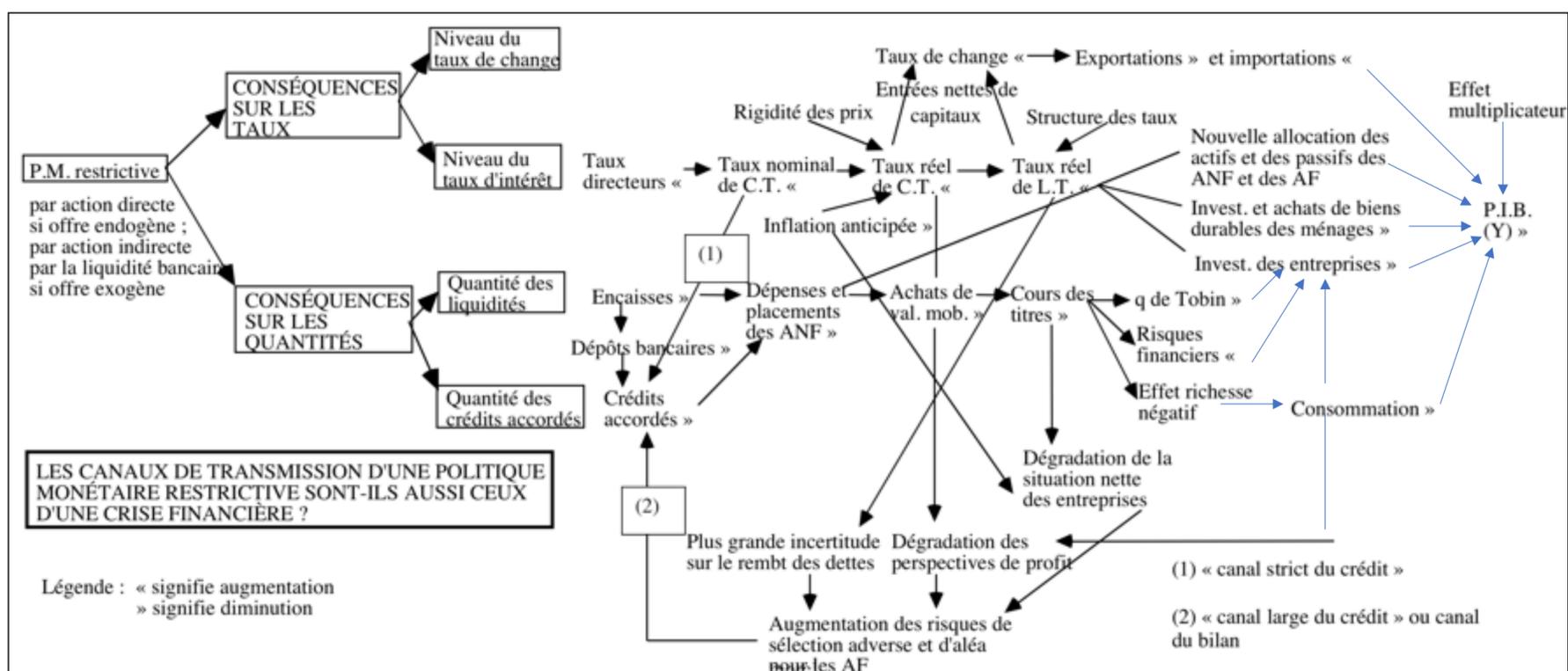


LES CANAUX DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE
Ch. BIALÈS



4 remarques importantes :

- Depuis la crise des subprimes dans le monde et a fortiori depuis la crise des dettes souveraines en Europe qui a suivi, la politique monétaire n'est pas restrictive mais au contraire expansionniste : les canaux de transmission de la politique monétaire jouant en général de manière symétrique, il faut lire ce schéma en inversant les relations.
- Le bilan très mitigé de la politique monétaire de la BCE au cours des années 2010 traduit une sorte de neutralisation de l'action des canaux de transmission ici par d'autres mécanismes. Les effets de la baisse des taux directeurs, donc aussi ceux des actifs sans risque, ont été annulés par l'augmentation des primes de risques associées aux investissements dans le capital des entreprises, la hausse du risque étant objective ou seulement ressentie : il n'est pas étonnant que l'investissement des entreprises n'ait pas répondu positivement à la baisse des taux longs puisque la rentabilité exigée du capital n'a pas baissé.
- Dans un Flash Economie (26 février 2021), les économistes de Natixis cherchent à tester l'efficacité des différents canaux de transmission de la politique monétaire -super-expansive- Menée par les Banques centrales depuis la crise de 2007-2008 et renforcée par la crise du Covid-19. Après avoir listé en introduction les différents canaux, ils établissent en conclusion un tableau récapitulatif pour montrer qu'en définitive rares sont les canaux actuellement efficaces :

« On connaît les canaux possibles de transmission de la politique monétaire (prenons-la dans le sens d'une politique expansionniste) :

 - le canal du crédit bancaire (la baisse des taux d'intérêt accroît la demande de crédit, mais elle peut réduire l'offre de crédit) ;
 - le canal de la richesse (la baisse des taux d'intérêt accroît la richesse, ce qui stimule la demande de biens et services) ;
 - le canal du risque (la politique monétaire expansionniste fait baisser les taux d'intérêt sans risque, d'où le report des épargnants vers les actifs risqués, la baisse des primes de risque favorable à l'investissement) ;
 - le canal du taux de change (la baisse des taux d'intérêt conduit à une dépréciation du change) ;
 - le canal des paiements d'intérêts sur les dettes (la baisse des taux d'intérêt fait reculer les paiements d'intérêts, ce qui soutient la dépense des agents économiques endettés, dont l'État) ;
 - le canal des anticipations (une politique monétaire expansionniste peut redresser les anticipations de croissance future et d'inflation) ;
 - le canal du bilan et de la situation financière des banques (une baisse des taux d'intérêt réduit les marges d'intermédiation sur le crédit, mais accroît la valeur du portefeuille d'obligations des banques et réduit le risque de faillite des emprunteurs) .

(...)

Tableau 1 : Canaux de transmission efficaces de la politique monétaire

Canaux	États-Unis	Zone euro
Crédit bancaire		
Richesse		
Risque		
Taux de change		
Paievements d'intérêts	X	X
Anticipations		
Canal du bilan des banques	X	X

4) Dans un Flash Economie (28 août 2023), après un utile rappel de la panoplie des différents canaux de transmission de la politique monétaire, les économistes de Natixis cherchent à nouveau à tester leur effet. Le taux d'inflation s'élevé à nouveau au-delà de la norme des 2% retenue par les différentes Banques centrales, en particulier la BCE :

« On peut distinguer différents canaux de transmission de la politique monétaire :

- le canal du crédit, qui fait reculer l'offre de crédit des banques lorsque la politique monétaire devient plus restrictive ;
- le canal des taux d'intérêt, qui fait reculer la demande de crédit des ménages et des entreprises, et donc l'investissement et la consommation, lorsque la politique monétaire devient plus restrictive, directement ;
- le canal du taux de change, une politique monétaire plus restrictive conduisant normalement à une appréciation du taux de change.

Aujourd'hui, le canal du crédit et le canal des taux d'intérêt font reculer la distribution de crédit, et donc la consommation ou l'investissement ; mais cet effet, normalement efficace pour faire reculer l'inflation, est aujourd'hui limité par la poursuite de créations d'emplois même lorsque la demande de biens et services s'affaiblit, le maintien d'un taux de chômage faible et l'absence de correction importante à la baisse des prix des actifs.

Les différents pays menant tous des politiques monétaires restrictives, l'effet sur les taux de change est faible.

Au total, il ne reste, comme effet de la politique monétaire restrictive, que le "canal des taux de marge bénéficiaire" : si la faiblesse de la demande ne fait pas monter le taux de chômage, elle fait baisser les prix des actifs. Autrement dit, le rôle que joue actuellement la politique de marge des entreprises dans l'inflation fait que parmi les canaux de transmission de la politique monétaire restrictive c'est précisément celui des marges qui est le plus affecté. le canal du crédit et le canal des taux d'intérêt perdent de leur efficacité dans le contexte actuel de faiblesse des gains de productivité et du taux de chômage et de hausse des salaires. Par contre, si la faiblesse des marges bénéficiaires des entreprises ; mais sans pour autant forcément éviter l'impact de la boucle prix-salaire.

www.christian-b...