

La transmission de la politique monétaire

L'ESSENTIEL

L'objectif principal de la politique monétaire est la stabilité des prix. Pour l'atteindre, la banque centrale dispose de différents outils. Le plus traditionnel est le taux directeur : le taux d'intérêt auquel elle prête aux banques commerciales.

Pour contenir l'inflation, la banque centrale augmente son taux directeur. Si elle souhaite que les prix augmentent, elle baisse son taux directeur.

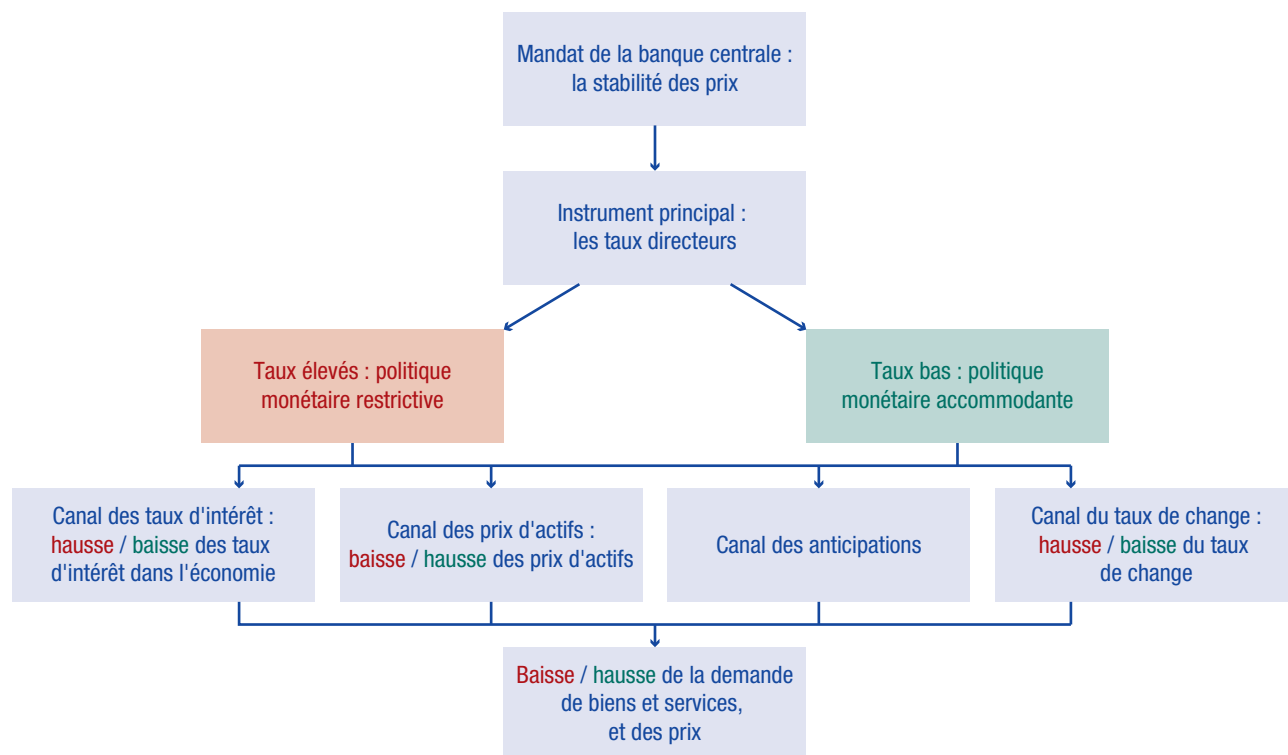
Mais comment la décision de la banque centrale se transmet-elle à l'économie ? Les mécanismes qui interviennent entre l'action de la banque centrale et les effets de cette action sur les prix s'appellent les mécanismes de « transmission de la politique monétaire ». Il existe 4 principaux « canaux de transmission » :

- Le canal des taux d'intérêt permet d'influer sur les taux d'intérêt de l'économie, notamment ceux des crédits bancaires. Lorsque la banque centrale augmente son taux directeur, les banques commerciales répercutent cette augmentation sur les taux d'intérêt des crédits qu'elles accordent à leurs clients. Le coût de l'emprunt s'accroissant, les agents économiques empruntent moins, ce qui freine leur consommation et leurs investissements. L'activité économique ralentit, l'inflation diminue. À l'inverse, lorsque la banque centrale baisse son taux directeur, le coût de l'emprunt diminue, les agents économiques empruntent davantage, ce qui accroît leur consommation et leurs investissements. L'activité économique accélère, l'inflation augmente.
- Le canal des anticipations permet, grâce à une action claire et crédible de la banque centrale, d'aider les entreprises et les ménages à anticiper correctement les évolutions futures des taux d'intérêt et à adapter en conséquence leurs décisions en matière de prix et de salaires futurs. Par exemple, lorsque les ménages prévoient une hausse de l'inflation via une baisse anticipée du taux directeur, ils peuvent décider d'avancer leur consommation et de négocier une augmentation salariale pour préserver leur pouvoir d'achat. À l'inverse, s'ils anticipent une hausse du taux directeur et s'attendent à une baisse des prix, ils retarderont certaines dépenses et ne négocieront pas nécessairement de hausse de salaire.

- Le canal du prix des actifs consiste en l'effet d'une variation des taux d'intérêt sur le prix de certains actifs. Par exemple, une baisse du taux directeur rend les produits financiers dont l'évolution est liée aux taux d'intérêt – comme les obligations – moins attractifs. Les investisseurs vont alors s'orienter vers d'autres actifs, comme les actions, dont le cours va alors monter. Par un *effet de richesse*, les détenteurs de ce type de titres financiers vont donc voir la valeur de leur patrimoine s'accroître, ce qui les pousse à augmenter leur consommation.
- Enfin, la politique monétaire peut se transmettre en empruntant le canal du taux de change. Le taux de change, c'est le prix d'une monnaie par rapport aux monnaies étrangères. Dans le cas d'une baisse du taux directeur, donc des taux d'intérêt, les dépôts dans cette monnaie deviennent moins attractifs pour les investisseurs étrangers, entraînant des sorties de capitaux et une baisse du taux de change. Le prix des biens et services importés augmente, alors que les biens et services exportés deviennent plus attractifs sur les marchés étrangers, ce qui contribue à augmenter leur prix. Ensemble, ces effets tendent à accroître l'inflation.

La transmission des effets de la politique monétaire à l'économie par ces quatre canaux n'est pas immédiate, et peut prendre plusieurs mois (cf. COMPRENDRE). En raison de ces « délais de transmission », la banque centrale doit mener sa politique sur le moyen terme.

La transmission de la politique monétaire



Source : Banque de France.

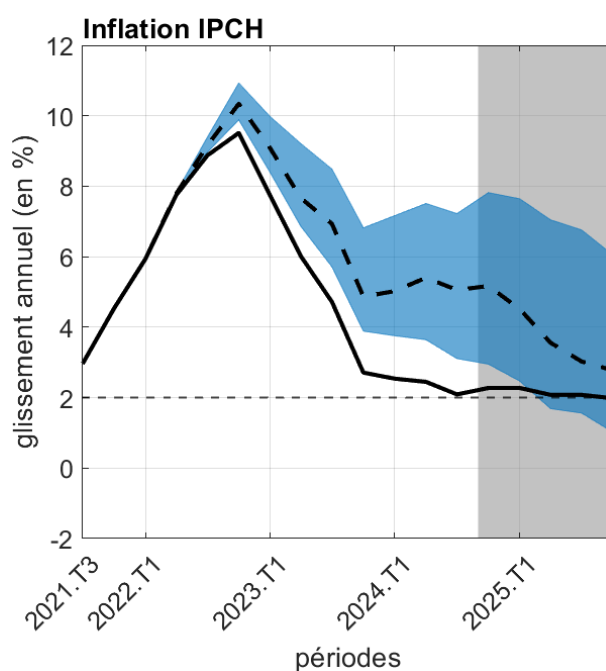
COMPRENDRE

Les délais de transmission de la politique monétaire

La transmission de la politique monétaire à l'économie réelle peut prendre du temps en fonction de la qualité du fonctionnement du système financier, de la réaction différée des banques et des agents économiques, ainsi que des délais nécessaires aux ajustements salariaux et à la réalisation de projets d'investissement. À cela s'ajoutent les incertitudes liées aux anticipations et aux facteurs extérieurs, qui peuvent ralentir ou modifier l'impact attendu des mesures monétaires.

En général, les effets de la politique monétaire se manifestent progressivement, souvent sur une période de 6 à 18 mois, mais peuvent parfois durer plus longtemps, atteignant dans certains cas une période de plus de 24 mois (par exemple, voir le graphique et la frise chronologique). Cela rend l'ajustement de la politique monétaire plus complexe, car la banque centrale doit non seulement anticiper l'évolution de l'économie, mais aussi gérer les effets plus ou moins retardés de ses décisions passées.

Par ailleurs, ces délais peuvent être variables, comme le soulignait l'économiste Milton Friedman en 1961 pour décrire la transmission de la politique monétaire à l'économie. La structure de l'économie, la réactivité des marchés financiers, la confiance des consommateurs et des entreprises ou encore la crédibilité de la banque centrale peuvent avoir une influence sur ces délais.



Lecture :

— niveau observé de l'inflation.

- - - estimation du niveau qu'aurait pu avoir l'inflation sans les mesures de politique monétaire de la BCE.

Zone bleue : bande d'incertitude due au caractère estimé de l'inflation.

Bande grise : prévisions d'inflation.

L'écartement progressif des deux courbes de l'inflation (niveau observé ; niveau estimé) puis leur rapprochement illustrent le délai d'environ 2 ans pour que la politique monétaire atteigne son plein effet.

Source : Billet de S. Lhuissier (02/2025), blog Banque de France, n° 387.

COMPRENDRE

L'hétérogénéité de la transmission de la politique monétaire

La transmission de la politique monétaire à l'économie n'est pas uniforme : elle est marquée par une forte hétérogénéité entre les différents ménages de même qu'entre les entreprises, ce qui peut allonger les délais de transmission. Par exemple, tous les ménages ne réagissent pas de la même manière aux variations de taux d'intérêt. Cette différence tient notamment à leur niveau de revenu, de patrimoine, à leur accès au crédit ou encore à la structure de leur endettement. Par exemple, un ménage aisé, propriétaire d'actifs financiers, sera davantage affecté par les effets de richesse, tandis qu'un ménage modeste avec peu ou pas de patrimoine financier sera plus sensible aux conditions de crédit. De plus, un emprunteur à taux variable verra immédiatement l'impact d'une hausse des taux sur ses mensualités, alors qu'un emprunteur à taux fixe n'en sera pas affecté. Dans l'ensemble, cette hétérogénéité augmente le délai de la transmission de la politique monétaire à l'économie.

L'hétérogénéité de la transmission de la politique monétaire s'observe également au niveau des pays. Dans le cadre d'une union monétaire telle que la zone euro, une politique monétaire unique (ici, celle de la BCE) peut avoir des effets plus ou moins forts selon les pays membres, en raison des différences existantes entre ces pays concernant plusieurs facteurs, tels que leurs structures financières (i.e., la manière dont le système financier est organisé et fonctionne, à travers les institutions, les marchés, les instruments financiers ainsi que les règles qui permettent l'allocation des ressources financières), le degré de rigidité des prix et des salaires, les systèmes bancaires nationaux, ou même le degré d'hétérogénéité des ménages, comme évoqué précédemment. Par exemple, dans certains pays, les entreprises se financent plus par le crédit bancaire que sur les marchés financiers : une hausse des taux d'intérêt aura un effet plus direct et rapide dans ces pays dont les entreprises dépendent davantage du crédit bancaire. De plus, la transmission d'une variation des taux d'intérêt sera plus lente dans un pays dont le marché du travail est rigide ou peu flexible.

Outre le caractère hétérogène de sa transmission à l'économie réelle, la politique monétaire semble aussi être asymétrique, selon l'orientation de cette politique et la phase du cycle économique : un resserrement monétaire tend à freiner l'activité économique en période d'expansion, tandis qu'un assouplissement

ne stimule que faiblement l'économie en période de récession. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette asymétrie, notamment l'orientation de la politique budgétaire, ou encore des rigidités dans les prix et les salaires. Le comportement des banques commerciales joue également un rôle, celles-ci étant plus enclines à répercuter les hausses de taux directeurs qu'à transmettre les baisses.

UN PEU D'HISTOIRE

Un exemple de délai de transmission de la politique monétaire en zone euro

- **2014 à 2021** Les risques de déflation, renforcés par la crise économique liée au Covid-19 en 2020, nécessitent la mise en œuvre d'une politique monétaire accommodante, complétant la politique de taux directeurs historiquement bas par une politique dite non conventionnelle, laquelle permet d'injecter la liquidité nécessaire au bon fonctionnement de l'économie (achats d'actifs, opérations de prêts à long terme, *forward guidance*).
- **2021-2022** Choc inflationniste, à la suite notamment de la forte reprise de l'activité post Covid-19 en 2021 et de l'invasion de l'Ukraine en début 2022 (renchérissement des prix de l'énergie et des produits agricoles qui se propage peu à peu aux biens et services).
- **Mi-2022** Face à ce choc (inflation de 8,4 % en 2022), normalisation de la politique monétaire de l'Eurosystème (relèvements des taux directeurs à quatre reprises de juillet à décembre, portant le taux de la facilité de dépôt à 2 % ; fin de la *forward guidance* en juillet ; interruption des programmes d'achats de titres – *quantitative easing* – en avril et juillet).
- **Octobre 2022** Pic d'inflation, à 10,6 %.
- **2023** Poursuite de la politique de normalisation de la politique monétaire : relèvements des taux directeurs à six reprises entre janvier et septembre, portant le taux de la facilité de dépôt à 4 % ; normalisation du bilan de la BCE (remboursement par les banques des opérations de refinancement à long terme arrivant à échéance).
- **Automne 2023** Repli de l'inflation qui atteint 2,9 % en décembre 2023. En complément de l'évolution favorable des prix des matières premières et de l'énergie, la normalisation de la politique monétaire a permis de contenir l'inflation puis de la faire reculer.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de mettre fin aux hausses des taux directeurs.
- **2024** Inflation ramenée à 2,4 %.
- **Juin 2024** Baisse progressive des taux directeurs (sept baisses jusqu'en avril 2025, portant le taux de la facilité de dépôt à 2,25 %) engagée par la BCE pour faciliter l'atterrissage de l'économie sans récession.
- **2025** Perspective d'un retour de l'inflation à la cible de 2 %.

POUR EN SAVOIR PLUS

À lire

- [Qu'est-ce que la politique monétaire](#), fiche ABC de l'économie, Banque de France
- [Politique monétaire conventionnelle](#), fiche ABC de l'économie, Banque de France
- [Politiques monétaires non conventionnelles](#), fiche ABC de l'économie, Banque de France
- [Le quantitative easing](#), fiche ABC de l'économie, Banque de France
- [La forward guidance](#), fiche ABC de l'économie, Banque de France
- [Les taux directeurs](#), fiche ABC de l'économie, Banque de France
- [Lutte contre l'inflation : et si la BCE avait réagi différemment?](#), Blog Banque de France
- [The lag in effect of monetary policy](#), *Journal of Political Economy* (1961), M. Friedman

À voir

- [Qu'est-ce que la politique monétaire?](#), vidéo ABC de l'économie, Banque de France
- [Le quantitative easing](#), vidéo ABC de l'économie, Banque de France
- [Comment fonctionnent les taux directeurs?](#), vidéo ABC de l'économie, Banque de France
- [La transmission de la politique monétaire](#), vidéo ABC de l'économie, Banque de France
- [Politique monétaire](#), vidéos Citéco

Liens utiles

- [Politique monétaire](#), CORE, Cours n° 15
- [La monnaie et nous](#), Citéco