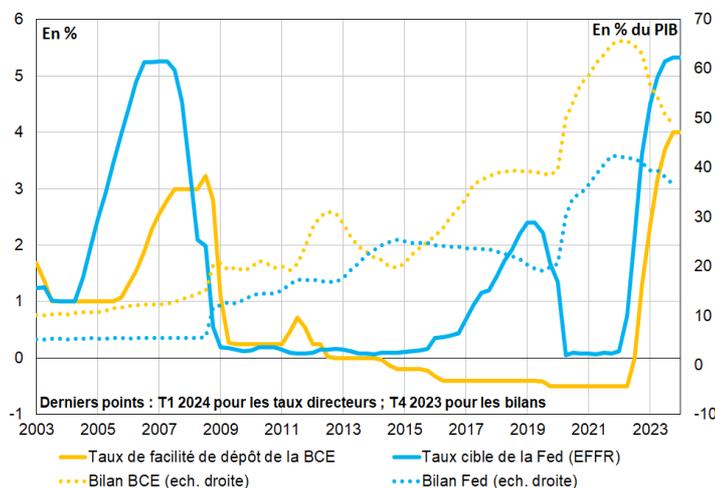


La conduite de la politique monétaire en zone euro et aux États-Unis

*Bastien ALVAREZ, Benjamin CABOT, Colette DEBEVER, Raphaël LEE,
Paul MAINGUET, Ivan SALIN*

- La politique monétaire recouvre les décisions prises par une banque centrale en vue d'influencer le coût et la disponibilité de la monnaie dans une économie. La Banque centrale européenne (BCE) a pour mandat principal d'assurer la stabilité des prix tandis que la Réserve fédérale américaine (Fed) vise à la fois la stabilité des prix et le plein emploi. En matière de stabilité des prix, les deux banques centrales se sont fixé une cible d'inflation de 2 % à moyen terme.
- Traditionnellement, les taux directeurs constituent l'instrument principal utilisé par une banque centrale pour mener à bien son mandat. Les taux directeurs sont les taux d'intérêt appliqués par les banques centrales aux prêts qu'elles octroient aux banques commerciales et aux dépôts qu'elles reçoivent. Les taux directeurs agissent sur l'économie réelle *via* plusieurs canaux : par les taux d'intérêts, les prix des actifs et le taux de change.
- Depuis une quinzaine d'années, la Fed et la BCE ont fait évoluer la conduite de leur politique monétaire pour faire face aux différentes crises : crise financière en 2008, crise des dettes souveraines en Europe en 2010, crise sanitaire en 2020 et, enfin, choc inflationniste en 2021 amplifié par l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022.
- Pour lutter contre les conséquences de ces crises et remédier aux limites du taux plancher zéro (*zero lower bound*), la BCE et la Fed ont développé une panoplie d'outils, dits non conventionnels, tels que des programmes de rachat d'actifs (assouplissement quantitatif – *quantitative easing*) pour agir aussi sur les taux longs, la communication pour influencer sur les anticipations de taux (*forward guidance*), les opérations de refinancement de long terme pour soutenir le crédit bancaire, ou encore les taux de dépôt négatifs.
- L'orientation des politiques menées par la Fed et la BCE a été proche depuis 2008, sauf entre 2015 et 2019, période au cours de laquelle la Fed normalisait sa politique en remontant ses taux tandis que la BCE maintenait une politique de taux bas. La BCE a eu tendance à réagir plus tardivement que la Fed aux premières crises, mais a adapté ses instruments tout aussi rapidement et vigoureusement face à la pandémie.
- L'envolée de l'inflation en sortie de pandémie, qui se situe depuis 2022 à des niveaux très supérieurs à la cible de la Fed et de la BCE, a conduit les deux banques centrales à procéder à un fort resserrement monétaire (*cf.* Graphique).

Évolution des taux directeurs et des bilans de la BCE et de la Fed



Sources : Refinitiv, BCE, Fed, Eurostat et BEA.

1. Le cadre de la politique monétaire en zone euro et aux États-Unis¹

1.1 La BCE et la Fed ont toutes deux une architecture institutionnelle atypique

La BCE, créée en 1998, est une filiale des banques centrales nationales (BCN) des États membres de l'Union européenne (UE)², dont la clé de répartition du capital reflète la part des pays dans la population totale et dans le PIB de l'UE. Ses décisions de politique monétaire sont prises par le Conseil des gouverneurs, qui réunit les gouverneurs des BCN des vingt États membres de la zone euro³ et le directoire de la BCE (composé de six membres, dont le président). Les BCN participent donc à la prise de décision et à la mise en œuvre de la politique monétaire (notamment pour les programmes de rachat d'actifs, *cf. infra*).

La Fed, créée en 1913, est un réseau de 12 banques de Réserves régionales (*Regional Reserves*), dont les décisions de politique monétaire sont prises par le Comité fédéral d'*open market* (FOMC), qui rassemble les membres du Conseil des gouverneurs, le président de la Fed de New York et quatre des onze autres présidents de Fed régionales. L'ensemble des présidents des Réserves régionales sont associés aux délibérations du FOMC, mais pour assurer une efficacité décisionnelle et le caractère « fédéral »⁴, certains d'entre eux sont exclus de vote selon une rotation annuelle. La BCE a un mécanisme similaire, où un système de rotation mensuelle des droits de vote s'applique aux gouverneurs, alors que les membres du directoire disposent d'un droit de vote permanent.

1.2 L'objectif premier de la BCE est la stabilité des prix alors que le mandat de la Fed est plus large

La BCE et la Fed ont toutes deux pour objectif de garantir la stabilité des prix. La stabilité des prix, interprétée comme une inflation faible, stable et prévisible, contribue en effet à la croissance et à l'amélioration du bien-être collectif en réduisant le niveau d'incertitude dans l'économie, ce qui soutient la consommation et l'investissement, et en favorisant l'allocation optimale des ressources.

Néanmoins les mandats des deux banques centrales diffèrent. De l'article 127 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) découle, pour la BCE, un objectif principal de stabilité des prix, sans préjudice duquel il lui est possible d'apporter son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer aux objectifs définis par l'article 3 du traité sur l'Union européenne (TUE)⁵. La Fed, elle, dispose d'un double objectif (*dual mandate*) : un niveau d'emploi maximal et des prix stables⁶.

Si l'objectif de stabilité des prix figure dans chacun des deux mandats, sa définition concrète échoit à chacune des deux institutions. La BCE a, dès sa création, interprété cet objectif sous la forme d'une cible d'inflation, à atteindre sur le moyen terme. De 1998 à 2003, sa cible a été un taux d'inflation « inférieur à 2 % ». Entre 2003 et 2021, la stabilité des prix a été définie comme une inflation « en-dessous mais proche » de 2 %. Depuis la revue stratégique⁷ de

(1) Les données analysées ont été arrêtées au 15 février 2024.

(2) L'ensemble composé des BCN de toute l'UE et de la BCE forme le système européen de banques centrales (SEBC). Les BCN des États de la zone euro et la BCE constituent l'Eurosystème.

(3) À sa création en 1999, la zone euro rassemblait onze pays : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal. Depuis, la zone euro a connu huit élargissements : la Grèce (en 2001), suivie par la Slovaquie (2007), Chypre et Malte (2008), la Slovaquie (2009), l'Estonie (2011), la Lettonie (2014), la Lituanie (2015) et la Croatie (2023).

(4) Les gouverneurs de la Fed sont nommés par le Président des États-Unis, puis confirmés par le Sénat tandis que les présidents de Fed régionales sont nommés par le conseil d'administration local, puis confirmés par le Conseil des gouverneurs (fédéral). À cet égard, un FOMC à majorité des gouverneurs (7 sur 12) permet d'assurer la légitimité fédérale de la Fed en tant que banque centrale.

(5) Parmi ces objectifs figure notamment le paragraphe suivant : « L'Union établit un marché intérieur. Elle œuvre pour le développement durable de l'Europe fondé sur une croissance économique équilibrée et sur la stabilité des prix, une économie sociale de marché hautement compétitive, qui tend au plein emploi et au progrès social, et un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement. Elle promeut le progrès scientifique et technique ».

(6) Plus précisément, le Federal Reserve Act prévoit un troisième objectif (garantir des taux d'intérêt à long terme modérés) mais celui-ci est généralement considéré comme résultant de l'atteinte des deux autres objectifs.

(7) La revue stratégique est l'exercice, mené par une banque centrale, d'auto-évaluation des objectifs et modalités de sa politique monétaire. Elle vise à définir une stratégie globale pour la politique monétaire. Pour plus de détails, voir le [site internet de la BCE](#) et une synthèse sur le [bloc-notes de la Banque de France](#).

juillet 2021, la BCE s'est dotée d'une cible symétrique de « 2 % à moyen terme »⁸.

La Fed n'a adopté de cible d'inflation que tardivement, en 2012, choisissant également un taux d'inflation de 2 %. En août 2020, à l'issue de sa revue stratégique⁹, elle a remplacé sa cible de 2 % par 2 % « en moyenne sur le long terme ». Il n'y a pas de taux d'emploi cible mais la politique monétaire vise à favoriser un taux de chômage proche du taux naturel de chômage à long terme¹⁰. Depuis la crise sanitaire, la Fed indique considérer un ensemble d'indicateurs du marché du travail¹¹ pour évaluer l'atteinte de son objectif de maximum d'emplois.

1.3 La Fed et la BCE utilisent des taux directeurs différents

L'instrument traditionnellement privilégié par les banques centrales pour mener leur politique monétaire, qualifiée alors de « conventionnelle », est la fixation des taux directeurs. La Fed et la BCE ont toutes deux des taux directeurs mais leur nature diffère : alors que les taux de la BCE sont les taux auxquels elle prête aux banques, les taux de la Fed représentent une fourchette de taux interbancaires. Dans les deux cas, le maniement des taux directeurs, complété par des opérations d'*open market* pour la Fed, permet aux banques centrales d'orienter le taux interbancaire et ainsi le coût du crédit (cf. Encadré 1). En modifiant les conditions de financement, la politique monétaire des banques centrales se transmet à l'économie réelle (cf. Encadré 2).

La BCE utilise trois taux directeurs :

- le taux de la facilité de dépôt (*Deposit Facility* – DF), auquel sont rémunérées les liquidités déposées par

les banques commerciales au jour-le-jour auprès de la banque centrale (au-delà des réserves obligatoires), et qui est le plus bas des trois taux directeurs de la BCE ;

- le taux des opérations principales de refinancement (*Main Refinancing Operation* – MRO), auquel la BCE prête aux banques commerciales pour une durée d'une semaine contre du collatéral¹² dans le cadre de ses opérations régulières de refinancement, généralement à une fréquence et une échéance hebdomadaires ;
- le taux de la facilité de prêt marginal (*Marginal Lending Facility* – MLF), plus élevé que celui des opérations de refinancement principal, auquel les banques commerciales peuvent accéder à une fenêtre de refinancement au jour-le-jour, en cas d'urgence.

La Fed, elle, vise une fourchette¹³ (actuellement d'une amplitude de 0,25 point) pour le taux de refinancement interbancaire au jour le jour (les taux *fed funds*) :

- la borne inférieure de cette fourchette, similaire à la DF, est constituée du taux d'intérêt sur les réserves (« *interest on reserves* », IOR), taux auquel sont rémunérées au jour le jour les liquidités déposées par les institutions financières auprès des Fed régionales ;
- la borne supérieure, similaire à la MLF, correspond au *discount rate* (taux d'escompte)¹⁴, c'est-à-dire le taux auquel les Fed régionales fournissent des liquidités aux banques commerciales lorsque celles-ci en ont besoin.

(8) Cf. "The ECB's monetary policy strategy statement", 8 juillet 2021.

(9) Entamée en 2019, la revue stratégique de la Fed a abouti en janvier 2021 à une révision de son "*Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*".

(10) Valeur de comparaison de référence, le taux de chômage naturel de long-terme est celui qui serait atteint après la dissipation de l'ensemble des chocs économiques, positifs ou négatifs ayant fait dévier l'économie de son évolution tendancielle. Il faut distinguer ce concept de celui de NAIRU (Non accelerating inflation rate of unemployment) qui est le taux de chômage associé à la stabilité des prix, et est atteignable à plus court-terme.

(11) Outre le chômage, la participation sur le marché du travail et l'emploi salarié, la Fed suit également les taux d'embauche et de démissions, l'emploi à temps plein et à temps partiel, et des indicateurs donnant des signaux sur l'évolution future du marché du travail, comme les nouvelles inscriptions au chômage ou des données d'enquêtes sur la difficulté à trouver un emploi.

(12) Une opération de refinancement est un prêt obtenu en contrepartie de la prise en pension d'un actif, en garantie. Elle permet aux banques emprunteuses d'échanger des titres contre des liquidités aux conditions définies par la BCE, qui peut ainsi ancrer les taux courts de marché sur ses taux directeurs.

(13) La Fed visait un taux précis jusqu'en décembre 2008 et a décidé depuis lors de viser une fourchette. Voir les minutes du *Federal Open Market Committee* (FOMC) des 15-16 décembre 2008.

(14) La *discount window* (mise en place dès 2003) est un dispositif de prêt à court terme (dans la limite de 90 jours) d'urgence pour les établissements de crédit qui rencontrent des difficultés pour se financer sur les marchés interbancaires. En prêtant, la Fed s'assure du respect de la borne supérieure de sa fourchette cible.

Encadré 1 : Le pilotage du taux interbancaire par la banque centrale aux États-Unis et en zone euro

Aux États-Unis, la Fed ne prête pas directement aux banques (sauf périodes de stress, *cf. infra*) mais s'engage à réaliser des opérations de marché afin d'ajuster le volume de liquidités présent sur le marché interbancaire et ainsi, corriger toute déviation constatée par rapport à sa fourchette-cible de taux. Des facilités permanentes (fenêtre d'escompte – *discount window* – pour la borne supérieure et facilité de dépôt pour la borne inférieure) permettent d'assurer le maintien du taux *fed funds* effectif (EFFR) au sein de cette fourchette.

Toutefois, certains établissements de crédit en manque de liquidité pouvaient accepter de payer une prime par rapport à la borne supérieure du couloir des taux. Cela conduisait la Fed à réaliser des opérations de repo^a discrétionnaires avec les établissements de crédit, afin de réduire la pression haussière sur les taux interbancaires, lorsqu'un accroissement rapide des réserves bancaires était nécessaire pour permettre aux établissements de crédit de répondre aux demandes de liquidité sur les marchés monétaires. Ces situations répétées, lors du dernier resserrement monétaire (en septembre 2019) puis lors du début de la crise sanitaire (en mars 2020), a poussé la Fed à formaliser ses opérations discrétionnaires dans une facilité permanente établie en juillet 2021 : la *standing repo facility* (SRF). La SRF fonctionne par enchères, système dans lequel un établissement éligible demande à la Fed un certain montant de liquidités à un certain taux et se voit servi par la Fed en fonction des taux proposés par les autres demandeurs éligibles. À la suite des tensions observées en mars 2023 dans le secteur bancaire américain, la *discount window*, dispositif d'urgence jusque-là peu utilisé du fait de l'effet stigma associé, a été activement mobilisée. Ce dispositif permet aux institutions de dépôts d'accéder rapidement à trois types de crédit^b : (i) le crédit primaire, en cas de situation financière saine, sans restriction d'utilisation ; (ii) le crédit secondaire, en cas de non éligibilité au crédit primaire, accordé à très court terme – généralement au jour le jour – à un taux supérieur à celui du crédit primaire ; (iii) le crédit saisonnier afin d'aider les petites institutions de dépôt à faire face à des pressions de liquidité de nature saisonnière, accordé à taux variables.

En zone euro, la BCE n'a pas vocation à directement piloter le taux de référence interbancaire (€STR, précédemment l'EONIA). Elle décide en revanche du taux de ses trois facilités clefs (*cf. supra*). Contrairement aux États-Unis, le taux de référence interbancaire n'est jamais durablement passé au-dessus du taux des opérations principales de refinancement (MRO) depuis la création de la monnaie unique. Tout comme la *discount window* aux États-Unis, la facilité de prêt marginal est un dispositif d'urgence pour les établissements de crédit, qui n'est quasiment pas utilisé en zone euro. Désormais, même en cas de resserrement monétaire rapide, un €STR qui viendrait à passer au-dessus du taux de refinancement BCE paraît très peu probable du fait du fonctionnement du MRO. En effet, après 2008, la BCE est passée d'un refinancement par enchères à un système de refinancement illimité, à taux fixe, contre collatéral. Dès lors, la borne supérieure des taux interbancaires en euro ne devrait pas être dépassée, puisqu'une banque ayant besoin d'emprunter des liquidités pourra toujours le faire auprès de la BCE au taux de prêt marginal.

- a. L'abréviation « repo » vaut pour « *repurchase agreement* ». Un repo consiste pour une institution financière à vendre (à la Fed, en l'occurrence) un titre (souvent, une obligation souveraine) avec l'engagement de le racheter à une date prédéfinie (le jour suivant, pour les repos de la Fed). Il permet d'obtenir des liquidités à très court terme. Le taux d'un repo correspond à la différence entre le prix d'achat (par la Fed) et le prix de revente, le lendemain.
- b. La *discount window* diffère de la SRF par les titres éligibles : alors que les titres pouvant servir de collatéraux pour la *discount window* sont larges, la SRF ne vaut que pour des repos sur des titres souverains et d'agences publiques.

2. L'évolution des stratégies et des instruments

2.1 Les banques centrales ont développé de nouveaux outils dits non conventionnels depuis la crise financière

La crise financière de 2008 a entraîné un resserrement brutal des conditions de financement, qui s'est traduit par un net ralentissement des échanges interbancaires entraîné par la défiance entre acteurs. Les banques centrales ont dû intervenir massivement pour maintenir ces échanges et éviter le risque d'effondrement du crédit. En zone euro, la crise financière a succédé celle

des dettes souveraines, qui a accentué les pressions déflationnistes, contre lesquelles la BCE s'est mobilisée.

Face à ces chocs, les banques centrales ont considérablement assoupli leurs politiques monétaires. Première à agir, la Fed a entamé la baisse de ses taux mi-août 2007 : sa cible de *fed funds* est passée de 5,25 % en août 2007 à 0,00-0,25 % en décembre 2008. La BCE a, elle, baissé ses taux directeurs à partir d'octobre 2008 : le taux de ses opérations principales

de refinancement est passé de 4,25 % à l'été 2008 à 1 % en mai 2009, puis à 0 % en mars 2016. Par ailleurs, elle a modifié dès 2008 les modalités d'accès à ses lignes de liquidité, en passant d'un système d'enchères, comme aux États-Unis, à un système de refinancement illimité à taux fixe sous réserve de collatéral suffisant.

Toutefois, la baisse des taux directeurs n'a pas été suffisante pour relancer durablement l'activité et écarter tout risque déflationniste. Les taux directeurs, une fois le

taux plancher zéro (*zero lower bound*) atteint, ne pouvaient être utilisés davantage. Les banques centrales ont donc dû s'appuyer sur de nouveaux outils pour contourner cette limite qui privait leur politique monétaire d'efficacité. Leurs politiques « non conventionnelles » ont ainsi mobilisé des programmes d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing – QE*), du guidage des anticipations (*forward guidance*) et, pour la BCE, des taux directeurs négatifs¹⁵ (cf. Encadré 2).

Encadré 2 : Les canaux de transmission de la politique monétaire

Les décisions des banques centrales se transmettent à l'économie réelle par le biais de plusieurs canaux^a, dont l'efficacité varie selon les caractéristiques de l'économie.

On distingue plusieurs canaux de transmission d'un assouplissement monétaire par les instruments conventionnels :

- **le canal des taux d'intérêt** : les taux directeurs se diffusent à l'ensemble des taux et affectent la demande de financements. Ainsi, une baisse des taux directeurs est répercutée par les banques commerciales sur les taux des crédits qu'elles proposent aux ménages et aux entreprises, et elle est plus largement répercutée par l'ensemble des acteurs financiers sur les financements disponibles. Ce moindre coût du financement favorise la demande de crédits, affectant positivement la demande privée, et *in fine* l'inflation ;
- **le canal du prix des actifs** (financiers et immobiliers) agit *via* l'effet de richesse : une baisse des taux d'intérêt tend à faire augmenter la valorisation des actifs, ce qui augmente la valeur du patrimoine des agents qui, ayant un objectif d'épargne, peuvent accroître leur investissement et leur consommation. Ce canal joue un rôle particulièrement important aux États-Unis, où les actifs financiers (hors dépôts et devises) et immobiliers représentent respectivement 60 % et 31 % du patrimoine net des ménages (contre respectivement 15 % et 66 % en zone euro au 4^e trimestre 2022). Par ailleurs, l'effet de richesse a un effet sur le bilan des agents économiques : une hausse du prix des actifs accroît la capacité d'emprunt des entreprises comme des ménages ;
- **le canal du taux de change** affecte le prix relatif des biens et services étrangers : une baisse des taux directeurs rend les placements et dépôts nationaux moins attractifs, conduisant à une dépréciation de la monnaie, ce qui accroît la compétitivité-prix de la production nationale et favorise l'inflation importée. Ce mécanisme est moins important aux États-Unis, du fait de la domination du dollar dans le système monétaire international.

Les instruments d'assouplissement dits « non conventionnels » ont leurs propres mécanismes de transmission à l'économie réelle :

- **le canal du prix des actifs** : alors que les baisses de taux directeurs augmentent la valeur des actifs *via* le taux d'actualisation, les programmes de rachat d'actifs ont un impact haussier direct sur leur prix (et baissier sur leur rendement) en augmentant la demande pour ces actifs et les actifs substituables sur les marchés. Ils provoquent donc aussi un effet de richesse. Contrairement aux taux directeurs, qui affectent d'abord et surtout les taux d'intérêt de court terme, les achats d'actifs peuvent cibler des titres de long terme et ainsi agir sur l'ensemble de la courbe des taux^b. L'effet du QE passe donc aussi par le canal du taux d'intérêt ;
- **le canal du rééquilibrage de portefeuille** : la hausse de prix et la baisse des rendements des titres publics générées par le rachat de ces actifs incitent les investisseurs, qui reçoivent des liquidités de la part de la banque centrale, à modifier la composition de leur portefeuille vers des actifs plus risqués, mieux rémunérés, notamment

a. Cf. le discours de Philip Lane, membre du directoire de la BCE, "The transmission of monetary policy", 11 octobre 2022.

b. Cf. Baquero L., Ezzaim M. et Sorbe S. (2018), « La taille du bilan des banques centrales, nouvel instrument de politique monétaire », *Trésor-Éco*, n° 213.

(15) Le taux de dépôt marginal de la BCE.

des obligations d'entreprises privées. En effet, les investisseurs cherchent à maintenir le rendement de leur portefeuille et font face à une pénurie de titres sûrs. Par ce biais, les rachats d'actifs opérés par les banques centrales affectent l'ensemble des actifs financiers, ce qui facilitera le financement des investissements privés et générera un effet richesse généralisé ;

- **le canal des anticipations** : ce canal est directement visé par la *forward guidance*, qui vise à ancrer les anticipations des agents économiques. L'anticipation par les agents économiques d'un retour de l'inflation à sa cible est essentielle car elle influe sur leurs décisions et ainsi la demande, la production et l'inflation futures. L'efficacité du canal des anticipations dépend de la crédibilité de la banque centrale et de sa communication.

Les instruments conventionnels tels que l'ajustement des taux directeurs restent l'outil principal des banques centrales. Les instruments non-conventionnels sont utilisés de manière complémentaire mais peuvent créer des effets de bord du fait de leur caractère plus interventionniste sur les marchés financiers, et le moindre recul historique sur leur utilisation permet moins finement d'appréhender leurs impacts et leurs délais de transmission.

Aux États-Unis, la Fed a développé de nouveaux outils pour préserver le fonctionnement du marché interbancaire et, dans un second temps, ramener l'inflation à sa cible. Elle s'est appuyée sur deux nouveaux outils non-conventionnels. Avec le *Large-Scale Asset Purchase* (LSAP1), la Fed a commencé en novembre 2008 des rachats d'actifs sur le marché secondaire. Ces rachats ne concernaient alors que les créances immobilières titrisées (*Mortgage-Backed Securities* – MBS). Le champ s'est élargi progressivement aux titres obligataires du Trésor américain (*Treasuries*) avec le LSAP2 en novembre 2010 puis le LSAP3 en septembre 2012. La Fed a également pratiqué la *forward guidance* à partir de 2009¹⁶, afin de faire baisser les taux d'intérêt à long terme. Elle a alors successivement eu recours aux différentes formes de *forward guidance* : qualitative, conditionnée à un calendrier, et conditionnée à des objectifs conjoncturels¹⁷.

En zone euro, l'aggravation de la crise économique, avec la crise des dettes souveraines, a poussé la BCE à recourir, elle aussi, à des mesures non conventionnelles. Elle a déployé en mai 2010 son premier programme d'achat d'actifs, le *Securities Market Programme* (SMP), ciblé sur les obligations souveraines des pays les plus vulnérables (Grèce, Irlande, Portugal, Espagne et Italie), afin d'éviter une fragmentation de la zone euro et d'assurer une

transmission satisfaisante de la politique monétaire. La BCE a ainsi acheté l'équivalent de 218 Md€ de titres, qui ont été stérilisés¹⁸. En septembre 2012, la BCE a mis fin au SMP en annonçant la création d'un outil pérenne : les opérations monétaires sur titres (*Outright Monetary Transactions* – OMT), qui lui permettent d'acheter autant d'obligations souveraines stérilisées que nécessaire pour préserver l'intégrité de la zone euro, à condition que l'État membre dont les titres souverains sont rachetés soit sous un programme du Mécanisme européen de stabilité (MES)¹⁹. Cette annonce a permis de réduire la tension sur les marchés sans jamais avoir recours à l'instrument.

À partir de novembre 2011, la BCE a repris la baisse de ses taux directeurs : le taux de refinancement principal est progressivement ramené à 0 % (en mars 2016) et le taux de la facilité de dépôt est placé en territoire négatif dès 2014, proche de la borne inférieure effective²⁰. Pour continuer d'assouplir sa politique monétaire, la BCE a également lancé, à partir de 2014, des opérations de refinancement ciblées de long terme (*Targeted Long Term Refinancing Operations* – TLTRO), opérations octroyées tous les trimestres aux établissements bancaires, d'une maturité longue (entre 3 et 4 ans) et dont le taux applicable varie en fonction des activités de prêt des établissements pour inciter les banques à prêter au secteur privé : plus un établissement prête à l'économie réelle, plus le taux d'intérêt appliqué sera

(16) Voir, par exemple, les minutes du FOMC de mars 2009 : "The Committee will maintain the target range for the federal funds rate at 0 to ¼ percent and anticipates that economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period".

(17) Contessi Silvio & Li Li (2013), "Forward guidance 101A: a roadmap of the US experience" et "Forward guidance 101B: a roadmap of the international experience", *Federal Reserve Bank of Saint Louis*.

(18) La stérilisation consiste, pour une banque centrale, à compenser la liquidité injectée dans l'économie *via* ses interventions de politique monétaire, notamment l'achat de titres publics ou privés sur les marchés.

(19) Le MES est une institution intergouvernementale créée en septembre 2012 pour fournir de l'aide financière aux États membres de la zone euro.

(20) La borne inférieure effective correspond au rendement de la monnaie fiduciaire (les espèces), soit 0 %, auquel il faut retrancher les coûts de transport, de stockage et d'assurance. Ce rendement détermine le taux plancher de la politique monétaire. En effet, un taux trop négatif pourrait provoquer un retrait massif des dépôts et ainsi compromettre l'efficacité de la politique monétaire.

faible. Six ans après la Fed, la BCE a lancé, en mars 2015, un vaste programme de rachats d'actifs non stérilisés (*Asset Purchase Programme – APP*²¹). Entre début 2015 et début 2019, l'APP a représenté un montant total de 2 600 Md€ d'achats nets, dont près de 2 200 Md€ de titres publics. La BCE a également eu recours à la *forward guidance*, à compter de juillet 2013, pour crédibiliser son engagement à relever l'inflation au niveau de sa cible.

Entre 2015 et 2019, les politiques monétaires menées par la Fed et par la BCE ont été divergentes : l'amélioration de la conjoncture américaine a poussé la Fed à normaliser sa politique, avec la réduction du montant des achats d'actifs (« *tapering* ») et la remontée des taux à partir de décembre 2015, alors que la situation encore fragile en Europe obligeait la BCE à maintenir une politique accommodante et non conventionnelle.

2.2 La boîte à outils des banques centrales s'est élargie pendant la crise sanitaire

La crise sanitaire a entraîné une chute de l'activité économique (chute du PIB de -6,1 % en zone euro et de -2,8 % aux États-Unis, en 2020) et justifié l'intervention des banques centrales pour permettre le financement de l'économie. Celles-ci ont mobilisé les outils – conventionnels et non conventionnels – existants et les ont élargis pour en maximiser les effets.

La BCE s'est tournée vers des mesures non-conventionnelles pour répondre à la crise sanitaire, ses taux directeurs étant déjà au plancher depuis 2016. Différents types d'instruments ont été utilisés : la *forwards guidance*²², les programmes d'achats d'actifs, les opérations de refinancement de long terme et l'assouplissement du cadre de collatéral pour l'accès au refinancement de la BCE.

La BCE a relancé le programme APP en novembre 2019 (à hauteur de 20 Md€ par mois d'achats nets) puis a décidé d'ajouter une enveloppe de 120 Md€ pour la période de mars à décembre 2020. Elle a également annoncé, en mars 2020, la création d'un nouveau programme de rachat d'actifs d'urgence pandémique

(le *Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP*), dont 1 700 Md€ environ ont été utilisés sur les 1 850 Md€ prévus. Le PEPP ciblait les mêmes catégories d'actifs que l'APP. Comme lui, il consistait principalement en l'achat d'obligations publiques. Si la répartition des achats entre États membres devait suivre la clef de répartition du capital de la BCE (comme pour l'APP), le PEPP avait pour particularité de prévoir la possibilité de réaliser ces achats de manière flexible, afin de prévenir les risques de fragmentation financière en zone euro²³.

En outre, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé d'assouplir temporairement, entre juin 2020 et juin 2021, les conditions des TLTRO, puis a prolongé cet assouplissement d'un an, jusqu'à fin juin 2022. La première opération de TLTRO III²⁴ a témoigné de l'importante demande de liquidité par le secteur bancaire. Les opérations suivantes ont été largement moins utilisées que la première.

Enfin, la BCE a assoupli son cadre de collatéral jusqu'en juin 2022, ce qui a pu être décrit comme un « assouplissement qualitatif ». En effet, chaque demande de refinancement d'un établissement bancaire auprès de la BCE nécessite en contrepartie la mise à disposition d'actifs en collatéral, dans le cadre d'une opération sécurisée qui permet à la BCE de protéger son bilan contre d'éventuels défauts sur ses opérations de refinancement. En fonction de la qualité des actifs mis en collatéral, la BCE applique une décote plus ou moins grande, obligeant la banque à engager un montant de collatéral supérieur à la somme du refinancement octroyé. Pour contrer les effets négatifs de la crise, la BCE a annoncé la réduction de 20 % de toutes les décotes et élargi le champ du collatéral éligible aux opérations de refinancement.

Aux États-Unis, la Fed a mis en œuvre dès la mi-mars 2020 plusieurs mesures pour soutenir l'activité et stabiliser le système financier face à la crise sanitaire en s'inspirant largement de l'expérience de la crise financière de 2008. Elle a ainsi baissé sa fourchette cible de taux *fed funds* (passée de 1,50 %-1,75 % en février 2020 à 0,00 %-0,25 % fin mars 2020), pour soutenir l'activité et faciliter l'accès au crédit des entreprises, et mis en œuvre des mesures non-

(21) L'APP comprend un ensemble de programmes : *corporate sector purchase programme* (CSPP), *public sector purchase programme* (PSPP), *asset-backed securities purchase programme* (ABSPP) et *third covered bond purchase programme* (CBPP3).

(22) Dans sa décision de politique monétaire du 12 mars 2020, le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente ».

(23) Le Conseil des gouverneurs avait prévu une seconde spécificité du PEPP : les titres émis par le gouvernement grec y étaient éligibles.

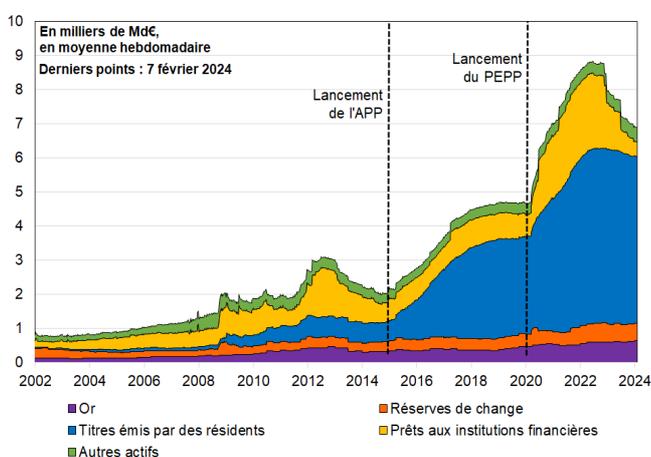
(24) La BCE a lancé trois séries de TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations*) : les TLTRO I en 2014, les TLTRO II en 2016, et les TLTRO III correspondant au programme lancé à partir de 2019.

conventionnelles (rachats d'actifs, dispositifs de prêts et de refinancement et communication avancée), afin d'accompagner les mesures de soutien budgétaire décidées par les administrations Trump puis Biden.

En complément des rachats d'obligations du Trésor et de créances hypothécaires titrisées, déjà déployés lors de la crise financière, la Fed a mis en place des programmes de rachats sur les marchés primaire et secondaire portant sur des types de titres nouveaux : dettes d'entreprises (*Corporate Credit Facility*²⁵ pour 750 Md\$ en mars 2020, puis *Main Street Lending Program*²⁶ pour 600 Md\$ en avril 2020) et de collectivités locales (*Municipal Lending Facility*²⁷ en avril 2020).

Avec le déploiement des programmes de prêts à long terme et de rachats d'actifs à la suite de la crise financière puis de la crise sanitaire, la taille des bilans de la Fed et la BCE a considérablement augmenté (cf. Graphiques 1 et 2) et a atteint un pic avant le début du resserrement monétaire de 2022. Ainsi, le bilan de la Fed est passé de 900 Md\$ au 3^e trimestre 2008 (soit 6 % du PIB des États-Unis) à 9 000 Md\$ (soit 42 % du PIB) au 4^e trimestre 2021. Le bilan de l'Eurosystème est, lui, passé de 1 400 Md€ (soit 15 % du PIB de la zone euro) au 3^e trimestre 2008 à 8 800 Md€ (soit 65 % du PIB) au 3^e trimestre 2022, du fait notamment de l'APP et du PEPP.

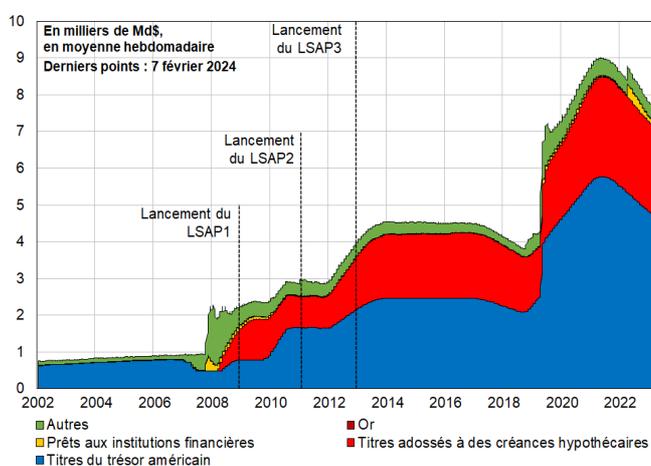
Graphique 1 : Évolution de la taille des bilans de la BCE



Source : BCE.

Note de lecture : Dans le bilan de la BCE, les « prêts aux institutions financières » regroupent les opérations de refinancement (MRO) et les (T)LTRO, tandis que les programmes de rachats d'actifs sont représentés par la catégorie « titres émis par des résidents ». Dans le bilan de la Fed, les titres (du Trésor américain – *Treasuries* – ou titres adossés à des créances hypothécaires – *Mortgage-Backed Securities*) comprennent à la fois les titres achetés dans le cadre des opérations d'*open market* et dans celui des programmes de rachat d'actifs.

Graphique 2 : Évolution de la taille des bilans de la Fed



Source : Fed.

3. Les instruments du resserrement monétaire

La sortie de crise sanitaire s'est traduite par un regain d'inflation dans les deux économies (cf. Graphique 3) résultant d'un choc d'offre négatif, dû aux perturbations dans les chaînes d'approvisionnements et à la pénurie de main d'œuvre, et d'un choc de demande positif lié à l'excès de liquidités (excès d'épargne des ménages et liquidités des entreprises) accumulé durant la crise sanitaire. Enfin outre, la reprise mondiale vigoureuse du fait de la réouverture de l'économie a conduit à une

flambée des prix des matières premières et de l'énergie, qui a été exacerbée par l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022.

En zone euro, l'inflation a été plus directement affectée qu'aux États-Unis par les prix de l'énergie, notamment du gaz, en raison d'une plus grande exposition à la Russie. La hausse du prix des importations énergétiques a eu pour conséquence une dégradation des termes de l'échange, affaiblissant la demande.

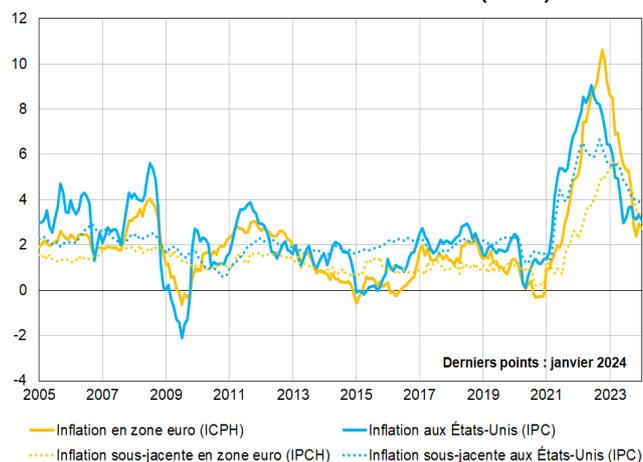
(25) De façon inédite, la Fed a alors inclus dans ses rachats des titres de dette de « *fallen angels* », c'est-à-dire des entreprises notées « *investment grade* » (titres à niveau de risque faible) avant mars 2020 dont la notation a été par la suite dégradée.

(26) Ce programme a été autorisé par le Congrès dans le cadre du CARES Act (*Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act*), qui a fourni une aide économique aux travailleurs, aux familles, aux petites entreprises et aux industries américaines pendant la pandémie de Covid-19. Il consistait à racheter des prêts consentis par les banques aux entreprises de taille intermédiaire (moins de 15 000 employés ou moins de 5 Md\$ de chiffre d'affaires).

(27) Ce programme consistait à acheter sur le marché primaire, dans la limite de 500 Md\$, les dettes de maturité inférieure à 24 mois émises par certaines collectivités comme les États fédérés, les comtés de plus de 2 millions d'habitants, ou les villes de plus d'un million d'habitants.

Malgré l'intervention des États européens pour soutenir les ménages et les entreprises, la hausse des prix des intrants de production s'est transmise aux prix à la production, puis aux prix à la consommation et a conduit l'inflation à un point haut à +10,6 % (en glissement annuel) en octobre 2022.

Graphique 3 : Évolution du taux d'inflation en zone euro et aux États-Unis (en %)



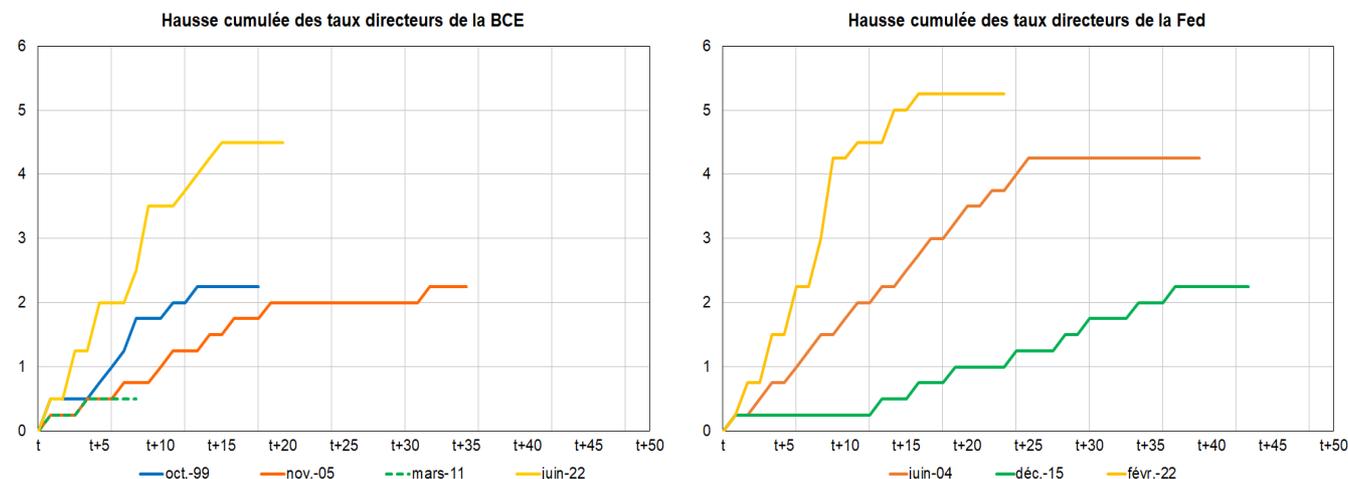
Source : Eurostat et BLS.

L'indépendance énergétique des États Unis les a préservés d'une dégradation significative des termes de l'échange, et les soutiens budgétaire massifs (*American Rescue Plan* de 1 900 Md\$ lancé en mars 2021) avaient soutenu la demande, notamment à travers l'accumulation par les ménages américains d'une « sur-épargne » pendant et après la crise Covid-19. Ceci pouvait faire craindre aux États-Unis une inflation plus durable, voire l'enclenchement d'une spirale inflationniste (boucle prix-salaires). L'inflation aux États-Unis a atteint un pic à +9,1 % en juin 2022.

Dans un premier temps, la Fed et la BCE ont toutes deux considéré que ce pic d'inflation serait transitoire et n'ont pas modifié leur politique monétaire en 2021. En effet, la Fed avait opté en 2020 pour un ciblage d'inflation moyenne, visant notamment à limiter toute surréaction à des chocs transitoires et à tenir compte de la trajectoire passée. La BCE avait, quant à elle, opté en 2021 pour un ciblage d'inflation symétrique à moyen terme, qui permet de tolérer un écart (positif ou négatif) à la cible à condition que celui-ci soit limité et temporaire. Face à la persistance et au renforcement de l'inflation en 2022, la BCE et la Fed ont entamé un resserrement monétaire à la fois rapide et important, afin d'empêcher l'installation d'une inflation élevée et de contrer le risque de désancrage des anticipations d'inflation à moyen et long termes.

En zone euro, la BCE a procédé au relèvement de ses taux directeurs, de 450 points de base (pb) entre juillet 2022 et septembre 2023, portant le taux de la facilité de dépôt à 4,00 %, soit le rythme de hausse le plus élevé observé depuis la création de la zone euro (cf. Graphique 4). En parallèle, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de réduire son portefeuille de titres en mettant fin, dans un premier temps, (juillet 2022) aux achats nets (en mars 2022 pour le PEPP et en juillet 2022 pour l'APP), puis, pour l'APP uniquement, en réduisant les réinvestissements de titres arrivant à échéance (mars 2023) avant de les arrêter totalement (juillet 2023). Pour le PEPP, les réinvestissements seront entiers jusqu'à fin juin 2024, puis seront réduits de moitié avant leur arrêt complet à compter de janvier 2025.

Graphique 4 : Hausse des taux directeurs de la BCE et de la Fed lors de différents resserrements monétaires (en points de pourcentage)



Source : BCE, Fed (données Refinitiv, calculs du Trésor).

Note de lecture : Le taux tracé est le taux de la facilité de dépôt pour la BCE et le taux Fed funds effectif (EFFR) pour la Fed.

La BCE a également décidé en octobre 2022 de modifier les règles applicables aux TLTRO : à compter de novembre 2022, le taux d'intérêt de ces prêts est indexé sur le taux de la facilité de dépôt de la BCE sur la période résiduelle de remboursement et non sur toute la durée de vie du prêt. Cette modification accroît le coût des TLTRO en incorporant plus rapidement la hausse des taux de la BCE et incite les banques à les rembourser de manière anticipée plutôt qu'à les détenir jusqu'à maturité, réduisant ainsi la liquidité disponible. Ce faisant, cette mesure contribue au durcissement de la politique monétaire.

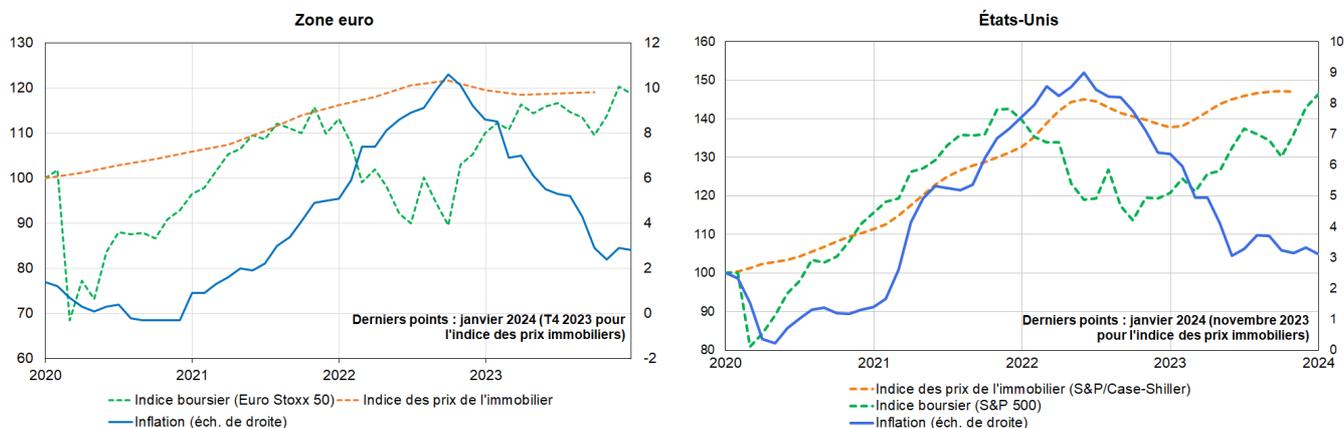
Pour permettre le resserrement monétaire rendu nécessaire par la hausse de l'inflation sans provoquer de tensions sur les marchés obligataires européens, qui pourraient conduire à un accroissement des *spreads*, la BCE a présenté en août 2022 un nouvel instrument : l'instrument de protection du mécanisme de transmission de la politique monétaire²⁸. Celui-ci doit prévenir le risque de fragmentation financière en permettant à la BCE de racheter des titres publics en cas de hausse des taux souverains déconnectée des fondamentaux économiques, sous certaines conditions liées notamment à la soutenabilité budgétaire et aux équilibres macroéconomiques du pays concerné.

Aux États-Unis, la Fed a relevé son taux *fed funds* de 525 pb entre mars 2022 et août 2023, portant la fourchette-cible à 5,25 %-5,50 %, estimant que le coût économique d'un désancrage des anticipations d'inflation était bien plus élevé que celui d'un éventuel resserrement excessif. Comme pour la BCE, cette hausse des taux a suivi un rythme bien plus rapide que lors des resserrements précédents (cf. Graphique 4). La Fed a par ailleurs entamé la réduction de la taille de

son bilan (*quantitative tightening* – QT) par la baisse du volume des achats d'actifs à compter de novembre 2021, puis par le non-réinvestissement des titres arrivés à échéance pour un montant plafonné à 47,5 Md\$ par mois de juin à août 2022, et à 95 Md\$ par mois à partir de septembre 2022.

Aux États-Unis, le durcissement des conditions financières induit par le resserrement monétaire a conduit à d'importantes corrections sur (i) les principaux indices boursiers américains : -20 % pour le S&P 500 (cf. Graphique 5) et -35 % pour le Nasdaq au cours de 2022, avant un redressement en 2023 devant la résilience de l'économie américaine ; (ii) les prix de l'immobilier sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt (le rendement des créances immobilières titrisées (MBS) à 30 ans, utilisé comme le taux de référence pour les nouvelles demandes de crédits, est passé de moins de 3 % en 2021 à plus de 7 % début 2023) ; et (iii) le marché obligataire, qui s'est fortement tendu (les taux à 10 ans sont passés de 1,8 % en moyenne en janvier 2022 à 4,8 % en octobre 2023), renchérissant le coût de financement de l'État et des entreprises. Ces dépréciations d'actifs à taux fixes ont fragilisé le bilan de certaines banques commerciales au modèle économique plus vulnérable, conduisant à la faillite de Silicon Valley Bank, en mars 2023, puis de Signature Bank. La Fed est intervenue rapidement avec la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) et le *Treasury*, favorisant une stabilisation du secteur bancaire. Toutefois, d'après *Senior Loan Officer Opinion Survey* de la Fed (dernière parution en février 2024), les conditions de crédit ont continué de se durcir, ce qui peut accroître le risque d'instabilité financière.

Graphique 5 : Évolution de l'inflation, des prix de l'immobilier et des indices boursiers



Source : Refinitiv.

Note de lecture : Les indices boursiers et de prix immobiliers ont pour base 100 leur valeur au 1^{er} janvier 2020 ; l'inflation en glissement annuel est exprimée en %.

(28) En anglais, *transmission protection instrument* (TPI).

En Europe, le durcissement des conditions financières a aussi pris plusieurs formes : (i) les indices boursiers ont fortement reculé au cours de 2022 avant de remonter vers la fin de l'année (-14 % en 2022 pour l'indice Euro Stoxx 50) ; (ii) la remontée des taux d'intérêt de la BCE s'est répercutée sur les rendements obligataires²⁹, faisant peser une pression supplémentaire sur les États européens en augmentant leur charge d'intérêts ; et (iii) les conditions de crédit se sont durcies dès le début du resserrement en 2022. Par exemple, les taux d'intérêt des prêts aux entreprises³⁰ sont passés de 1,4 % en janvier 2022 à 5,2 % en décembre 2023. Quant aux crédits immobiliers pour les ménages, les taux sont passés de 1,3 % à 4,0 % sur la même période. Cette hausse a provoqué une forte diminution de la demande de crédits immobiliers, donc des transactions immobilières³¹, qui a amorcé un mouvement de baisse des prix immobiliers.

Le resserrement monétaire de la Fed et de la BCE exerce une pression à la baisse sur l'activité et sur l'inflation, *via* une réduction du volume de crédit et une

baisse de la demande, à un horizon qui dépend des délais de transmission de la politique monétaire (*cf.* Encadré 3). Avalos *et al.* (2023)³² soulignent que le resserrement des conditions financières (taux sur le marché monétaire et taux d'intérêt bancaires) a été plus marqué que lors des cycles précédents dans les économies avancées. L'effet mondial du resserrement a été accentué par l'ampleur et la synchronisation des hausses de taux, notamment celles de la Fed, dont l'influence est renforcée par le rôle dominant du dollar dans le système monétaire international. La détermination des banques centrales dans leur engagement à restaurer la stabilité des prix, ainsi que la transparence accrue sur la trajectoire des taux directeurs, a permis une meilleure adaptation du secteur privé à ces ajustements. Parallèlement, les pressions inflationnistes émergeaient, particulièrement en zone euro, de chocs d'offre négatifs, que la politique monétaire est moins apte à contrer directement mais qui mettent davantage de pression sur les conditions financières et freinent l'activité économique³³.

Encadré 3 : Délais de transmission de la politique monétaire à l'économie

La vitesse et l'ampleur de la transmission de la politique monétaire dépendent de la structure de l'économie, des chocs auxquels l'économie est confrontée et de la réaction des marchés financiers, des entreprises et des ménages. L'existence et les déterminants de ces délais de transmission ont été mis en évidence par Friedman (1961)^a, mais leur durée reste débattue. Deb *et al.* (2023)^b estiment qu'une hausse de 100 points de base du taux directeur réduit le PIB de 0,3 % un trimestre après le choc et jusqu'à 1,5 % sur un horizon de 18 à 24 mois. L'effet sur l'inflation serait plus tardif et atteindrait son pic aux alentours de 18 mois après le choc. Ces résultats sont corroborés par les travaux de Romer et Romer (2023)^c, qui estiment le délai de transmission à l'économie réelle aux alentours de 18 mois pour l'inflation, tandis que la croissance reflue dès le choc de politique monétaire, pour atteindre son minimum au bout de deux ans.

Les délais de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle sont hétérogènes entre pays et macro-régions, ce qui s'explique par différents facteurs^d :

- Le développement financier et la structure financière du pays : dans les économies où les marchés financiers sont plus développés, les acteurs ont accès à des instruments pour se couvrir contre les hausses de taux directeurs, ce qui diffère leur effet. Par ailleurs, la prépondérance de crédits à taux fixe plutôt qu'à taux variable ralentit la transmission.

a. Friedman M. (1961), "The lag in effect of monetary policy", *Journal of Political Economy*, vol. 69, No. 5, pp. 447-466.

b. Deb P. *et al.* (2023), "Monetary Policy Transmission Heterogeneity: Cross-Country Evidence", *FMI WP/23/204* et références associées.

c. Romer Christina D. et Romer David H. (2023), "Presidential Address: Does Monetary Policy Matter? The Narrative Approach after 35 Years", *American Economic Review*, 113 (6): 1395-1423.

d. Voir Havranek T. & Rusnak M. (2013), "Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis", *International Journal of Central Banking*, 9(4), pp. 39-75.

(29) Les taux des obligations publiques allemandes et françaises à 10 ans s'élevaient à respectivement 0,33 % et 0,78 %, en moyenne, en mars 2022. Ils ont atteint un pic en octobre 2023 à respectivement 2,97 % et 3,55 %, avant d'entamer un mouvement de baisse (2,21 % et 2,74 % en moyenne en janvier 2024).

(30) Indicateur composite de la BCE sur le coût du crédit pour les entreprises et les ménages, mensuel.

(31) En France, la Fédération nationale de l'immobilier (FNAIM) estime en novembre que le nombre de ventes immobilières devrait atteindre fin 2023 le nombre de 885 000, soit -21 % par rapport à 2022.

(32) Avalos F. *et al.* (2023), "Monetary policy, financial conditions and real activity: is this time different?", *BIS Bulletin* n. 80.

(33) Par exemple, les écarts de crédit ont tendance à se creuser en réponse à un resserrement en cas d'inflation causée par des problèmes d'offre, mais à se réduire en cas d'inflation attribuable à la demande.

- Les revenus des ménages et la distribution des actifs liquides : les ménages avec un prêt immobilier répondent davantage à un resserrement monétaire que les autres (hormis dans les pays qui ont plus recours à des taux fixes pour les prêts immobiliers, comme la France et l'Allemagne par exemple), en réduisant leur consommation de biens.
- La crédibilité de la banque centrale nationale et l'efficacité de sa communication : c'est un facteur particulièrement important dans les économies émergentes. La transmission de la politique monétaire est plus efficace quand les anticipations d'inflation sont bien ancrées et les actions de la banque centrale crédibles. Les conditions de financement se durcissent alors rapidement et le taux de change évolue en conséquence, limitant ainsi l'inflation importée.

Par ailleurs, la politique monétaire a un effet asymétrique : l'expansion monétaire a un effet plus important sur les prix que sur l'activité réelle, à l'inverse du resserrement monétaire^e.

e. Cette relation asymétrique de la politique monétaire aux prix et à l'activité s'explique par la présence de rigidités nominales à la baisse sur les prix, par la politique budgétaire qui est plus souvent expansionniste que restrictive et qui entre parfois en contradiction avec la politique monétaire, et par le comportement de formation des prix des entreprises, qui change en période d'inflation. Voir Encadré 1.2 du chapitre 1 du *World Economic Outlook* du FMI d'avril 2023.

Début 2024 le plein effet du resserrement sur l'activité économique ne semblait pas encore avoir été atteint. Les économies avancées, et en particulier l'économie américaine, ont montré une certaine résilience. La période de taux bas précédant la recrudescence de l'inflation avait vu une hausse des prêts à taux fixe, permettant aux entreprises et aux ménages de différer l'impact des hausses de taux sur leurs coûts de financement. Les mesures budgétaires de soutien ont limité la perte de pouvoir d'achat et ont en partie protégé le secteur privé de la hausse des prix. Malgré une inflation élevée, les taux d'intérêt réels sont restés bas par rapport à leur moyenne historique, soutenant ainsi la valeur des actifs risqués face à l'augmentation des taux directeurs.

L'inflation a nettement reculé depuis son pic de 2022 (elle atteint respectivement 2,7 % et 3,1 % en zone euro et aux États-Unis en janvier 2024), surtout grâce à

l'amélioration des conditions d'offre. Les prix de l'énergie sont en baisse depuis début 2023 : en glissement annuel, ils avaient chuté de -6,3 % en zone euro et de -4,6 % aux États-Unis en janvier 2024. Dans ce contexte, la Fed et la BCE ont cessé, respectivement en juillet et en septembre 2023, d'augmenter leurs taux directeurs, considérant que ceux-ci avaient atteint un niveau suffisamment restrictif, tout en réaffirmant leur détermination à faire revenir les taux d'inflation à leur cible d'ici 2025. L'incertitude demeure néanmoins élevée quant à la trajectoire de la politique monétaire, plusieurs facteurs pouvant contribuer à soutenir l'inflation, aussi bien à court terme (choc sur les prix du pétrole) qu'à plus long terme, s'agissant des transformations structurelles de l'économie (transition écologique, vieillissement de la population, ou encore fragmentation des chaînes de valeur du fait de tensions géopolitiques persistantes).

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
des Finances
et de la Souveraineté
industrielle et numérique
Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Dorothee Rouzet

Rédacteur en chef :

Jean-Luc Schneider
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

Mars 2024

N° 339 Perspectives mondiales au printemps 2024, une croissance modérée et inégale

Les bureaux de la DG Trésor en charge des prévisions internationales

N° 338 Le marché unique européen, un vecteur d'intégration économique et commerciale

Samuel Adjutor, Antoine Bena, Simon Ganem

Février 2024

N° 337 La mobilité intra-européenne des personnes

Cyprien Batut, Tristan Gantois, Jean Lavallée

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>



Direction générale du Trésor



@DGTresor

Pour s'abonner à *Trésor-Éco* : bit.ly/Trésor-Eco

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique.