

Une normalisation des politiques monétaires sous contraintes

La hausse de l'inflation dans les économies occidentales contraint les banques centrales à normaliser leurs politiques monétaires, en mettant en œuvre hausses de taux et réductions de bilan. Les conséquences de ce resserrement sont déjà visibles sur les marchés obligataires et financiers de ces économies, mais également sur les économies émergentes par le canal des taux de change. La Banque centrale russe se sert quant à elle de l'outil monétaire pour diminuer l'impact des sanctions occidentales.

Les banques centrales occidentales ont commencé la normalisation de leurs politiques monétaires à des rythmes variables

La crise sanitaire a provoqué une intervention des banques centrales d'une ampleur inédite pour soutenir le financement des États et des entreprises (► **éclairage** de la *Note de conjoncture* du 1^{er} juillet 2021¹). Deux ans plus tard, face à la hausse de l'inflation observée dans les pays occidentaux, les banques centrales ont entamé un resserrement de leurs politiques monétaires, afin de se conformer à l'objectif de stabilité des prix inscrit dans leur mandat. La Banque d'Angleterre (BoE) a ainsi commencé à relever son taux directeur dès décembre 2021, tandis que la Réserve Fédérale américaine (Fed) l'a relevé une première fois en mars 2022 (+25 points de base, probablement moins qu'elle ne l'aurait fait en l'absence de la guerre en Ukraine²), puis de 50 points de base début mai, et de 75 points de base le 15 juin (► **figure 1**). Ces deux banques centrales ont également mis fin à leurs achats d'actifs, qui avaient atteint des niveaux inégalés suite aux mesures décidées en 2020, et ont décidé une réduction progressive de leur bilan.

En parallèle, la Banque centrale européenne (BCE) n'a pas encore entamé de relèvement de ses taux d'intérêt. Confrontée à la diversité des situations économiques des États membres de la zone euro, elle

souhaitait en effet conserver une certaine flexibilité dans ses décisions face à la guerre en Ukraine et ses conséquences économiques. En outre, la hausse de l'inflation en zone euro restait essentiellement importée, davantage liée à la hausse des prix de l'énergie et aux perturbations des chaînes de valeur qu'au dynamisme de la demande intérieure. Néanmoins, depuis la mi-mai, la normalisation monétaire de la BCE semble s'accélérer³ : le programme d'achats d'actifs de la BCE, en place depuis plusieurs années⁴, prendra fin le 1^{er} juillet 2022, ouvrant la voie à un relèvement des taux d'intérêt dès le mois de juillet, soit plus rapidement que ce qui était anticipé auparavant.

Après plus d'une décennie de mesures non conventionnelles, la politique monétaire serait donc un peu moins accommodante. Ce resserrement monétaire affecte déjà les cours des actifs financiers, à l'image du net recul de la Bourse américaine depuis plusieurs mois. Les marchés obligataires réagissent également à ce resserrement monétaire : le taux des obligations d'État américaines à 10 ans a fortement augmenté, passant de 1,5 % fin 2021 à près de 3,5 % à la mi-juin 2022. Sur le marché obligataire européen, les taux souverains remontent aussi depuis le début de l'année (► **figure 2** gauche), de même que les différentiels entre les taux, notamment entre l'Allemagne et l'Italie.

1 « Les banques centrales face à une crise inédite », par Hadrien Leclerc, Éclairage de la *Note de conjoncture* du 1^{er} juillet 2021, Insee.

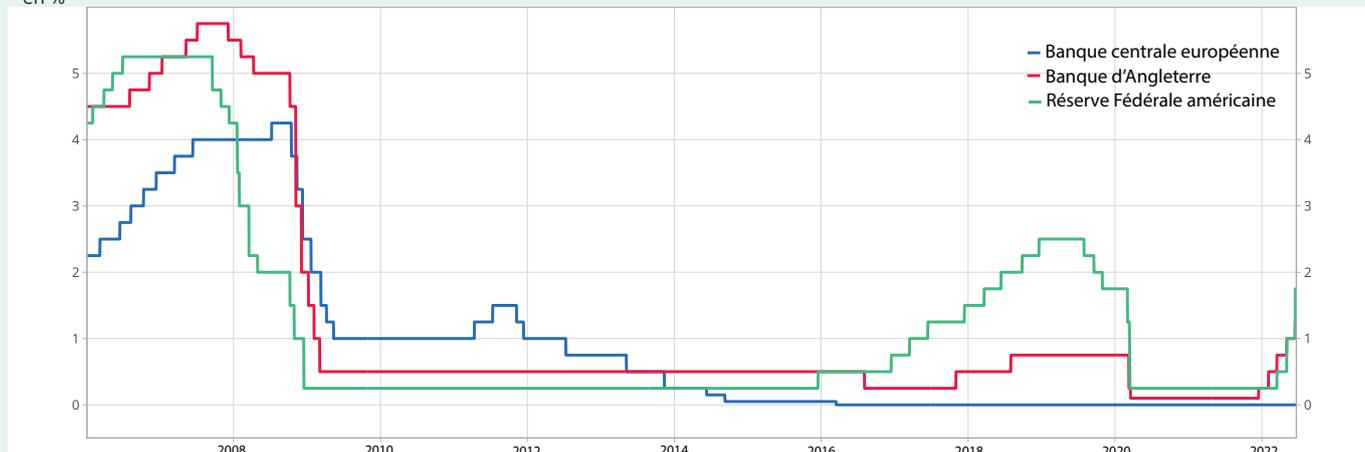
2 Compte-rendu de la réunion (minutes) du *Federal Open Market Committee* de la Réserve Fédérale américaine du 16 mars 2022.

3 Décisions de politique monétaire, Communiqué de Presse du 9 juin 2022, Banque centrale européenne.

4 *Asset Purchase Programme*, mis en place en 2014 et dont la BCE adapte le rythme selon les besoins. Au début de la crise sanitaire, un programme supplémentaire de rachat d'actif avait été instauré (PEPP, *Pandemic emergency purchase programme*). Il s'est arrêté en mars 2022.

► 1. Taux directeurs des principales banques centrales occidentales

en %



Lecture : Depuis le 15 juin, la Fed souhaite que le taux interbancaire américain se situe entre 1,5 % et 1,75 %. Le 22 juin, le taux principal de refinancement de la BCE s'élève à 0 %, tandis que le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre est de 1,25 %.

Source : BCE, Fed, BoE

Par ailleurs, on observe un aplatissement de la courbe des taux aux États-Unis depuis plusieurs mois (► **figure 2** droite) : en effet, le taux des obligations d'État à 2 ans, plus sensible aux hausses anticipées des taux directeurs, est passé de 0,6 % à 3,3 % entre fin 2021 et juin 2022, se rapprochant donc nettement du taux à 10 ans, et le dépassant même ponctuellement en avril et en juin. Le resserrement de l'écart entre ces deux taux (court terme et long terme) – appelé usuellement aplatissement de la courbe des taux, ou inversion lorsque le taux des obligations à 2 ans devient supérieur à celui à 10 ans – est souvent considéré comme un indicateur annonciateur de récession. En Europe, la courbe de taux ne montre pas de signe d'aplatissement : au contraire, l'écart entre le taux à 10 ans et le taux à 2 ans a augmenté depuis fin 2021.

Le resserrement de la politique monétaire de la Fed affecte les économies des autres pays, et en particulier les économies émergentes

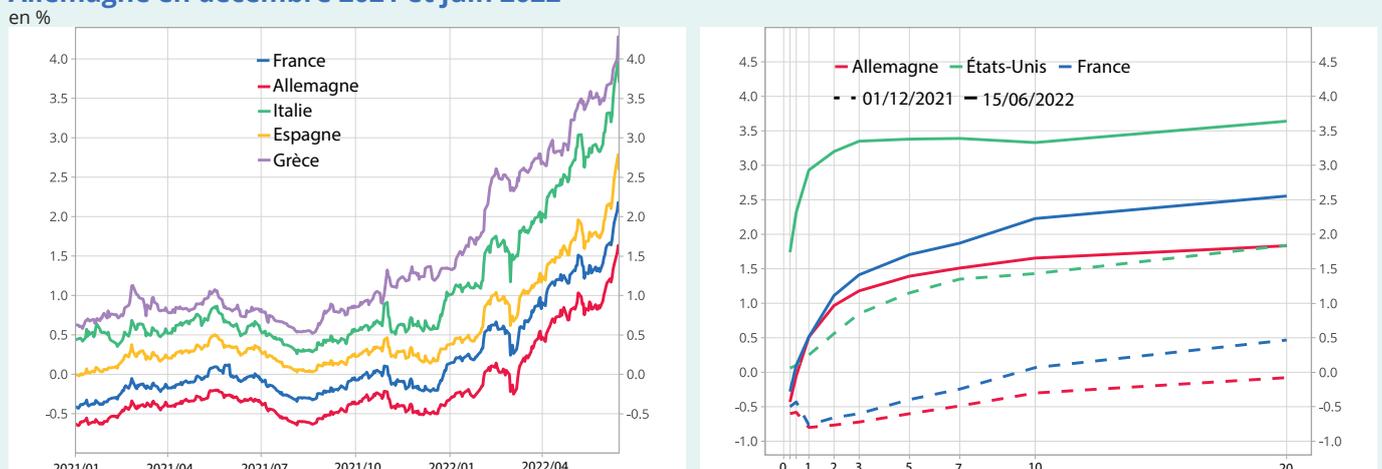
La politique monétaire de la Fed dépend essentiellement de la situation économique des États-Unis, mais elle a des conséquences sur l'ensemble des économies mondiales, en particulier à travers le canal des taux de change. Ainsi, la plus grande rapidité du resserrement monétaire aux États-Unis qu'en zone euro a poussé le dollar à la hausse par rapport à l'euro (► **figure 3**), ce dernier passant de plus de 1,2 dollar par euro en juin 2021 à 1,05 en mai 2022. Le yen s'est déprécié lui aussi, mais de manière plus accentuée en raison de la politique encore très accommodante de la banque centrale japonaise, atteignant son plus bas niveau depuis vingt ans. D'autres facteurs expliquent également l'appréciation du dollar en 2022 par rapport à la majorité des autres devises. En

effet, le dollar sert de valeur refuge en période de crise ou de fortes incertitudes, expliquant ainsi une partie de son appréciation par rapport au yuan, dans le contexte des difficultés économiques chinoises, ou par rapport à la livre, en lien avec une dégradation possible de l'activité au Royaume-Uni (► **fiches**). L'une des conséquences économiques de la dépréciation de ces monnaies est de rendre les économies concernées plus vulnérables au renchérissement du baril de pétrole, dont le prix est libellé en dollars. Toutefois, à la mi-mai, l'anticipation par les marchés d'un ralentissement du resserrement monétaire par la Fed a inversé cette tendance, avant que la hausse inattendue de l'inflation en mai aux États-Unis, et la hausse du taux directeur de la Fed qui s'en est suivie, ne renforcent à nouveau le dollar. L'hypothèse retenue dans cette *Note de conjoncture* est celle d'un taux de change euro-dollar constant, fixé à 1,08 dollar pour 1 euro, soit le niveau mesuré fin mai.

L'appréciation du dollar pourrait plus encore affecter les économies émergentes : les investissements étrangers dans les pays émergents se trouveraient limités, conduisant à une réduction des flux de capitaux vers ces pays, tandis que le coût de la dette publique augmenterait. Les taux de change des pays émergents apparaissent volatiles depuis le début de l'année et étroitement liés aux décisions des banques centrales : dans un contexte où la Fed conservait sa politique accommodante, les niveaux élevés des taux directeurs dans ces pays⁵ ont contribué à apprécier leurs monnaies par rapport au dollar, d'autant que celles-ci ont pu aussi être portées par la hausse du prix des matières premières (alimentaires au Brésil, minerais en Afrique

⁵ En Turquie, le taux directeur de la banque centrale se situait à 14 % début mai (contre 8,25 % au plus fort de la crise sanitaire), à 12,75 % au Brésil (contre 2 %) et à 4,25 % en Afrique du Sud (contre 3,5 %).

► 2. Taux souverains à dix ans des pays européens et courbe des taux aux États-Unis, en France et en Allemagne en décembre 2021 et juin 2022



Lecture : la courbe des taux à une date donnée (à droite) est la représentation graphique du rendement des obligations d'État en ordonnée en fonction de l'échéance de l'obligation en années en abscisse. Par exemple, le 15 juin 2022, le taux de l'obligation d'État américaine à 10 ans était de 3,33 %, tandis que le taux de l'obligation d'État américaine à 2 ans était de 3,20 %. L'écart entre ces deux obligations (13 points de base) est donc plus faible qu'au 1^{er} décembre 2021 (87 points de base) : visuellement, la courbe « s'aplatit ». Dernier point : 15 juin 2022.

Source : IHS Markit

Conjoncture internationale

du Sud). Les hausses de taux de la Fed, effectives ou prévues, ont ensuite inversé cette tendance à certaines périodes (► [figure 3](#)).

La Banque centrale russe utilise la politique monétaire en réponse aux sanctions internationales

En Russie, la politique monétaire a été utilisée en réponse aux sanctions économiques prises suite au déclenchement de la guerre en Ukraine. Les différentes mesures occidentales prises au début de la guerre, notamment le gel des réserves de la Banque centrale russe (BCR) détenues à l'étranger et l'exclusion d'une partie des banques russes du réseau Swift, avaient en effet provoqué une chute du rouble de près de 50 % (► [figure 4](#)), et un effondrement du marché financier russe (indice MOEX en chute de 46 % le 24 février, fermeture de la Bourse de

Moscou pendant près d'un mois). Cette dépréciation de la monnaie risquait de provoquer un renchérissement important des importations russes, et de nourrir une inflation déjà élevée (9,2 % sur un an en février). La BCR a donc réagi fortement⁶, en relevant son taux directeur de 9,5 % à 20 % dès le 28 février, et en imposant aux exportateurs russes de convertir en rouble 80 % des devises étrangères obtenues.

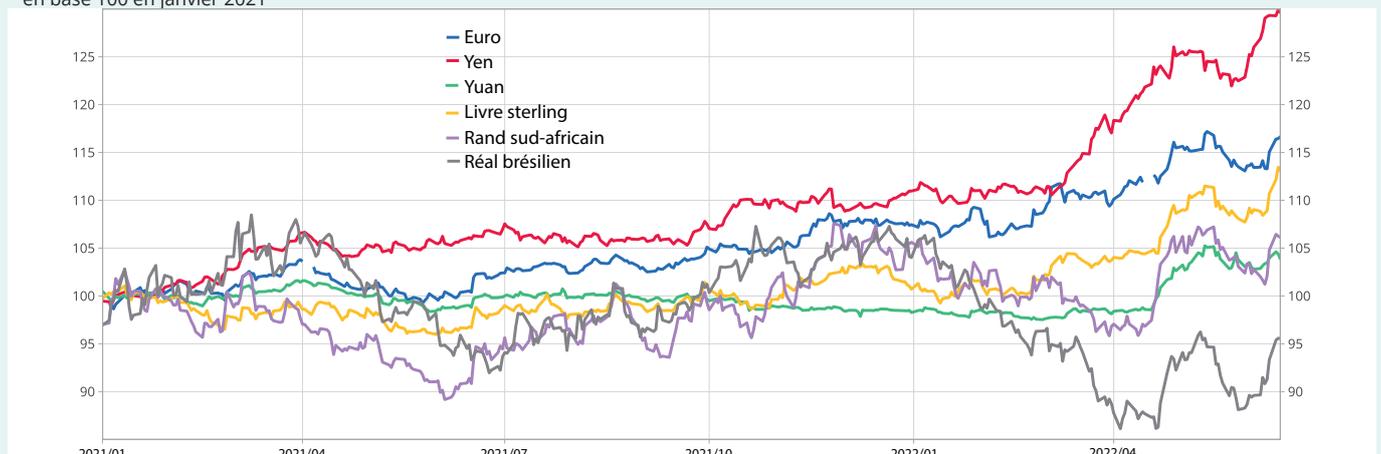
Cette réponse monétaire, dont l'objectif était d'attirer les flux de capitaux vers le rouble, ainsi que les flux de recettes provenant des exportations d'hydrocarbures ont permis à la monnaie russe de retrouver, et même dépasser, son niveau antérieur au déclenchement de la guerre. Depuis, la BCR a procédé à quatre baisses de taux, ramenant le taux directeur à son niveau d'avant le déclenchement de la guerre. ●

Jules Baleyte

⁶ Meaille, D. et E. Perego (2022), L'impact des sanctions financières sur la Russie, blog de l'Association française de science économique (AFSE), avril-mai 2022.

► 3. Taux de change de plusieurs monnaies par rapport au dollar

en base 100 en janvier 2021



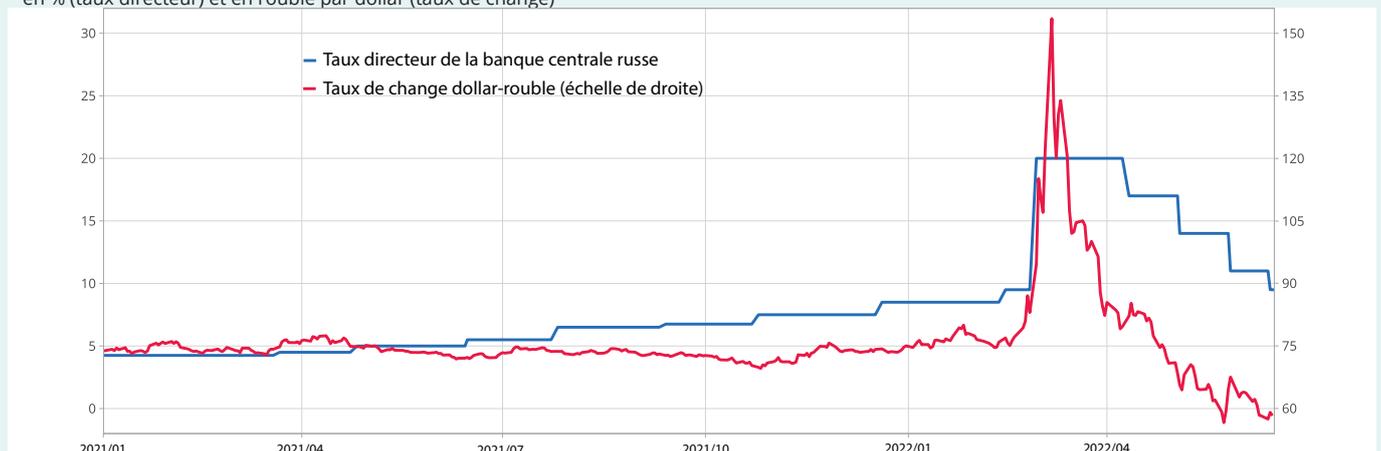
Lecture : une croissance de la courbe signifie une appréciation du dollar par rapport à la devise concernée.

Dernier point : 15 juin 2022.

Source : IHS Markit

► 4. La BCR a remonté son taux directeur pour enrayer la dévaluation du rouble

en % (taux directeur) et en rouble par dollar (taux de change)



Lecture : le 15 juin 2022, 1 dollar valait 58,3 roubles, et le taux directeur de la banque centrale russe était de 9,5 %.

Source : Banque centrale russe, IHS Markit