	73,8	66,9	61,3
Zone euro	– 5,2	– 2,1	– 2,0	70,9	80,8	68,2

Document 7 : Evolution sur longue période de la dette publique (en % du PIB)



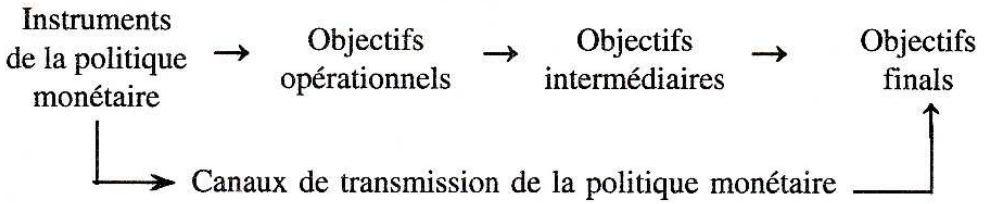
Source : A. Bénassy-Quéré et alii, Politique économique, De Boeck, 2009

Document 8 : Les mandats de 4 banques centrales

	Texte officiel	Stabilité des prix	Stabilité du taux de change	Stabilisation de la production	Stabilité financière
Réserve fédérale américaine	Full Employment and Balanced Growth Act, 1978 ('Humphrey-Hawkins Act')	Oui	Non, mais peut intervenir sur le marché des changes, à la demande du Trésor	Oui, au même titre que la stabilité des prix	Oui, rôle renforcé après la crise de 2007/2008
BCE	Traité instituant la Communauté européenne, révision de 1992 (« Traité de Maastricht »)	Oui	Non, mais le taux de change fait partie du second pilier de la stratégie monétaire. La BCE est seule autorisée à intervenir sur le marché des changes.	Oui, si l'objectif de stabilité des prix est atteint	Pas explicitement mais en pratique
Banque d'Angleterre	Bank of England Act, 1998	Oui. Stabilité des prix définie par le gouvernement	Non	Oui, si l'objectif de stabilité des prix est atteint	Oui
Banque du Japon	Bank of Japan Law, 1997	Oui	Non, mais peut intervenir sur le marché des changes sur instruction du ministère des finances.	Non, seulement comme sous-produit de la stabilité des prix	Oui

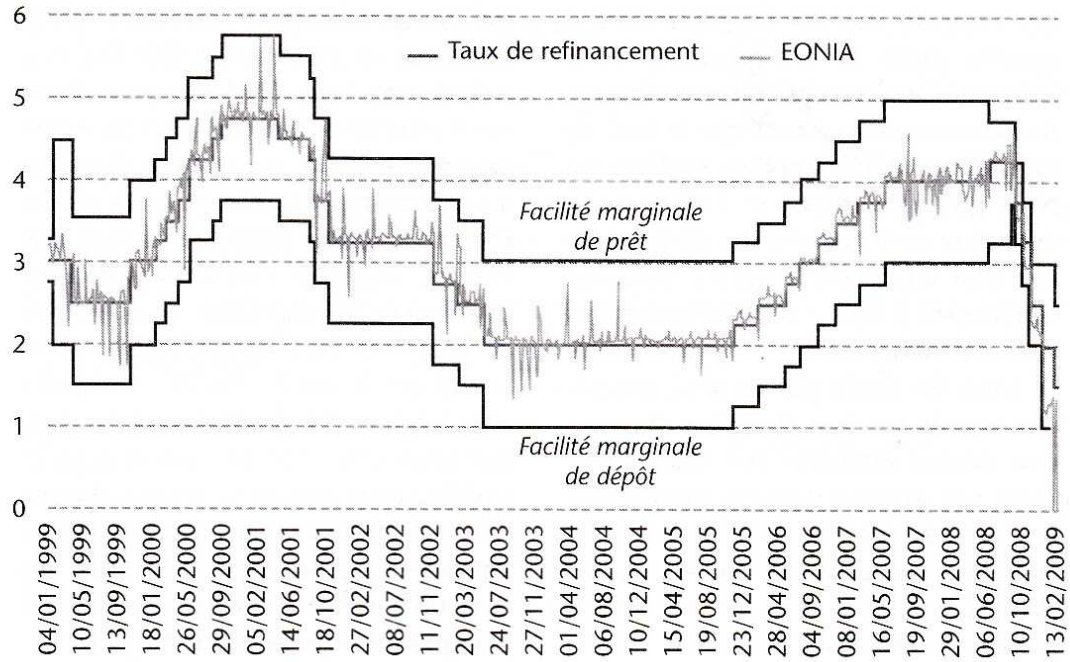
Source : A. Bénassy-Quéré et alii, Politique économique, De Boeck, 2009

Document 9 : La mise en œuvre de la politique monétaire



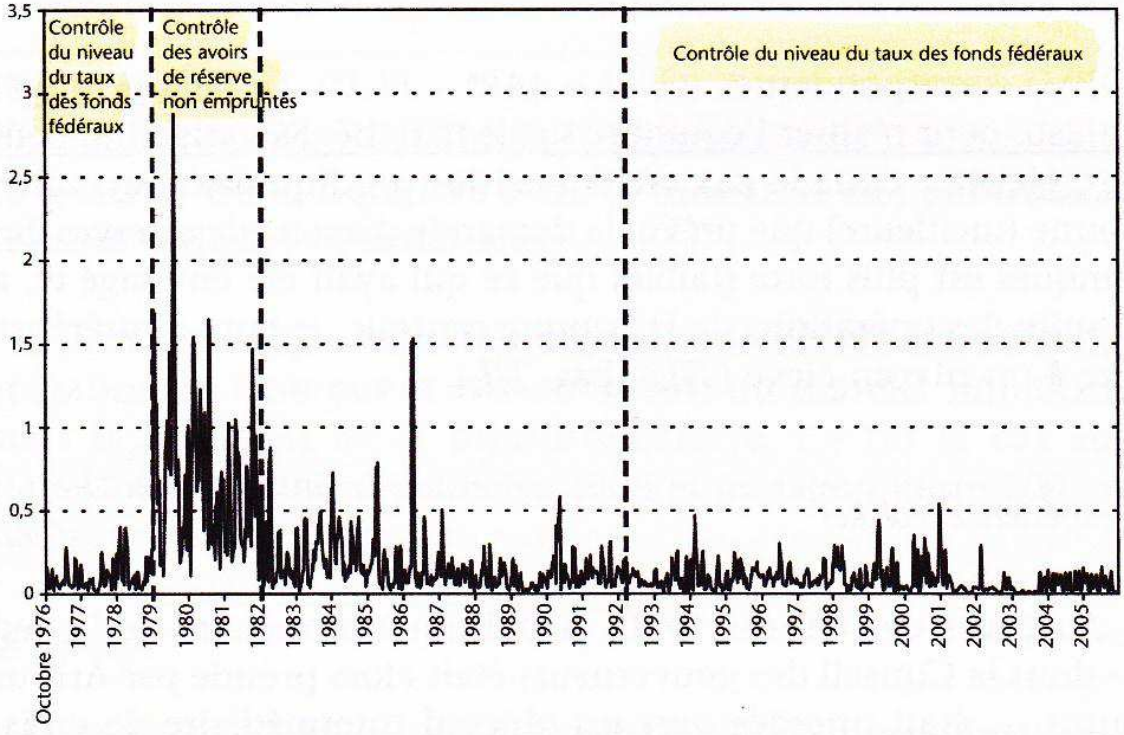
Source : D. Plihon, La monnaie et ses mécanismes, 2008

Document 10 : L'influence des taux d'intérêt directeurs sur le taux au jour le jour



Source : A. Bénassy-Quéré et Benoît Coeuré, Economie de l'Euro, La découverte, 2010

Document 11 : La variabilité du taux des fonds fédéraux aux USA

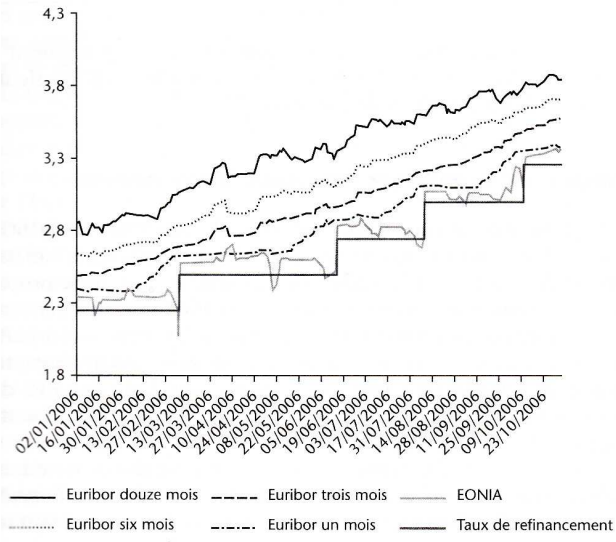


Source : C. Bordes, La politique monétaire, 2007

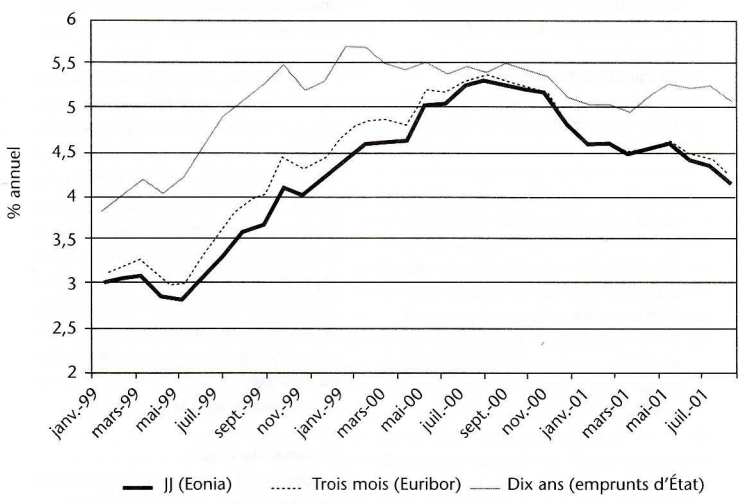
Voir Document 12 : La courbe des taux d'intérêt

Les taux du marché interbancaire à quinze jours et à trois mois sont influences par les taux directeurs, mais de manière moins étroite que le taux au jour-le-jour car les appels d'offres ne sont pas quotidiens et l'offre et la demande sur le marché jouent donc un rôle plus important. Pour les maturités supérieures à trois mois, l'influence des taux directeurs est encore moins nette et passe en partie par les anticipations des agents sur leur évolution future : une hausse attendue des taux directeurs fait immédiatement augmenter les taux de marché aux horizons de trois mois ou d'un an, car les agents préféreront dans ce cas renouveler plusieurs fois des placements courts plutôt que d'acquérir en une seule fois un actif à plus longue échéance. On le voit clairement sur le graphique 2, qui décrit l'évolution des taux interbancaires au jour le jour (EONIA) et à
trois-douze mois (Euribor, pout European lnter-Bank Offered Rate) au cours de l'année 2006, où le taux directeur a été plusieurs fois relevé : cette hausse etait chaque fois anticipée, si bien que l'impact immédiat des hausses de taux directeurs a été plus faible pour les taux de maturité plus éloignée. Le mécanisme est le même sur les maturités plus longues, Le graphique 3 montre, par exemple, que la hausse puis la stabilisation des taux courts durant l'année 2000 avaient été largement anticipées par les agents, le taux des emprunts d'État à dix ans ayant cessé d'augmenter dès le début de l'année.

Taux directeur et taux de marché



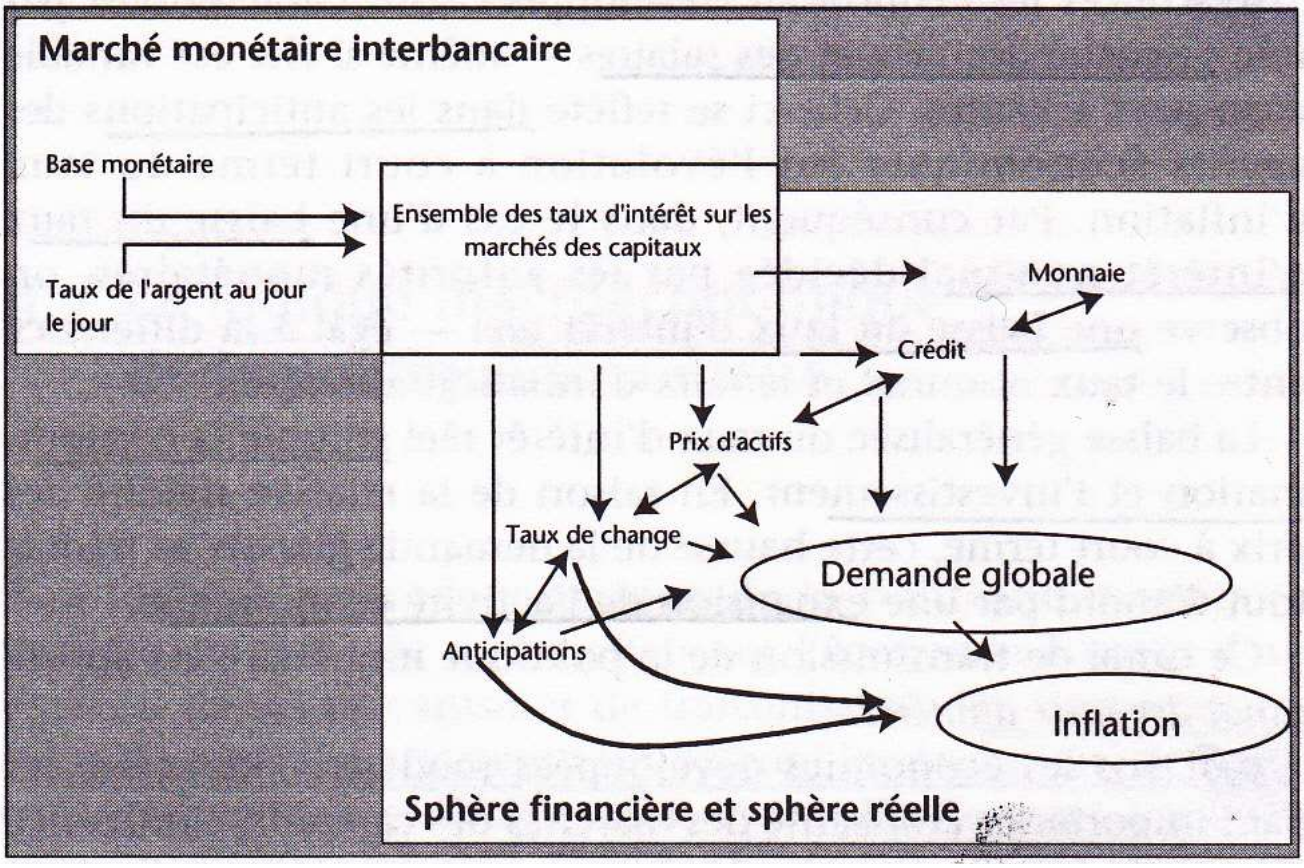
Taux courts, taux longs



Le lien entre les taux d'intérêt à différents horizons est appelé « courbe des taux ». En général, les taux longs (dix ans, par exemple) sont supérieurs aux taux plus courts (inférieurs à un an), car ils incorporent une prime de risque : à taux d'intérêt égal, un épargnant préfère placer à un an et renouveler neuf fois son placement plutôt que de placer directement à dix ans et d'encourir un risque de dévalorisation de son actif en cas de variation des taux du marché ou de défaut de l'emprunteur ; les taux à 10 ans sont en général plus élevés pour attirer les épargnants : on dit que la pente de la courbe des taux est positive. Cependant, la courbe des taux peut s'inverser lorsque les agents anticipent une baisse sensible des taux d'intérêt : l'épargnant préfère alors placer à dix ans (à taux plus élevé) plutôt que de placer à un an et d'être obligé ensuite de renouveler son placement à un taux moins favorable.

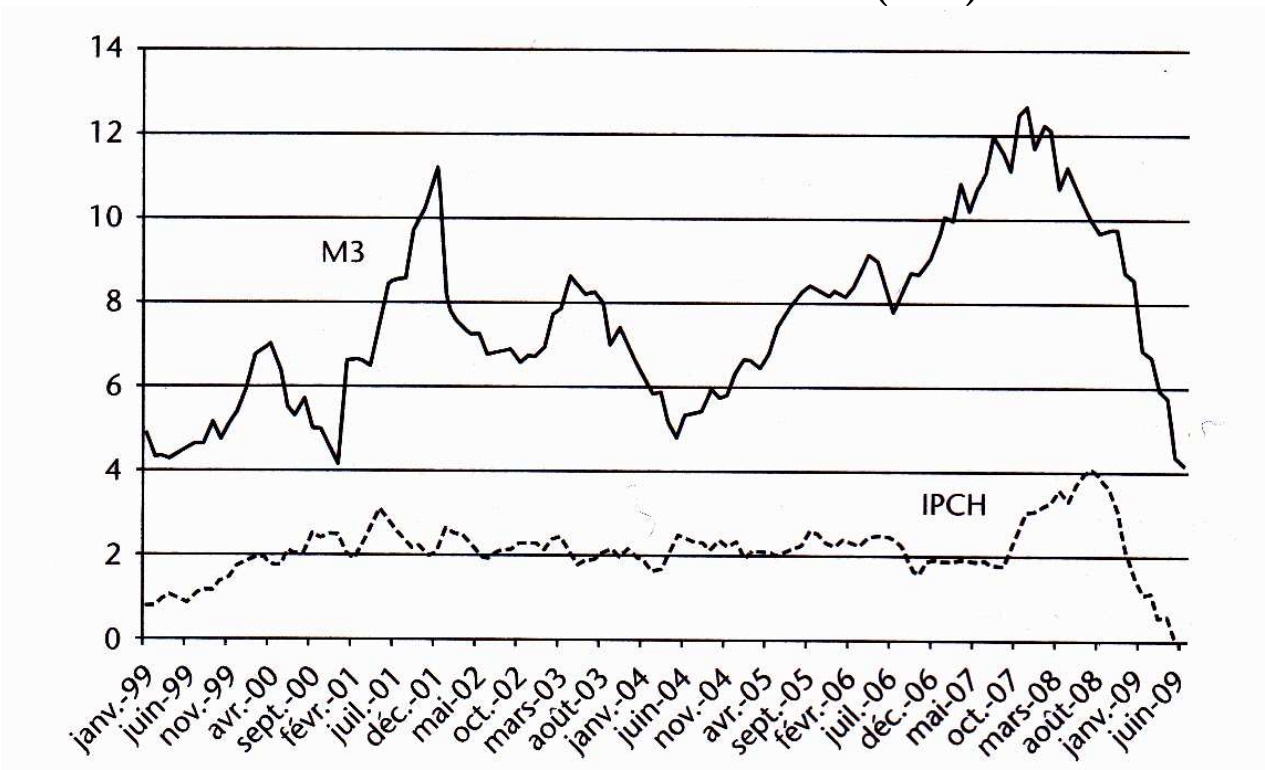
Source : A. Bénassy-Quéré et Benoît Coeuré, Economie de l'Euro, La découverte, 2010

Document 13 : Les canaux de transmission de la politique monétaire



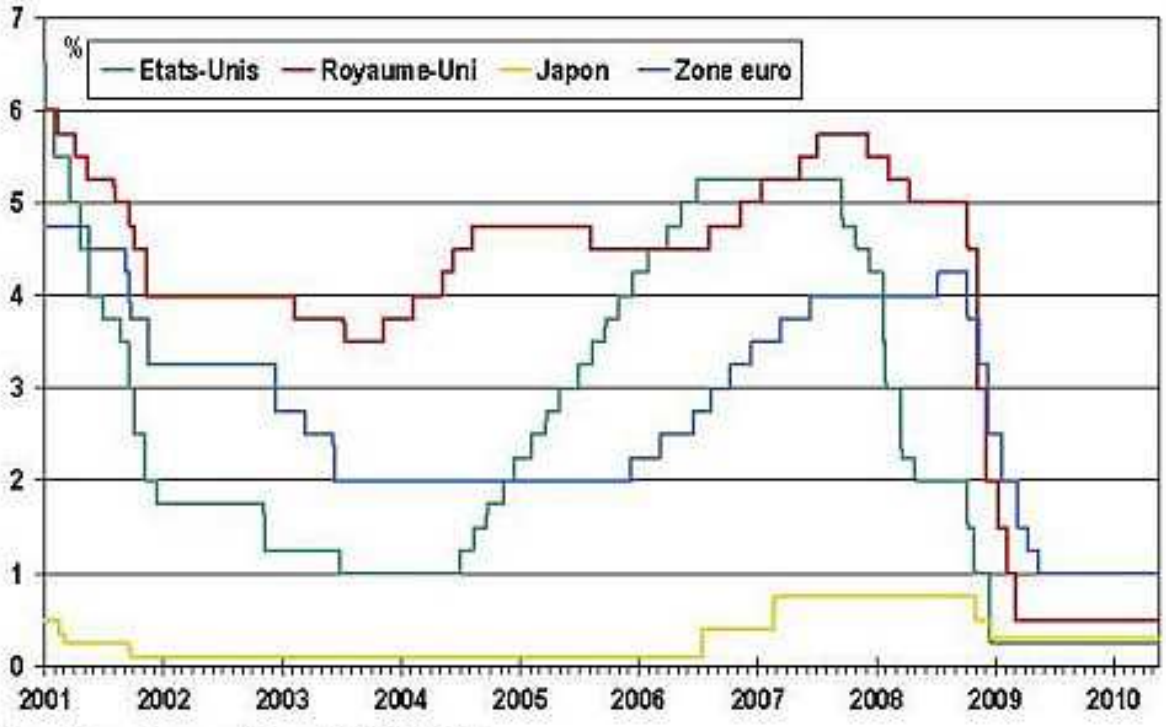
Source : C. Bordes, La politique monétaire, 2007

Document 14 : Glissement annuel de M3 et de l'indice des prix à la consommation dans la zone euro(en %)



Source : A. Bénassy-Quéré et Benoît Coeuré, Economie de l'Euro, La découverte, 2010

Document 15 : Principaux taux directeurs suite à la « crise des subprimes »



Document 16 : La politique monétaire conventionnelle de la BCE

En temps normal, une banque centrale conduit sa politique monétaire en modifiant son taux directeur en fonction de l'évolution de l'activité économique et de la hausse des prix.

De 1999 à 2003, le principal taux directeur de la BCE est resté nettement supérieur à son objectif de stabilité des prix – correspondant à un taux d'inflation légèrement inférieur à 2 %. En 2004-2005, la politique monétaire de la BCE a été beaucoup plus accommodante, avec un taux directeur légère- ment inférieur à la hausse des prix. Sur toute cette période, les changements d'orientation de la politique de taux de la BCE coïncident bien avec l'évolution de l'activité économique avec un resserrement quand celle-ci est anormalement « soutenue » (fin 1999-2000 ; 2006) et un assouplissement dans le cas contraire (2001 ; 2003). Autrement dit, même si son action est restée orientée vers l'objectif final qui lui est assigné, la stabilité des prix, la BCE n'a pas pour autant ignoré l'activité économique, contrairement à ce qui lui est parfois reproché.

Un choc financier majeur, comme celui que le monde a connu en 2008, fait planer deux menaces sur l'économie : un fort ralentissement de l'activité économique dû à un effondrement de la demande d'une part ; le déclenche- ment d'une spirale déflationniste résultant de l'alourdissement de la charge supportée par les agents économiques endettés de l'autre. Dans ces conditions, la baisse des taux directeurs, pour maintenir la demande globale et empêcher le niveau général des prix de baisser, est une nécessité. Se pose alors la question suivante : la banque centrale doit-elle appliquer ce principe comme elle le fait en mode normal ou doit-elle se montrer plus agressive ?

Un argument en faveur d'une action agressive est qu'il faut tout faire pour éviter que les taux d'intérêt nominaux atteignent leur limite inférieure (la « borne-zéro »). Mais l'argument peut être inversé : certains économistes soutiennent que la banque centrale devrait se montrer plus prudente en période de crise pour « ne pas brûler toutes ses cartouches. Autre argument en faveur d'une action prudente : une politique monétaire trop agressive court le risque d'être « contre-productive » si elle est interprétée comme le signal que la banque centrale a une évaluation de la situation économique plus pessimiste que celle des marchés.

Au cours de la période qui a suivi la faillite de *Lehman Brothers*, la Fed a mené une politique de soutien agressive – son principal taux directeur a été abaissé de 5,25 % à 0-0,25 % entre septembre

2007 et décembre 2008. La BCE s'est montrée plus prudente. Après avoir abaissé son principal taux directeur de 175 points de base au cours du dernier trimestre 2008, son Conseil des gouverneurs a décidé de poursuivre ce mouvement par une réduction de 150 points de base supplémentaires, entre janvier et mai 2009. Jusqu'au début de l'année 2009, la baisse du taux directeur coïncide à peu près avec le ralentissement de l'inflation. Par la suite, jusqu'à la fin de 2009, ce taux n'est pas tombé au-dessous de 1 %, alors même que l'inflation continuait à baisser, le taux d'inflation devenant même négatif. Le Conseil des gouverneurs a considéré qu'un taux de 1 % constituait un plancher. [Le taux directeur de la BCE a été abaissé à 0,5 % en novembre 2013]

Différents arguments ont été avancés. Le Conseil a souligné que le risque de déflation était moins élevé dans la zone euro qu'aux États-Unis en raison de la moindre flexibilité du marché du travail européen et de la concurrence moindre sur les marchés de produits. Il a estimé que le marché monétaire risquait d'être paralysé si les taux descendaient à zéro : lorsque le coût opérationnel des transactions sur le marché monétaire dépasse les intérêts reçus, qui sont étroitement liés aux taux directeurs, les banques commerciales peuvent renoncer à recourir à de telles opérations. La BCE a aussi évoqué le caractère contre-productif d'une ZIRP (« zero interest rate policy »), les banques étant moins incitées à nettoyer leurs bilans et à surveiller de près leurs risques de crédit ; elle s'est enfin montrée soucieuse d'éviter la reproduction d'erreurs passées, le faible niveau des taux d'intérêts observés avant la crise étant considéré aujourd'hui par beaucoup comme l'une de ses causes.

Toutefois, au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE, quelques voix discordantes se sont fait entendre ; en particulier, celle d'Athanasios Orphanides – à la tête de la Banque centrale de Chypre après une brillante carrière d'économiste au sein de la Fed –, qui a qualifié de « dangereuse et erronée » l'idée selon laquelle la politique monétaire devient inefficace quand les taux sont proches de zéro. Toujours est-il que la fixation du plancher de 1 % alors même que l'inflation continuait de baisser s'est traduite par une hausse du taux d'intérêt réel et un resserrement des conditions monétaires au cours du second semestre 2009.

On peut aussi s'interroger sur le bien-fondé des relèvements de taux directeur auxquels la BCE a procédé au mois de juin 2008 ainsi qu'en avril et juillet 2011. Dans les deux cas, elle a réagi à un dépassement de son objectif de hausse des prix : l'inflation a atteint 3 % en 2011 et même 4 % en 2008. Son accélération a été provoquée par un renchérissement du pétrole et des matières premières, à quoi ont pu s'ajouter, comme en 2008, des hausses des prix des produits alimentaires. De tels chocs d'offre négatifs constituent un sérieux défi pour les banques centrales, *a fortiori* s'ils coïncident avec des chocs financiers : leur impact négatif sur l'activité économique appelle un assouplissement de la politique monétaire alors que leur effet positif sur le niveau général des prix commande une réaction opposée. Pour justifier la hausse des taux, la BCE a mis en avant son souci d'éviter le déclenchement « d'effets de second tour » (spirale prix-salaires). Elle a aussi estimé que ces chocs n'étaient pas transitoires mais s'inscrivaient dans un mouvement d'augmentation durable des prix des matières premières due à la hausse de la demande des grandes économies émergentes. *Ex post*, il ne fait guère de doute que les relèvements de taux auxquels la BCE a procédé n'étaient pas judicieux et, dans chaque cas, elle a dû très vite revenir en arrière. Mais, ces revirements peuvent être imputés à ce que, peu de temps après les hausses de taux, la situation économique s'est brutalement détériorée pour d'autres raisons. Une évaluation fondée uniquement sur les informations disponibles « en temps réel », au moment où ces décisions ont été prises, est donc beau- coup plus difficile à faire. Quoi qu'il en soit, dans les mêmes circonstances, le diagnostic de la Fed a été tout autre puisque, dans les deux cas, elle n'a pas modifié l'orientation de sa politique de taux.

Enfin, l'action conventionnelle de la BCE est restée confrontée à un défi de taille : l'hétérogénéité des situations des économies de l'union monétaire européenne. Ce problème se posait déjà avant la

crise : une politique monétaire unique court le risque de ne pas correspondre à ce qui serait souhaitable dans chaque pays compte. Mais la crise de la dette souveraine – qui s'est déclenchée en mai 2010, avec la crise grecque, et s'est aggravée au cours de l'été 2011, quand l'Espagne et l'Italie ont été menacées à leur tour – a considérablement aggravé le phénomène. La divergence des situations économiques observées aujourd'hui entre les économies du « cœur » de l'Europe et celles de la « périphérie » appellerait des politiques de taux différentes. Par exemple, pour l'économie allemande, l'apparition récente de tensions sur certains marchés (hausse des prix de l'immobilier) pourrait justifier une hausse alors que, dans les pays du Sud, l'aggravation de la récession et du chômage appelle une baisse.

Source : Christian Bordes, « La BCE a-t-elle bien géré la crise ? », L'Europe après la crise, Regards croisés sur l'économie n°11, La découverte, 2012.

Document 18 : Quels canaux de transmission de la politique monétaire ?

La politique monétaire transmet ses effets à l'économie essentiellement au travers de trois canaux.
D'abord le canal du financement de l'économie, dit aussi canal du crédit ; quand les taux d'intérêt baissent, la demande de crédit (ou d'autres financements, en obligations en particulier) augmente ; quand la liquidité des banques est accrue, l'offre de crédit progresse aussi.
Ensuite le canal des prix des actifs et des effets de richesse : la baisse des taux d'intérêt augmente la valorisation des actifs ; les injections de liquidités dans l'économie poussent les agents économiques à acheter des actifs, ce qui fait monter leurs prix d'équilibre.
Enfin le canal du taux de change : la baisse des taux d'intérêt et les injections de liquidité conduisent à des sorties de capitaux qui entraînent la dépréciation de la devise.
Regardant les situations des Etats-Unis, du Royaume-Uni, de la zone euro et du Japon, nous nous demandons lesquels de ces trois canaux de transmission de la politique monétaire ont été présents dans la période récente lorsque les politiques monétaires sont devenues très expansionnistes.
Malgré les taux d'intérêt, à court terme et à long terme, ainsi que sur les crédits bancaires, très bas, et malgré la hausse très rapide (sauf dans la zone euro) de la base monétaire (de la liquidité fournie par la Banque Centrale), on ne voit nulle part repartir le crédit.
On se situe toujours dans une dynamique de désendettement du secteur privé, dans tous ces pays de l'OCDE ; les ménages et les entreprises jugent toujours qu'ils sont trop endettés, ce qui rend inefficace pour faire repartir le crédit la politique monétaire. Ceci est aggravé dans quelques pays (Italie en particulier) par le fait que les difficultés des banques les conduisent à réduire l'offre de crédit.
Le canal du financement (du crédit bancaire) n'est donc pour l'instant présent ni aux Etats-Unis, ni au Royaume-Uni, ni dans la zone euro, ni au Japon.
Le canal des prix des actifs et des effets de richesse a joué un rôle très important aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Japon pour expliquer la reprise présente des économies de ces trois pays. Lorsque les Banques Centrales ont commencé à utiliser le *Quantitative Easing*, une partie de la liquidité injectée dans l'économie a été utilisée pour acheter des actions et de l'immobilier résidentiel, d'où la hausse des cours boursiers et des prix de l'immobilier.
Les effets de richesse n'ont pas alors été visibles du côté des entreprises : normalement, une hausse de la capitalisation boursière conduit à une hausse de l'investissement des entreprises puisque le capital physique est mieux valorisé, mais ceci ne s'est pas observé, sauf peut-être au Japon.
Les politiques monétaires expansionnistes n'ont entraîné une dépréciation visible du change qu'au Japon. Normalement, les taux d'intérêt bas et les injections de liquidité conduisent à des sorties de capitaux et donc à une dépréciation du change, mais quand tous les pays mènent cette politique, c'est celui qui la mène de la manière la plus violente, aujourd'hui le Japon, qui obtient une

dépréciation de son taux de change. Malgré les taux d'intérêt bas et la perspective de croissance faible, l'euro est resté largement surévalué, et s'est redressé par rapport au dollar depuis l'été 2012.
On est donc conduit à observer que, malheureusement, aucun canal de transmission de la politique monétaire expansionniste ne fonctionne aujourd'hui correctement dans la zone euro : le crédit recule, les effets de richesse n'apparaissent pas, l'euro ne se déprécie pas. Ceci est très grave, car la politique monétaire ne peut pas alors venir compenser les effets de la politique budgétaire restrictive de la zone euro.
Pourquoi aucun canal de transmission de la politique monétaire n'est-il efficace aujourd'hui dans la zone euro ? En ce qui concerne le canal du crédit, parce que, comme dans les autres pays, les ménages et les entreprises veulent continuer à se désendetter. En ce qui concerne les deux autres canaux de transmission, pour trois raisons.
D'abord le refus de la BCE d'utiliser le *Quantitative Easing* : il n'y a pas d'injections de liquidités dans l'économie qui pourraient conduire à des achats d'actifs ou à des sorties de capitaux. Ensuite, en raison de la grande faiblesse des effets de richesse pour les ménages de la zone euro : même si les prix des actifs montaient fortement, il n'y aurait pas de hausse induite de la dépense des ménages (comme on l'a vu de 2002 à 2008 avec une faible baisse du taux d'épargne).
Enfin en raison de l'apparition d'une situation d'excès massif d'épargne dans la zone euro. La zone euro ayant maintenant un très important excédent de sa balance courante, même s'il apparaissait des sorties de capitaux liées au faible niveau des taux d'intérêt et à la faiblesse des perspectives de croissance, elles n'arriveraient pas à déprécier le taux de change de l'euro car elles ne domineraient pas l'excédent extérieur.

Source : D'après Patrick Artus, Flash-économie n°61, 16 janvier 2014

Document 17 : La politique monétaire non conventionnelle de la BCE

En temps normal, la politique de taux de la banque centrale influence l'économie à travers trois principaux canaux de transmission : celui des taux d'intérêt, celui du crédit et celui du taux de change. Avec la crise, le fonctionnement des deux premiers a été sérieusement perturbé par l'augmentation des primes de risque sur les marchés et ils ont même pu devenir inopérants. Dans ces conditions, l'efficacité de l'action conventionnelle a été sérieusement menacée par des dysfonctionnements des canaux habituels, les baisses de taux directeurs n'étant plus répercutées, ni sur toute la gamme des taux, ni sur l'offre de crédit. Pour rétablir un fonctionnement normal du mécanisme de transmission, l'adoption de mesures non conventionnelles est alors apparue comme une nécessité.
Dès le mois d'août 2007, la crise des *subprime* s'est traduite par des dysfonctionnements sur les marchés interbancaire et monétaire. Le *spread* (écart de taux) entre l'Euribor 3 mois et l'EONIA [l'Euribor est le taux d'intérêt interbancaire pour des périodes d'une semaine à un an, l'EONIA est le taux interbancaire au jour le jour] est un indicateur, couramment utilisé, de ces tensions. Avant la crise, le *spread* était stable, à un niveau très bas : les modifications du taux directeur se traduisaient par des variations équivalentes du taux de l'argent au jour le jour (EONIA) et de l'ensemble des taux sur le marché monétaire (Euribor 1 mois jusqu'à 1 an). Avec le déclenchement de la crise, le *spread* a connu des poussées successives jusqu'à 75 points de base fin 2007, près de 200 points de base après la faillite de *Lehman Brothers*, et 100 points de base avec l'aggravation de la crise de la dette souveraine, après avoir baissé entre-temps.
Avec la crise de la dette souveraine, des tensions analogues sont apparues sur le marché des titres d'État. La naissance de l'euro s'était traduite, immédiatement, par la disparition totale des écarts de taux d'intérêt entre les dettes souveraines des pays membre. À partir du mois mai 2010, ces écarts sont réapparus aux niveaux observés avant 1999 et ils les ont même nettement dépassés à partir de

l'été 2011. Or le marché des titres d'État est, tout comme les marchés interbancaire et monétaire, une pièce essentielle du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Ces titres étant utilisés comme collatéraux dans de nombreuses opérations effectuées par les banques (entre elles, avec la banque centrale et avec leur clientèle), les pertes en capital qu'elles enregistrent quand les taux montent peuvent avoir des conséquences négatives sur la distribution du crédit.

Les dysfonctionnements des marchés ont profondément endommagé le mécanisme de transmission de la politique monétaire. La croissance des crédits distribués au secteur privé de l'économie, après être montée, en 2006, jusqu'à un pic proche de 12 % s'est brutalement effondrée en 2009, devenant négative. Cette spirale a bien été stoppée et le montant des crédits distribués s'est remis à croître à partir du milieu de 2010, mais à un rythme (environ 2 %) nettement inférieur à celui considéré généralement comme normal, sans doute plus proche de 4-5 % que des niveaux très élevés observés au cours de la phase d'emballement qui a précédé la crise.

Un autre indicateur des perturbations du mécanisme de transmission est fourni par la croissance de la masse monétaire dont la valeur de référence – calculée et affichée par la BCE – est de 4,5 %. Sans surprise, l'évolution de la masse monétaire a été parallèle à celle du crédit : effondrement au cours de 2008 jusqu'à des valeurs légèrement négatives en 2009 ; reprise par la suite tout en restant nettement en deçà de la normale.

Pour essayer de rétablir un fonctionnement normal du mécanisme de transmission, la BCE a pris, principalement, deux séries de mesures destinées à éliminer les dysfonctionnements observés sur les différents marchés.

La politique de soutien renforcé au crédit (PSRC) a pour objectif le rétablissement d'un fonctionnement normal des marchés interbancaire et monétaire. La BCE est allée très loin en garantissant aux banques un accès quasi-illimité à la liquidité. Avant la crise, l'approvisionnement du système bancaire en liquidité s'élevait, en moyenne, à un peu plus de 400 milliards d'euros, dont environ un tiers à long terme. Dans un premier temps, la BCE a augmenté cette part sans modifier le montant total de ses refinancements. Par la suite, à compter du 8 octobre 2008, la BCE a multiplié par deux son approvisionnement en liquidités (700 à 800 milliards d'euros), l'approvisionnement se faisant principalement à long terme à des échéances allant jusqu'à 12 mois. Récemment, l'approvisionnement est monté au-delà de 1 000 milliards à la suite des deux opérations de refinancement d'une maturité de trois ans effectuées en décembre 2011 et février 2012 [LTRO].

Le PSRC s'est traduit par une explosion de la liquidité excédentaire des banques. Quasi nulle en temps normal, elle a fortement augmenté lors des poussées de fièvre enregistrées au moment de la faillite de *Lehman Brothers*, puis quand la Grèce a demandé l'aide des autres pays européens et du FMI. Revenue à la normale au début de l'été 2011, la liquidité excédentaire des banques n'a cessé d'augmenter par la suite, atteignant la valeur record de 800 milliards, près de quatre fois le sommet enregistré jusque-là. On voit pourquoi le PSRC, même s'il a permis d'éviter une crise de liquidité dans le système bancaire européen, n'a pas débouché sur le rétablissement d'une distribution normale du crédit : la liquidité injectée par la BCE a été largement conservée par les banques.

Le programme pour le marché de titres (PPMT) a pour objectif le rétablissement d'un fonctionnement normal du marché des titres d'État. Le 9 mai 2010, il a été annoncé que les 16 banques centrales de la zone euro achèteraient, à l'initiative de la BCE, des obligations d'État. Le montant des achats, déterminé par le Conseil des gouverneurs, serait stérilisé au moyen d'opérations spécifiques destinées à absorber la liquidité injectée. Que ce soit lors de la première phase du PPMT – l'aide apportée à la Grèce à partir du mois de mai 2010 – que dans sa seconde phase – correspondant à l'intensification de la crise de l'été 2011 –, la tactique utilisée par la BCE a été la même : des achats immédiats de 15-20 milliards d'euros environ, qui ont diminué régulièrement par la suite. Au total le stock de titres ainsi accumulé s'élève aujourd'hui à un peu

plus de 200 milliards d'euros.
Le PPMT est l'action non conventionnelle de la BCE qui a suscité les critiques les plus vives. La première critique estime que le PPMT n'est pas conforme au Traité sur l'union. Pour empêcher les gouvernements de faire financer leurs déficits par la banque centrale, l'article 125 du Traité prévoit – c'est une règle « inflexible » – qu'il est interdit à tout pays membre ou à la banque centrale d'aider un autre membre aux prises avec des difficultés budgétaires. Le PPMT constitue une violation de cette règle. Pour ses opposants, il aurait constitué une grave erreur stratégique en semant le doute chez les investisseurs. Cela d'autant plus que, par la suite, la BCE a tergiversé en intervenant par petites touches et à contrecœur, aggravant ainsi l'inquiétude des marchés et la hausse des primes de risque.
La seconde critique estime que le PPMT constitue une stratégie « timorée » – où un montant limité de ressources est mis en place en espérant que cela sera suffisant pour décourager les attaques spéculatives – et vouée à l'échec. La BCE aurait pu et dû aller plus loin en jouant véritablement un rôle de prêteur en dernier ressort sur le marché des obligations d'État, en annonçant très clairement qu'elle interviendrait, en utilisant toute sa puissance de feu, pour maintenir le *spread* sur les obligations d'État (notamment italiennes) au-dessous du seuil correspondant à la « soutenabilité » de la dynamique de la dette. Les textes le permettaient : la BCE aurait pu justifier son action en mettant en avant que le bon fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire était menacé par l'instabilité financière.
Hormis dans le cas de l'Irlande, les *spreads* n'ont pas baissé de manière significative avant fin 2011. Pour la Grèce, le taux d'intérêt à 10 ans a même monté régulièrement pour atteindre 16 %. Les taux espagnol et italien sont arrivés au voisinage de 7 % au cours de l'automne 2011. Il a fallu attendre l'annonce des deux opérations d'injection de liquidité pour une durée de 3 ans dans le cadre du PSRC pour les voir baisser. Dans l'éventail des mesures non conventionnelles, celle-ci a, sans aucun doute, été la plus efficace, à tel point que M. Mario Draghi a pu la qualifier de « grosse Bertha ».
Suite à l'exécution du PSRC et du PPMT, le bilan de la BCE a véritablement explosé. Mesuré en pourcentages du PIB, il est passé de 12-13 % à près de 30 %. L'augmentation n'a pas été régulière mais s'est faite par paliers, avec deux poussées – une première en 2008 et une seconde à partir de l'été 2011 – correspondant aux périodes d'intensification de la crise. Le niveau actuel est comparable au niveau japonais et supérieur d'environ 10 points de pourcentage aux niveaux américain et anglais. Évaluée à l'aune de ce critère, la BCE n'est pas restée inactive et l'ampleur de son action non conventionnelle n'a rien à envier, bien au contraire, à celle des banques centrales anglo-saxonnes. En revanche, la logique n'a pas été la même dans les deux cas. Alors que la BCE a cherché à séparer nettement le PSRC et le PPMT de sa politique de taux, la Fed et la BOE ont inscrit leurs mesures non conventionnelles dans le cadre de leur politique monétaire. Pour ces banques centrales, une fois la borne-zéro atteinte, il convenait de prolonger l'action conventionnelle par une série de mesures destinées principalement à amener les agents économiques à revoir à la baisse leurs anticipations de taux. En simplifiant à l'extrême, on peut donc dire que l'objectif a été le même pour la BCE et la Fed – faire baisser les taux longs –, mais que les moyens employés pour y parvenir ont été différents : pour la BCE, une action sur les primes de risque ; pour la Fed, une action sur les prévisions de taux courts.

Source : Christian Bordes, « La BCE a-t-elle bien géré la crise ? », L'Europe après la crise, Regards croisés sur l'économie n°11, La découverte, 2012

Document 18 : Quels canaux de transmission de la politique monétaire ?

La politique monétaire transmet ses effets à l'économie essentiellement au travers de trois canaux. D'abord le canal du financement de l'économie, dit aussi canal du crédit ; quand les taux d'intérêt baissent, la demande de crédit (ou d'autres financements, en obligations en particulier) augmente ; quand la liquidité des banques est accrue, l'offre de crédit progresse aussi.

Ensuite le canal des prix des actifs et des effets de richesse : la baisse des taux d'intérêt augmente la valorisation des actifs ; les injections de liquidités dans l'économie poussent les agents économiques à acheter des actifs, ce qui fait monter leurs prix d'équilibre.

Enfin le canal du taux de change : la baisse des taux d'intérêt et les injections de liquidité conduisent à des sorties de capitaux qui entraînent la dépréciation de la devise.

Regardant les situations des Etats-Unis, du Royaume-Uni, de la zone euro et du Japon, nous nous demandons lesquels de ces trois canaux de transmission de la politique monétaire ont été présents dans la période récente lorsque les politiques monétaires sont devenues très expansionnistes.

Malgré les taux d'intérêt, à court terme et à long terme, ainsi que sur les crédits bancaires, très bas, et malgré la hausse très rapide (sauf dans la zone euro) de la base monétaire (de la liquidité fournie par la Banque Centrale), on ne voit nulle part repartir le crédit.

On se situe toujours dans une dynamique de désendettement du secteur privé, dans tous ces pays de l'OCDE ; les ménages et les entreprises jugent toujours qu'ils sont trop endettés, ce qui rend inefficace pour faire repartir le crédit la politique monétaire. Ceci est aggravé dans quelques pays (Italie en particulier) par le fait que les difficultés des banques les conduisent à réduire l'offre de crédit.

Le canal du financement (du crédit bancaire) n'est donc pour l'instant présent ni aux Etats-Unis, ni au Royaume-Uni, ni dans la zone euro, ni au Japon.

Le canal des prix des actifs et des effets de richesse a joué un rôle très important aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Japon pour expliquer la reprise présente des économies de ces trois pays. Lorsque les Banques Centrales ont commencé à utiliser le *Quantitative Easing*, une partie de la liquidité injectée dans l'économie a été utilisée pour acheter des actions et de l'immobilier résidentiel, d'où la hausse des cours boursiers et des prix de l'immobilier.

Les effets de richesse n'ont pas alors été visibles du côté des entreprises : normalement, une hausse de la capitalisation boursière conduit à une hausse de l'investissement des entreprises puisque le capital physique est mieux valorisé, mais ceci ne s'est pas observé, sauf peut-être au Japon.

Les politiques monétaires expansionnistes n'ont entraîné une dépréciation visible du change qu'au Japon. Normalement, les taux d'intérêt bas et les injections de liquidité conduisent à des sorties de capitaux et donc à une dépréciation du change, mais quand tous les pays mènent cette politique, c'est celui qui la mène de la manière la plus violente, aujourd'hui le Japon, qui obtient une dépréciation de son taux de change. Malgré les taux d'intérêt bas et la perspective de croissance faible, l'euro est resté largement surévalué, et s'est redressé par rapport au dollar depuis l'été 2012.

On est donc conduit à observer que, malheureusement, aucun canal de transmission de la politique monétaire expansionniste ne fonctionne aujourd'hui correctement dans la zone euro : le crédit recule, les effets de richesse n'apparaissent pas, l'euro ne se déprécie pas. Ceci est très grave, car la politique monétaire ne peut pas alors venir compenser les effets de la politique budgétaire restrictive de la zone euro.

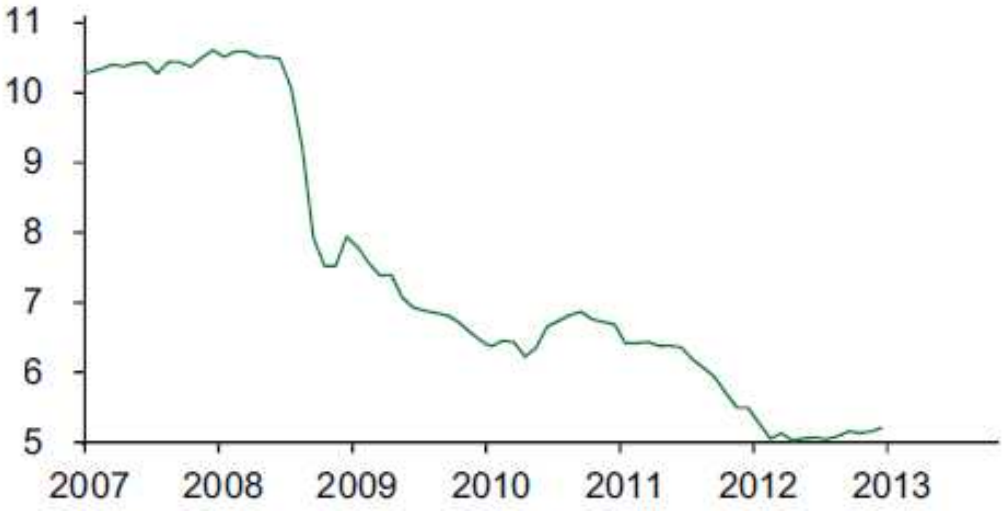
Pourquoi aucun canal de transmission de la politique monétaire n'est-il efficace aujourd'hui dans la zone euro ? En ce qui concerne le canal du crédit, parce que, comme dans les autres pays, les ménages et les entreprises veulent continuer à se désendetter. En ce qui concerne les deux autres canaux de transmission, pour trois raisons.

D'abord le refus de la BCE d'utiliser le *Quantitative Easing* : il n'y a pas d'injections de liquidités dans l'économie qui pourraient conduire à des achats d'actifs ou à des sorties de capitaux. Ensuite, en

raison de la grande faiblesse des effets de richesse pour les ménages de la zone euro : même si les prix des actifs montaient fortement, il n'y aurait pas de hausse induite de la dépense des ménages (comme on l'a vu de 2002 à 2008 avec une faible baisse du taux d'épargne).
Enfin en raison de l'apparition d'une situation d'excès massif d'épargne dans la zone euro. La zone euro ayant maintenant un très important excédent de sa balance courante, même s'il apparaissait des sorties de capitaux liées au faible niveau des taux d'intérêt et à la faiblesse des perspectives de croissance, elles n'arriveraient pas à déprécier le taux de change de l'euro car elles ne domineraient pas l'excédent extérieur.

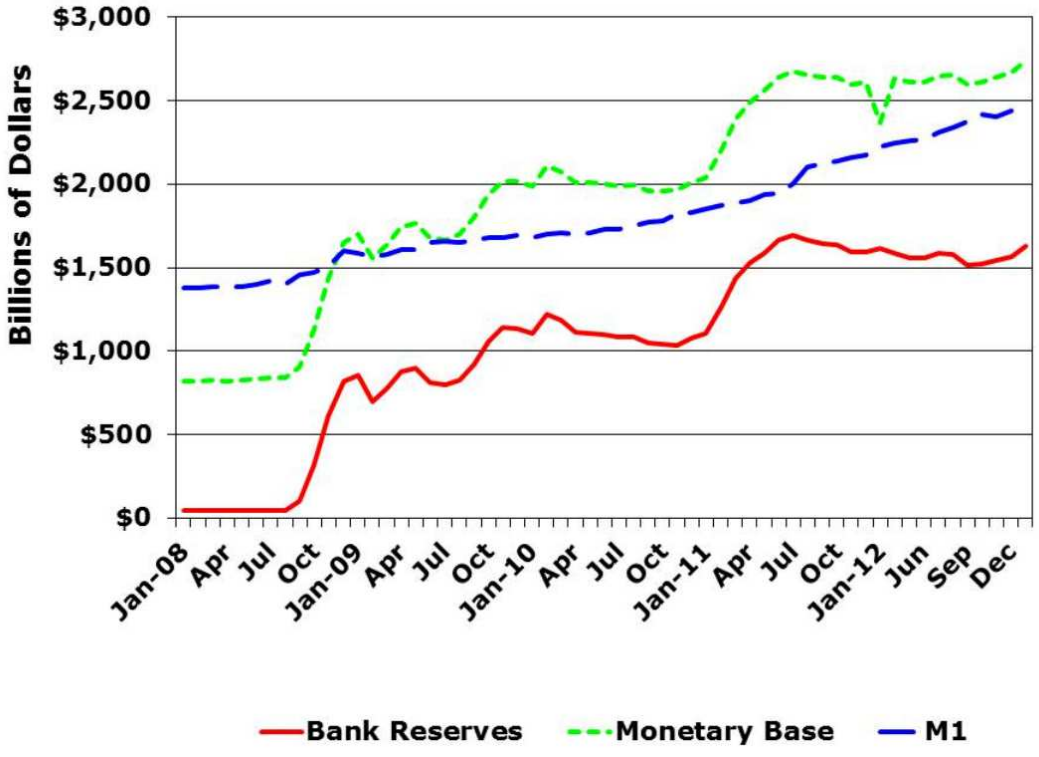
Source : D'après Patrick Artus, Flash-économie n°61, 16 janvier 2014

Document 19 : Multiplicateur de base monétaire (Fed + BCE +BoJ +BoE)



Source : J.-L. Proutat, « Dettes, monnaie et inflation », BNP Paribas, avril 2013

Document 20 : Offre de monnaie et réserves des banques commerciales



Source : FED

Document 21 : Quels effets de la création monétaire massive des banques centrales ?

Depuis la seconde moitié des années 1990, la quantité de monnaie du Monde a crû considérablement, sous l'effet des politiques monétaires répétitivement expansionnistes dans les pays de l'OCDE à chaque crise et sous l'effet aussi de l'accumulation de réserves de change dans les pays émergents et au Japon. Dans ces deux cas, il s'agit d'une création de monnaie de Banque Centrale (de base monétaire), de liquidités créées par les Banques Centrales en contrepartie soit de l'achat d'actifs financiers domestiques (politiques monétaires expansionnistes), soit de l'achat d'actifs financiers en devises (accumulation de réserves de change).

Le résultat de ces politiques est un niveau extraordinairement plus élevé que dans le passé de la liquidité mondiale, (qui atteint 27% du PIB), avec la perspective que ce niveau au mieux se stabilise avec des politiques monétaires plus restrictives mais pas qu'il se réduise nettement. Il est essentiel d'analyser les conséquences de cette hausse permanente et considérable du ratio entre la liquidité mondiale (la base monétaire) et le Produit Intérieur Brut du Monde.

Nous remarquons d'abord que les politiques monétaires ultra-expansionnistes s'auto-entretiennent. Elles génèrent dans les pays de l'OCDE (autres que le japon) l'excès d'endettement et les hausses excessives des prix des actifs : bulle sur les prix des actifs à la fin des années 1990, bulle sur les prix de l'immobilier et excès d'endettement des ménages de 2002 à 2008. L'éclatement des bulles et les récessions dues à l'excès d'endettement sont corrigés par des politiques monétaires encore plus expansionnistes.

L'abondance de liquidité conduit aussi à une hausse impressionnante de la taille des flux de capitaux internationaux. Lorsque ces flux de capitaux conduisent à l'appréciation des taux de change des pays émergents (2003 à 2008 par exemple), ces pays réagissent en accumulant des réserves de change pour limiter l'appréciation de leur devise, d'où une nouvelle création de liquidité. La création de monnaie (de Banque Centrale) appelle donc la création de monnaie aussi bien dans les pays de l'OCDE que dans les pays émergents. Même si les Etats-Unis réduisent leur création monétaire (le « tapering »), il reste les autres sources de création monétaire : Japon, émergents, exportateurs de pétrole.

La réaction naturelle est de penser qu'une liquidité mondiale surabondante va conduire à la croissance rapide du crédit et en conséquence de l'inflation. Effectivement, dans la seconde moitié des années 1990 et de 2002 à 2007, la réponse à l'expansion monétaire a été une forte progression du crédit. Mais nous pensons que pour de nombreuses années ceci ne va plus être le cas.

D'une part, le niveau élevé de l'endettement mondial, aussi bien dans les pays de l'OCDE que dans les pays émergents, conduit à un besoin de désendettement qui implique que même les politiques monétaires très expansionnistes ne font pas repartir le crédit. Le crédit mondial augmente nettement moins vite qu'avant la crise de 2008. D'autre part, il faut se rappeler qu'au niveau mondial il y a une très forte déformation du partage des revenus en faveur des entreprises et au détriment des salariés qui reflète la perte nominale de pouvoir de négociation des salariés. La faiblesse chronique des salaires par rapport à la productivité exclut maintenant le retour de l'inflation mondial.

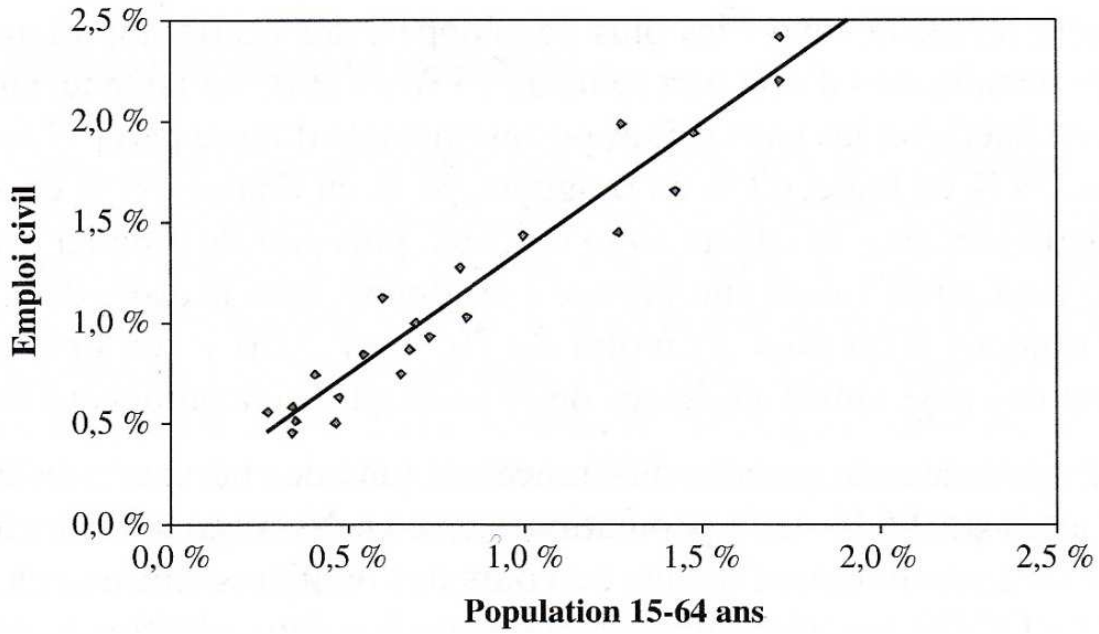
Si la hausse très forte de la liquidité mondiale rapportée au Produit Intérieur Brut mondial d'une part est durable, d'autre part ne conduit ni au retour du crédit ni au retour de l'inflation, que va-t-elle impliquer ? La conclusion normale est qu'elle va conduire à une hausse durable du prix des actifs par rapport au niveau compatible normalement avec la situation de l'économie réelle.

Ceci veut dire qu'il faut s'attendre pour de nombreuses années à une valorisation des actions élevée, à des taux d'intérêt réels anormalement faibles par rapport à la croissance, à des prix de l'immobilier anormalement élevée, à des primes de risques (souveraines, bancaires, d'entreprise) anormalement basses (elles reculent fortement depuis 2012).

Le Monde va se situer dans une « économie de bulle » sur les prix des actifs, avec une liquidité mondiale rapportée à la production anormalement élevée, d'autant plus, on l'a vu, que la création de liquidité, par les désordres qu'elle crée, appelle une nouvelle création de liquidité, et qu'elle ne fait apparaître aujourd'hui ni crédit, ni inflation.

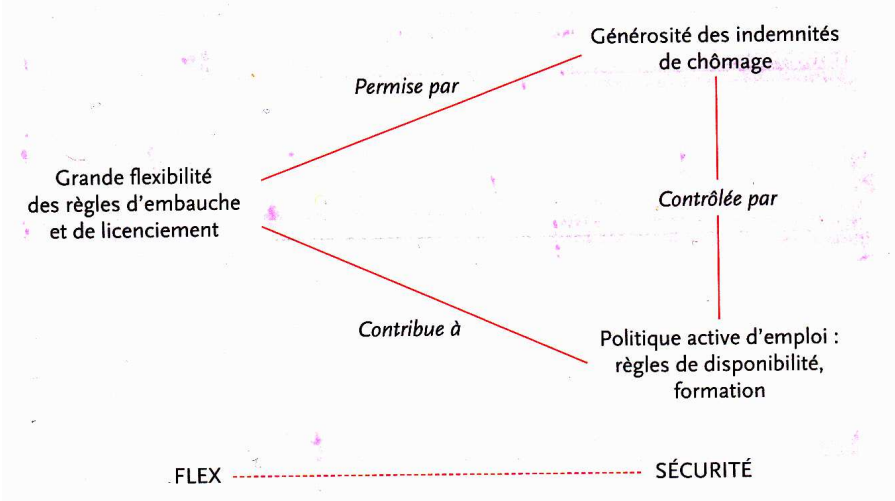
Source : D'après Patrick Artus, Flash-économie, n°64, 16 janvier 2014

Document 22 : Croissance de la population d'âge actif et croissance de l'emploi



Source : A. Bénassy-Quéré et alii, Politique économique, De Boeck, 2009

Document 23 : La « flexsécurité » danoise



Source : Robert Boyer, La flexicurité danoise, quels enseignements pour la France, 2006

Document 24 : La stratégie européenne pour l'emploi

Pour faire face à la crise et stimuler la croissance économique, l'Europe doit agir de manière coordonnée sans perdre de vue ses priorités.

L'analyse annuelle de la croissance (AAC) donne à l'Europe des indications claires sur la direction à prendre au cours du prochain «semestre européen», qui modifie la manière dont les États membres élaborent leurs politiques économiques et budgétaires.

Conformément à la stratégie Europe 2020, la stratégie européenne pour l'emploi vise à créer des emplois plus nombreux et de meilleure qualité dans l'ensemble de l'Union européenne.
Elle encourage à cette fin l'adoption de mesures destinées à atteindre trois grands objectifs d'ici à 2020 :

- porter à 75 % le **taux d'emploi** des 20-64 ans;
- abaisser le taux de décrochage scolaire à moins de 10 % et porter à 40 % au moins la proportion des 30-34 ans diplômés de l'enseignement supérieur;
- réduire d'au moins 20 millions le nombre de personnes touchées ou menacées par la **pauvreté** et l'exclusion sociale.

Les actions décrites dans l'initiative phare «Une stratégie pour des compétences nouvelles et des emplois» sont essentielles pour atteindre ces objectifs.
Comment fonctionne la stratégie ?
La stratégie permet essentiellement de **suivre les progrès accomplis, de coordonner et d'informer**...
La stratégie européenne pour l'emploi fournit un cadre (la «méthode ouverte de coordination») qui permet aux pays de l'UE de **partager** les informations, de **discuter** et de **coordonner** leurs politiques de l'emploi.
Tous les ans, les gouvernements nationaux (par l'intermédiaire du comité de l'emploi) et les institutions européennes adoptent le **«paquet emploi»**, qui se compose des éléments suivants:

- lignes directrices pour les politiques nationales de l'emploi: proposées par la Commission et adoptées par les gouvernements nationaux et par le Conseil, elles établissent les priorités et les objectifs communs;
- programmes de réforme nationaux: rapports dans lesquels les États membres décrivent leurs politiques en matière d'emploi. La Commission européenne vérifie si celles-ci respectent les objectifs de la stratégie Europe 2020 et les initiatives phare;
- rapport conjoint sur l'emploi: rapport de la Commission contenant une analyse prospective fondée sur les principales données sur l'emploi contenues dans l'analyse annuelle de la croissance. Il s'appuie sur la situation de l'emploi en Europe, la mise en œuvre des lignes directrices pour l'emploi et les résultats de l'examen par pays des projets de programmes nationaux de réforme effectué par le comité de l'emploi;
- recommandations par pays: recommandations de la Commission destinées aux États membres, qui accompagnent le rapport conjoint sur l'emploi;
- évolutions de l'emploi et de la situation sociale en Europe (remplace le rapport sur l'emploi en Europe): les analyses et les données statistiques contenues dans ce rapport annuel servent de base au rapport conjoint sur l'emploi ainsi qu'à d'autres instruments clés de la stratégie européenne pour l'emploi. Pour les éditions précédentes, consulter la base de données documentaire.

Parallèlement à cette procédure, un **dialogue permanent** est instauré entre la Commission, les gouvernements nationaux, les syndicats, le patronat et les autres institutions européennes (Parlement, Comité économique et social européen, Comité des régions, etc.).
... mais aussi d'aborder les enjeux majeurs dans différents domaines d'action...
Des objectifs stratégiques ont été adoptés afin de soutenir par des mesures novatrices la réponse apportée par la Commission au problème du chômage et au faible taux de participation au marché du travail dans l'UE:

- donner un **nouvel élan à la flexicurité**, en incitant tous les acteurs à renforcer les aspects de la flexicurité et les mécanismes de contrôle des dispositions adoptées au niveau national;

- élaborer, en coopération avec les pays membres de l'UE et les partenaires sociaux, un nouveau concept de **qualité du travail** ;
- évaluer les incidences des politiques de l'emploi, notamment en ce qui concerne **les salaires, la fiscalité et l'attrait financier du travail**, sur la situation macro-économique des pays de l'UE et sur l'ensemble de l'Union ;
- fixer les grandes lignes des politiques en faveur de la **création d'emplois** ;
- évaluer les **incidences du changement climatique sur les marchés du travail ;**
- **l'emploi des jeunes** ;
- **le travail indépendant**.

Source : http://ec.europa.eu

Document 25 : Les trois grands modèles de politiques de l'emploi

Les politiques de l'emploi apparaissent très diverses au sein des pays de l'OCDE. À première vue, les différences tiennent principalement à l'effort budgétaire qui leur est consacré, et aux types de mesures privilégiées. Mais elles sont également de nature institutionnelle, concernant la gouvernance des mesures (acteurs impliqués, centralisation/décentralisation...). De manière générale, la place et le contenu des politiques de l'emploi sont à relier aux choix plus larges de politique économique et à l'histoire. Si l'on écarte les pays émergents, et notamment les nouveaux pays membres de l'UE, dont les politiques de l'emploi sont encore en développement, on peut distinguer trois groupes principaux de pays, coïncidant avec les «modèles» de protection sociale tels qu'ils sont distingués par les travaux comparatifs.

Le modèle nordique: des politiques actives et généreuses

Les pays sociaux-démocrates ou « nordiques » (Danemark, Suède, Finlande) constituent un modèle bien identifié d'intervention par les politiques de l'emploi, qui se caractérise par un niveau de dépense supérieur à la moyenne, le Danemark ayant le niveau d'effort mesuré en pourcentage du PIB le plus élevé des pays de l'OCDE, et par des niveaux d'indemnisation du chômage généreux. De plus, ces pays consacrent une part importante des dépenses pour l'emploi aux mesures actives, avec un effort particulier sur les dispositifs de formation pour les chômeurs et de soutien à l'emploi des handicapés. Ceci n'exclut pas tout recours aux dispositifs de retrait d'activité, et en particulier aux préretraites : bien qu'elles aient été totalement supprimées en Suède, celles-ci subsistent au Danemark, prenant principalement la forme de cessations progressives d'activité.

Cela correspond à une tradition bien ancrée d'intervention par des mesures favorisant l'accès à l'emploi (même temporaire et subventionné), plutôt que l'indemnisation du chômage. Cette tradition s'est constituée en Suède, où, dès 1914, une commission composée de syndicats et d'employeurs (commission Myrdal) a proposé la création d'un système d'emplois publics subventionnés, en complément de l'assurance chômage. Cette proposition s'appuyait sur l'idée qu'il était préférable pour la société de financer des emplois publics temporaires, plutôt que des allocations chômage. Ces orientations ont été mises en œuvre dans les années trente, puis dans les années cinquante, par des gouvernements sociaux-démocrates, soit pour limiter les effets d'une montée du chômage conjoncturel, soit, de manière plus structurelle, pour accompagner les restructurations industrielles des années cinquante et soixante. En parallèle, la Suède, et plus encore le Danemark, ont développé des dispositifs de formation importants et un accompagnement intensif des chômeurs dans les agences pour l'emploi. La politique de l'emploi peut être considérée dans ces pays comme un outil de sécurisation des parcours, de telle sorte qu'elle constitue un des piliers de la « flexicurité » danoise (associant flexibilité du contrat de travail et sécurité des parcours professionnels), mise en avant depuis les années 2000. Enfin, d'un point de vue institutionnel, les partenaires sociaux participent fortement à la mise en œuvre des politiques de l'emploi, au niveau national comme au niveau local, même si l'essentiel du financement de ces politiques (passives et

actives) est assuré par l'impôt, conformément à la nature beveridgienne des systèmes de protection sociale sociaux-démocrates.

Le modèle libéral : une intervention minimale sur le marché du travail

Dans les pays « libéraux », à l'opposé des pays sociaux-démocrates l'effort de politique de l'emploi représente moins de 1 % du PIB (Etats-Unis, Royaume-Uni, Australie), et se concentre sur l'indemnisation du chômage (avec des taux de remplacement faibles) et sur l'aide à la recherche d'emploi. Ces deux postes représentent l'essentiel des dépenses dans ces pays. Il s'agit d'un modèle d'intervention minimale, où le rôle de la politique de l'emploi se limite à l'amélioration du fonctionnement du marché du travail (information, mobilité, éventuellement adéquation des formations).

Ces pays ont toutefois développé, en marge des politiques de l'emploi ciblées, d'importants dispositifs d'incitations à l'emploi par le biais de l'impôt négatif *(Earned Income Tax Credit* aux États-Unis, et *Working Families Tax Credit* au Royaume-Uni), qui vient compléter les revenus du travail par une réduction d'impôt ou un crédit d'impôt lorsque ceux-ci sont faibles. Ces dépenses ne sont pas comptabilisées dans la dépense pour l'emploi calculée par l'OCDE, mais représentent un outil important d'intervention sur l'offre de travail.

Tous les dispositifs existants sont financés et contrôlés par l'État, même si leur mise en œuvre est souvent assurée par des organismes privés. Par exemple, au Royaume-Uni, les *jobcentres* (créés en 1987) sont responsables de l'orientation et du suivi de la recherche d'emploi des chômeurs, et peuvent le cas échéant les orienter vers des organismes privés. En particulier, depuis 1988, la formation est organisée par les *Training and Employment Council,* de statut privé.

Le modèle continental: des interventions hétérogènes, focalisées sur le coût du travail

Les pays d'Europe continentale (France, Allemagne, Belgique, Pays-Bas, Italie...) connaissent une situation très différente des deux groupes précédents. Les politiques de l'emploi y sont en grande partie financées par des cotisations sociales (en particulier l'indemnisation du chômage), et leur développement apparaît relativement récent, en comparaison du modèle nordique. Pendant les Trente glorieuses, sont créées les principales institutions chargées de l'amélioration du fonctionnement du marché du travail (agences nationales pour l'emploi : par exemple en France, l'ANPE est créée en 1967) et de l'accompagnement des restructurations, mais c'est surtout la dégradation progressive de la situation de l'emploi dans les années soixante-dix et quatre-vingt qui entraîne un développement des interventions de politique active de l'emploi, avec un glissement d'une logique sectorielle à une logique sélective (ciblée sur les jeunes, puis les chômeurs de longue durée).

Dans les années quatre-vingt, ces pays ont eu massivement recours à des politiques de retrait d'activité (préretraites en particulier) afin de lutter contre le chômage. Toutefois, celles-ci ont eu des effets très limités, et ont conduit, outre leur coût élevé pour les finances publiques, à des taux d'emploi des seniors faibles. L'accent mis sur l'emploi des seniors a récemment abouti à limiter très fortement les entrées dans ces dispositifs, et à développer des aides à l'emploi centrées sur cette population. Par ailleurs, face au poids des cotisations sociales, ces pays au système de protection sociale de tradition bismarckienne se sont fortement appuyés sur des mesures de baisse du coût du travail, soit ciblées (en particulier sur les jeunes, mais aussi sur les chômeurs de longue durée, comme dans le cas de l'Allemagne depuis les lois Hartz de 2003-2005), soit générales (comme les exonérations de charges en France au niveau du SMIC à partir de 1993).

Les pays d'Europe continentale apparaissent hétérogènes du point de vue des structures institutionnelles de la politique de l'emploi. La responsabilité de la gestion des dispositifs incombe en effet aux ministères du Travail, mais également aux partenaires sociaux. En France et aux Pays-Bas, l'organisation et la coordination de la politique de l'emploi relèvent directement de la responsabilité du ministère du Travail ; en France, cette responsabilité est doublée d'un pouvoir de

décision du ministère à l'égard des orientations de la politique active de l'emploi. En Allemagne, les syndicats et organisations patronales participent à l'orientation et à la décision en matière de politique de l'emploi au niveau central, tandis qu'en France, elle ne concerne que les mesures passives (indemnisation du chômage, et certains dispositifs de préretraite). Dans tous ces pays, des réformes récentes ont également conduit à accroître l'intervention d'acteurs privés, notamment en ce qui concerne le placement des chômeurs.

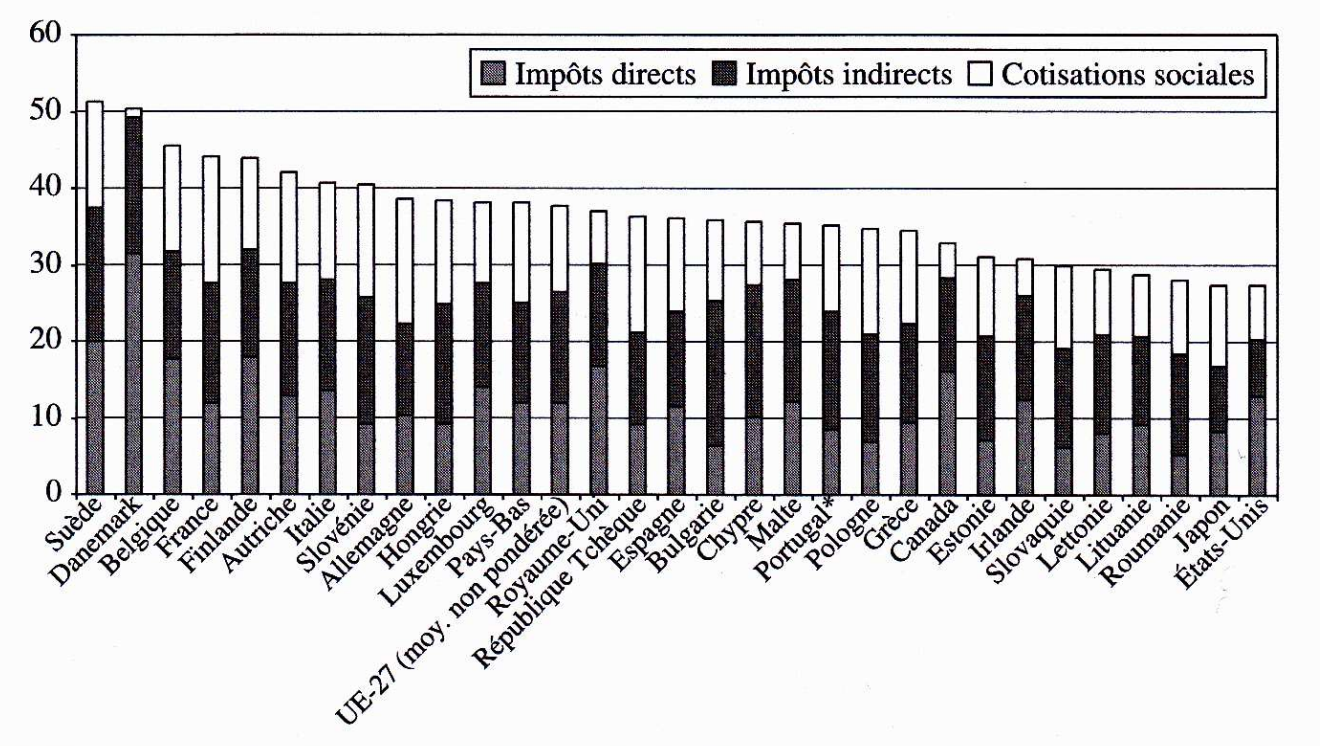
Source : D'après Christine Erhel, « Les politiques de l'emploi », La politique économique et ses instruments, La documentation française, 2010

Document 26 : Le fonctionnement des principaux prélèvements sur les ménages français

	Type d'impôt	Assiette	Montant en milliards	Part de l'ensemble des prélèvements
Cotisations sociales	Proportionnel	Salaires	333	38,0%
Taxe sur la valeur ajoutée (TVA)	Proportionnel	Consommation	130,7	14,9%
Contribution sociale généralisée	Proportionnel	Salaires	88	10,0%
Impôt sur le revenu	Progressif	Revenu	50,6	5,8%
Taxe foncière (propriétaires)	Proportionnel	Valeur locative	26,7	3,0%
Taxe d'habitation (locataires et propriétaires)	Proportionnel	Valeur locative	16	1,8%
Taxe sur les produits énergétiques	Proportionnel	Consommation	13,2	1,5%
Frais de notaire*	Proportionnel	Valeur du bien	10,8	1,2%
Successions	Proportionnel	Patrimoine	6,9	0,8%
Impôt de solidarité sur la fortune (ISF)	Progressif	Patrimoine	4,3	0,5%
Total			680,2	78%
Autres impôts sur les ménages et impôts sur les entreprises			195,8	22%
Total général			876	100%

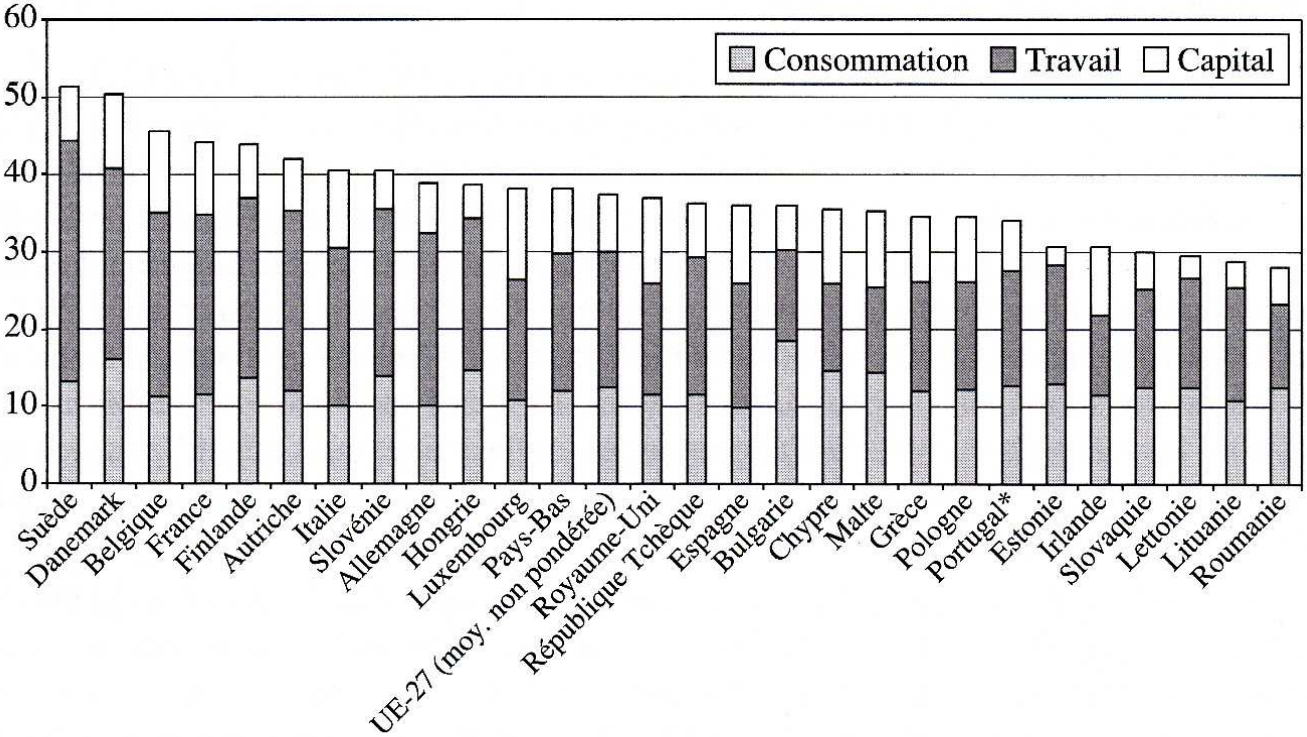
Source : Rapport sur les prélèvements obligatoires 2013 du ministère du Budget

Document 27 : Composition des prélèvements obligatoires en 2005 (en% du PIB)



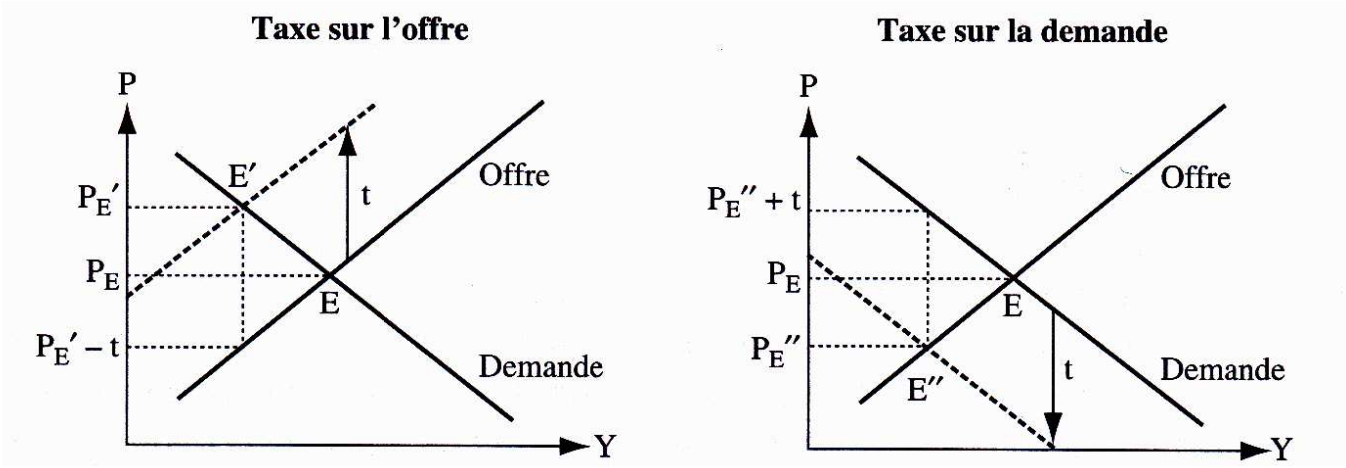
Source : A. Bénassy-Quéré et alii, Politique économique, De Boeck, 2009

Document 28 : Répartition des impôts par assiette fiscale en 2005 'en% du PIB)



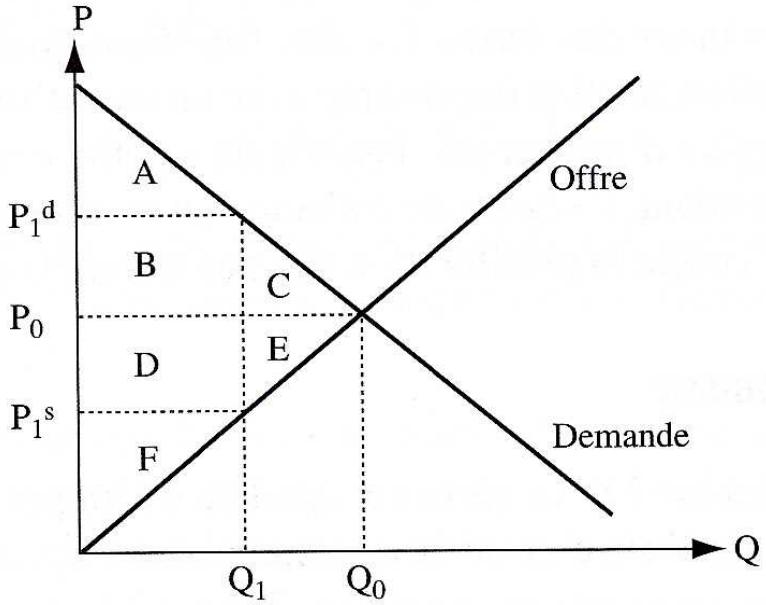
Source : A. Bénassy-Quéré et alii, Politique économique, De Boeck, 2009

Document 29 : Incidence fiscale d'une taxe sur l'offre et d'une taxe sur la demande



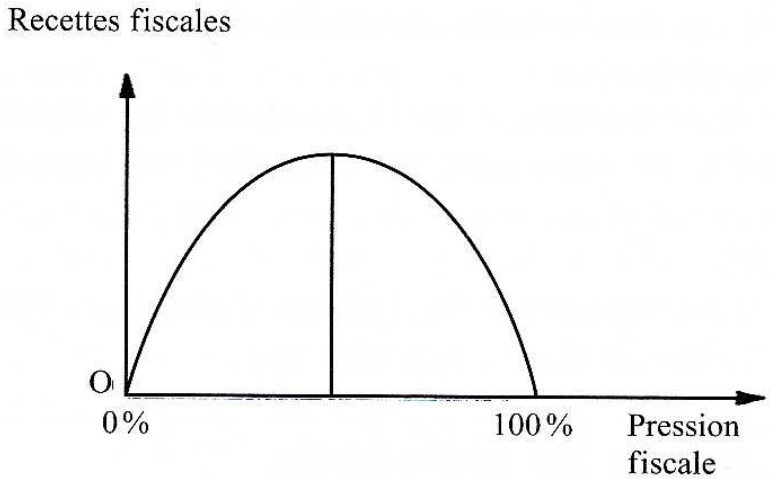
Source : A. Bénassy-Quéré et alii, Politique économique, De Boeck, 2009

Document 30 : La perte sèche liée à l'impôt



Source : A. Bénassy-Quéré et alii, Politique économique, De Boeck, 2009

Document 31 : La courbe de la Laffer



Source : A. Beitone et alii, Dictionnaire des sciences économiques, Armand Colin, 2007