

53– Comment la politique monétaire et la politique budgétaire jouent-elles sur la conjoncture ?

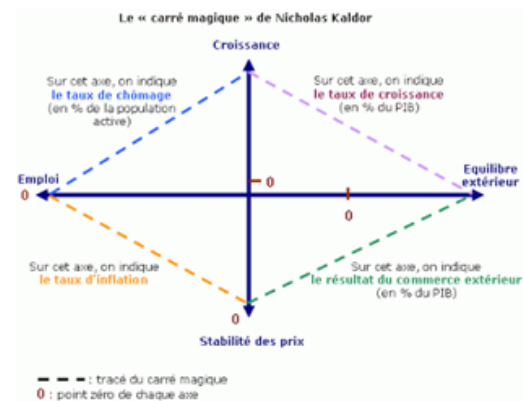
Les objectifs de la politique conjoncturelle

□ Les politiques économiques ont pour but d'orienter l'activité économique. Les politiques conjoncturelles sont à court terme, car elle vise à lutter contre les fluctuations économiques :

- L'expansion économique est l'augmentation de la production sur la courte période, ce qui la distingue de la croissance qui est un phénomène de plus longue durée.
- La récession : Selon l'INSEE, on parle de récession lorsque le PIB réel diminue pour au moins 2 trimestres consécutifs

□ Les objectifs de la politique conjoncturelle ont été mis en évidence par Kaldor dans le carré magique :

- 4 objectifs sont recherchés par les gouvernements : taux de croissance du PIB élevé, taux de chômage faible, taux d'inflation faible, excédent commercial en % du PIB fort
- Cependant, ces 4 objectifs sont difficilement atteignables en même temps : les gouvernements vont alors choisir les objectifs qui leur paraissent essentiels.



La politique monétaire

La politique monétaire désigne l'ensemble des décisions et actions visant à agir sur la situation économique par l'intermédiaire du taux d'intérêt (prix du crédit) et / ou de la quantité de monnaie en circulation. Elle est un instrument effectif de l'atteinte d'objectifs d'inflation ou de croissance économique permettant de stabiliser la conjoncture. La politique monétaire est ainsi un outil de politique économique contracyclique, c'est à dire permettant de lutter contre l'inflation en période de surchauffe ou de relancer la croissance et l'emploi en phase de récession en agissant sur la demande globale (consommation et investissement) via divers canaux.

□ La Banque Centrale mène la politique monétaire :

- La Banque Centrale est une banque particulière :
 - ✓ La Banque Centrale est la banque des banques : chaque banque commerciale a un compte à la Banque Centrale
 - ✓ La Banque Centrale est le prêteur en dernier ressort : elle a pour mission de garantir contre le risque du système.
- la Banque Centrale est indépendante du gouvernement : le but est d'éviter que la politique monétaire ne subisse de pressions de la part des autorités politiques. Un gouvernement pour être réélu a intérêt à la baisse des taux d'intérêt. Celle-ci génère certes à court terme une augmentation de l'activité économique, mais elle crée à moyen terme de l'inflation, préjudiciable à la croissance économique.

□ Quels sont les instruments de la politique monétaire ?

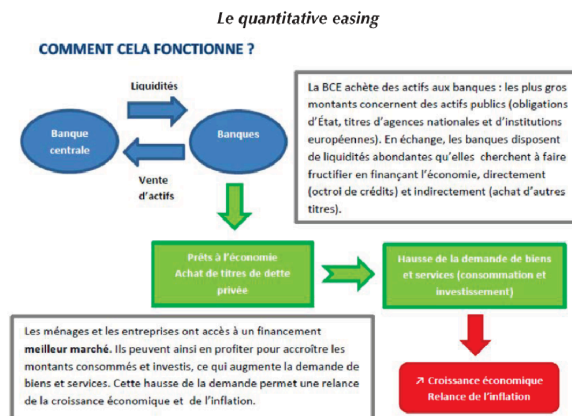
- La politique monétaire conventionnelle :
 - ✓ les réserves obligatoires :
- La Banque Centrale impose aux banques de second rang de détenir des réserves en monnaie Banque Centrale déposées auprès de la Banque Centrale qui ne sont pas rémunérées et qui sont fonction des dépôts et / ou des crédits que les banques de second rang accordent.
- La Banque Centrale peut ainsi réguler l'offre de crédits générée par les banques de second rang. Si l'économie souffre d'un excès de crédits (d'une offre de crédits insuffisante) qui ne correspond pas aux besoins de l'économie, la Banque Centrale va augmenter (diminuer) le taux de réserves obligatoires, accroissant (diminuant) ainsi la soif de monnaie Banque Centrale des banques de second rang dont elle étanchera la soif en les refinançant. Le coût du refinancement est d'autant plus élevé (bas) que la Banque Centrale veut réduire (augmenter) l'excès de monnaie

✓ Le taux d'intérêt directeur :

- les banques commerciales peuvent avoir besoin de monnaie banque centrale : elles se refinancent. Elles vont alors emprunter à la BCE. Celle-ci leur prête à un taux : le taux d'intérêt directeur qui est la rémunération qu'elle demande aux banques pour leur fournir ces liquidités
- En jouant sur le niveau de ce taux d'intérêt directeur, la BCE influence la capacité des banques commerciales à accorder des crédits et donc la création monétaire. Quand le taux d'intérêt directeur augmente, la banque commerciale répercute le coût de son refinancement sur le taux d'intérêt des crédits qu'elle octroie : les agents économiques seront donc moins incités à s'endetter. La création monétaire diminue donc.
- Aujourd'hui, les banques centrales de la sphère occidentale privilégient les politiques de taux directeur
- La politique monétaire non conventionnelle :
- ✓ Après la crise de 2008, les Banques Centrales occidentales ont essayé de relancer l'économie en diminuant le taux d'intérêt directeur. Cependant, même en se rapprochant de 0, la baisse des taux n'a pas permis la relance de l'économie
- ✓ Un autre instrument a donc été créé :

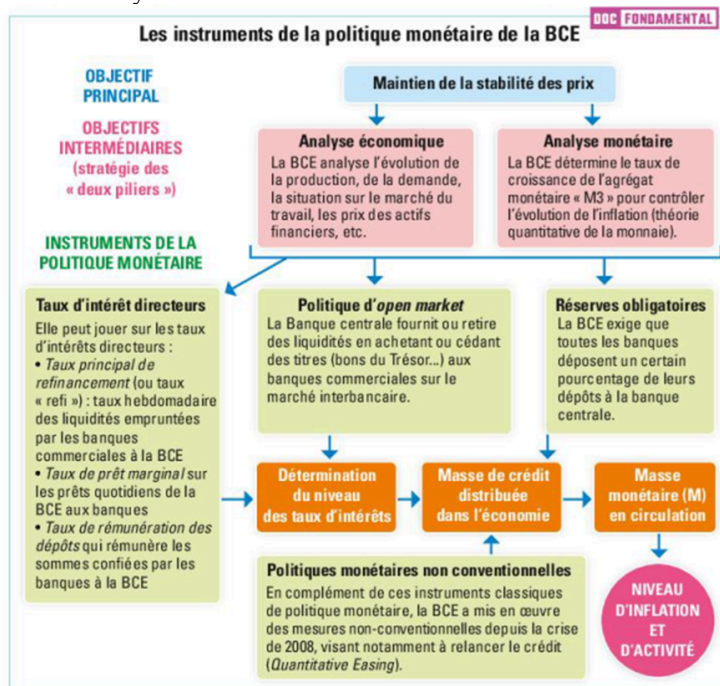
- **le Quantitative easing : une banque centrale achète des actifs (en général des titres) avec de la monnaie qu'elle crée. On dit que la Banque centrale "fait tourner la planche à billet" ce qui est évidemment une métaphore : il n'y a ni planche, ni billets, juste un jeu d'écriture. La Banque centrale écrit dans ces registres la somme d'argent utilisée pour acheter les titres. C'est un outil permettant d'injecter de l'argent dans les circuits de l'économie, avec l'espoir de la faire repartir et d'éviter le risque de déflation**

- Les banques commerciales ont maintenant des liquidités et sont ainsi incitées à prêter aux entreprises et aux particuliers. Elles peuvent aussi faire des prêts ou des placements plus risqués. En effet, les obligations deviennent moins intéressantes : comme la banque centrale achète des obligations, la demande augmente. Leur prix monte donc. Si le prix des obligations monte, leur rendement baisse



Source : Banque de France

Schéma de synthèse



une ; elle dépend de la conjoncture économique et des objectifs à atteindre : la croissance et

aussi sur le niveau de l'activité économique. Quand la Banque Centrale diminue le taux La demande de crédits des agents augmente donc : les entreprises investissent, les ménages quences :

leur production pour y répondre : l'activité économique est relancée (l'inflation)

idomage) une injection de monnaie dans l'économie permettant d'accroître la demande (entreprises) va relancer la croissance et donc permettre de dynamiser l'investissement et

monnaie a du mal à augmenter le niveau de production, car il n'existe pas de capacités

aut diminuer le taux d'intérêt directeur pour relancer l'économie et lutter contre le

- En période de forte croissance économique, il faut mener une politique monétaire restrictive : il faut augmenter le taux d'intérêt pour limiter l'inflation

- A partir des années 1980, la politique monétaire est d'inspiration libérale : l'objectif est la lutte contre l'inflation. En effet, selon l'analyse libérale, la politique monétaire ne peut agir sur l'activité économique : la monnaie est considérée comme neutre car elle joue seulement sur le niveau des prix et non sur l'activité économique.
 - ✓ La théorie quantitative élaborée par Fischer met en évidence la neutralité de la monnaie :
 - toute émission de monnaie opérée par les autorités monétaires ayant pour but de dynamiser la croissance économique et d'augmenter la production se traduit uniquement par une augmentation du niveau général des prix et n'a aucun effet sur le niveau de production.
 - en effet, le niveau de production est une donnée purement dépendante des facteurs réels qui se trouvent toujours au niveau du plein emploi des facteurs de production
 - la seule politique monétaire est donc une politique visant à juguler l'inflation : le taux de croissance de la masse monétaire doit être inférieur ou égal au taux de croissance du niveau de production.
 - ✓ Friedman renouvelle la théorie quantitative en distinguant le court et le long terme :
 - dans le court terme : en trompant les agents économiques qui se croient plus riches grâce à l'injection de monnaie dans l'économie, les autorités monétaires peuvent permettre provisoirement d'augmenter la croissance économique et de diminuer le chômage.
 - dans le moyen terme, les agents économiques qui sont rationnels se rendent compte qu'ils ne sont pas plus riches qu'auparavant en termes réels, l'injection de monnaie entraînant, puisque l'économie se trouve au plein emploi, une augmentation de l'inflation proportionnelle à l'injection de monnaie dans l'économie. Dès lors, le pouvoir d'achat des ménages n'a pas bougé et les ménages vont donc réduire leur niveau de consommation qui revient au niveau antérieur. Dans le long terme, la politique monétaire s'avère donc totalement incapable de relancer la croissance économique et de lutter contre le chômage.
 - ✓ comme la politique monétaire ne peut avoir aucun effet sur la sphère réelle, elle doit seulement contribuer à stabiliser l'inflation. Friedman préconise donc l'application d'une politique automatique s'opposant aux politiques discrétionnaires : la masse monétaire doit croître à un taux fixe à l'avance et proche du taux de croissance de l'économie.
- A partir de la crise de 2008 puis celle de la Covid la politique monétaire va devenir beaucoup plus accommodante, le risque d'inflation étant remplacé par un risque de déflation. En effet, le risque ultime est que le niveau général des prix diminue et fasse entrer l'économie en déflation.
 - ✓ On peut observer par exemple que du 15 octobre 2008 au 13 mai 2009, la Banque centrale européenne a diminué son principal taux directeur (taux des opérations principales de financement) de 3,75 % à 1 %, de manière à favoriser l'accès des banques de second rang à la monnaie centrale et ainsi la relance de l'économie. Depuis le 16 mars 2016, ce dernier est fixé à 0 %. En diminuant ses taux directeurs, la banque centrale mène ainsi une politique accommodante. Celle-ci permet de relancer l'activité. La hausse induite de la consommation et de l'investissement participe à augmenter la demande globale. Cela favorise la production et permet de diminuer la part conjoncturelle du chômage.
 - ✓ Mais certains événements récents comme le prolongement de la crise au Japon depuis les années 1990, la crise financière de 2008 ou la crise liée à la Covid-19 en 2020 ont révélé l'insuffisance de la politique de relance monétaire par des mesures conventionnelles pour augmenter la demande et éviter une baisse des prix. C'est pour cela que des politiques monétaires dites non conventionnelles ont été mises en oeuvre. Les politiques monétaires non conventionnelles renvoient donc aux actions de la banque centrale lorsque la politique non conventionnelle n'est plus efficace ou suffisante. C'est à la suite de la crise des subprimes et pour limiter les effets de la crise du Covid-19 que les banques centrales des économies développées se sont engagées massivement dans ce type de politiques. La Fed a ainsi mis en oeuvre trois opérations de quantitative easing entre décembre 2008 et décembre 2013, portant respectivement sur 1 150 milliards de dollars, 600 milliards et 1 105 milliards d'achats de titres. Entre 2009 et 2012, la Banque d'Angleterre a acheté pour 375 milliards de livres de titres. La Banque centrale européenne a lancé en mars 2015 un programme massif d'achats de titres dans une logique de quantitative easing. Face à la crise de la Covid-19, une quinzaine de banques centrales ont annoncé en mars 2020 des plans d'achats d'actifs.

La politique budgétaire

La politique budgétaire est un autre instrument qui peut être choisie à la place ou en complément de la politique monétaire (on parle alors de policy mix) pour agir sur la conjoncture. Elle consiste à utiliser le budget de l'État par une action sur les dépenses publiques et / ou les prélèvements obligatoires afin d'atteindre les objectifs choisis par le gouvernement pour réguler l'activité.

□ Quels sont les instruments ?

- **Les dépenses publiques représentent la manière dont l'Etat utilise ses recettes fiscales.** On peut classer ces dépenses par
 - ✓ mission : l'éducation, la défense, la recherche et l'enseignement supérieur
 - ✓ nature : dépenses de personnel, de fonctionnement, d'intervention (exemple : aides économiques), d'investissement (exemple : construction des routes)
- **Les recettes fiscales ou les impôts sont l'ensemble des prélèvements sur les ressources des contribuables, qui servent à couvrir les dépenses publiques de l'Etat :** impôt sur le revenu, impôt sur les bénéfices, taxes. L'impôt sur le revenu et la TVA sont les deux impôts les plus importants en France.
 - ✓ L'impôt sur le revenu : représente près de 20 % des recettes fiscales
 - mode de prélèvement : **l'impôt sur le revenu était jusqu'à 2019 un impôt direct : chaque foyer réglait son impôt aux Administrations fiscales .A partir du 01/01/2019, l'impôt sur le revenu a été prélevé à la source pour les salaires, les prestations chômage et les pensions de retraite. Les entreprises et les administrations collectent cet impôt et le transfèrent aux Administrations fiscales**
 - mode de calcul : **Il est calculé au niveau du foyer fiscal (un foyer fiscal est par exemple un célibataire ou un couple et ses enfants à charge).Le montant payé dépend de deux variables : l'ensemble des revenus et les charges de famille du contribuable.Le calcul de l'impôt s'effectue en fonction d'un barème progressif fixé par tranches de revenus. Le barème augmente avec la tranche de revenu. Quand on change de tranche, le foyer fiscal n'est pas imposé sur la totalité du revenu avec ce barème, mais seulement sur le supplément de revenu dépassant le seuil**
 - l'impôt sur le revenu réduit donc les inégalités : **C'est un impôt progressif : le taux d'imposition moyen augmente avec le revenu. Les ménages aux revenus élevés paient relativement plus d'impôts que les foyers à faible revenu**
- ✓ La Taxe sur la Valeur Ajoutée représente 45% des recettes fiscales
- mode de prélèvement de la TVA: la TVA est **un impôt indirect : il est prélevé et reversé à l'Etat par les entreprises, déduction faite de la TVA qu'elles ont antérieurement payée lors de l'achat du produit ou des matières premières nécessaires à leur production. Il est en réalité supporté par les consommateurs finaux . C'est un impôt considéré comme indolore : les consommateurs ne se rendent pas toujours compte qu'ils payent cet impôt.**
- mode de calcul: La TVA **est un impôt proportionnel, calculé sur le prix de vente hors taxes de tous les biens et services.**
- effet sur les inégalités : **la TVA n'est pas un impôt neutre même si le taux de la TVA est identique pour tous, il est faiblement régressif/ plus le revenu augmente, plus la part du revenu consommé est faible. Le poids de la TVA dans le revenu est donc plus forte pour les revenus les plus bas car leur propension à consommer est plus forte.**
- **Le déficit budgétaire est la situation dans laquelle les recettes du budget de l'Etat sont inférieures aux dépenses.**

□ Les Etats nationaux disposent alors de deux outils afin de mettre en œuvre leur politique budgétaire :

- Les stabilisateurs économiques : la stabilisation automatique lorsqu'elle repose sur une modification spontanée du solde budgétaire de l'Etat
 - ✓ Par exemple, quand la croissance est négative, les dépenses augmentent en raison notamment d'un volume plus important d'indemnités chômage versées, et les recettes de l'Etat diminuent puisqu'à taux de prélèvements obligatoires constant (en % du PIB), le volume de prélèvements chute puisque le PIB a baissé. Le déficit budgétaire que cela induit va donc avoir un effet positif sur la consommation et l'investissement en redonnant du pouvoir d'achat aux ménages et aux entreprises. La hausse de la demande globale va engendrer un surcroît de commandes pour les entreprises qui vont devoir embaucher plus. Le niveau de la production va augmenter et la croissance économique va ainsi redevenir positive.
 - ✓ Dans le cas d'une croissance économique forte, l'effet va être opposé : les dépenses vont baisser et les recettes augmenter. Le budget devient alors excédentaire et la croissance va être ralentie en raison du freinage de la demande globale.
 - ✓ L'avantage de cet outil réside principalement dans le fait qu'il n'y a pas de décalage temporel entre le moment où il serait pertinent de mettre en œuvre une intervention de l'Etat et la prise de décision, puisque les stabilisateurs sont « automatiques » ; l'efficacité de ce mécanisme à stabiliser la conjoncture provient donc, au-delà de la structure des dépenses et des prélèvements, de sa réactivité évitant tout délais d'application.
- La politique budgétaire discrétionnaire : choix discrétionnaires réalisés par les pouvoirs publics qui assurent alors une stabilisation volontariste de l'activité économique. La politique budgétaire discrétionnaire est généralement utilisée lorsque les stabilisateurs automatiques apparaissent insuffisants pour soutenir l'activité en cas de récession importante, comme ce fut le cas en 2009 ou 2020. L'Etat peut alors décider de tolérer un déficit public pour relancer l'économie et lutter contre le chômage : il peut alors augmenter les dépenses publiques et / ou diminuer les prélèvements obligatoires.

✓ Ainsi, lorsque l'activité économique ralentit, les politiques budgétaires dites de relance visent à accroître la demande globale afin de stimuler la production et l'emploi (on parle ici aussi de politiques contracycliques).

✓ Dans le cas contraire, lorsque la croissance est forte, le chômage faible et l'inflation en hausse, la politique budgétaire menée peut être de rigueur (hausse des prélèvements et / ou baisse des dépenses) afin de freiner la consommation et l'investissement et par conséquent l'inflation.

□ Quelle orientation ?

• Jusqu'aux années 1970, des politiques d'inspiration keynésienne sont menées. Elles ont pour objectif de soutenir l'activité économique

✓ En période de ralentissement de la croissance ou de crise, une politique de relance budgétaire est mise en place :

- L'augmentation des dépenses publiques favorise l'augmentation de la demande de biens et services
 - il faut augmenter la demande des ménages en favorisant la consommation et donc en versant des revenus de remplacement ;
 - il faut augmenter la demande des entreprises : il faut favoriser l'investissement en accordant des subventions
 - il faut augmenter la demande de l'Etat : le gouvernement va aussi augmenter ses dépenses publiques : investir . Dans ce cas l'effet de relance sur l'économie sera plus important que celui assuré par un soutien de la consommation, car il n'y a pas de fuite immédiate vers l'épargne (les fuites n'ont lieu qu'à travers le mécanisme du multiplicateur) .
- La diminution des prélèvements obligatoires pour augmenter les revenus des agents : ils peuvent alors davantage consommer et investir. Cette diminution porte à la fois sur les ménages (baisse de la TVA et de l'impôt sur le revenu) et sur les entreprises (baisse de l'impôt sur les bénéfices)
- Cette augmentation de la demande a alors un effet multiplicateur : la production augmente plus rapidement que le montant de la demande initiale.
- Ainsi, le déficit budgétaire augmente , mais seulement à court terme : comme le déficit budgétaire assure une augmentation des richesses créées plus forte, les rentrées fiscales basées sur le niveau de richesse augmentent. Ces rentrées fiscales permettent alors de rembourser la dette créée par le déficit précédent. Cet effet multiplicateur est d'autant plus fort que :
 - o l'économie est relativement fermée : si l'économie est ouverte, l'augmentation de la demande de biens et services profitera surtout à ses concurrents en particulier étrangers. La production du pays augmente moins que prévue, les importations absorbant une partie importante de la hausse de la demande des agents économiques
 - o la part du revenu consommé est forte : comme ce sont les plus pauvres qui ont la part du revenu consommé la plus élevée, plus les dépenses publiques profitent aux pauvres (hausse de l'aide sociale), plus l'effet multiplicateur sera élevé

✓ En période de surchauffe de l'activité économique et de risque d'inflation une politique de rigueur est menée :

- La baisse des dépenses publiques
- La hausse des prélèvements obligatoires
- Une réduction du déficit budgétaire, voire l'apparition d'un excédent budgétaire

• A partir des années 1970, ces politiques montrent des limites et sont critiquées

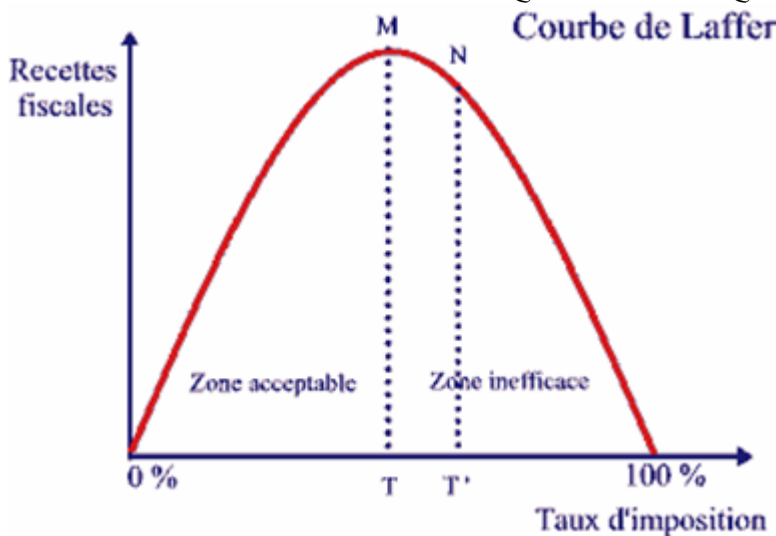
✓ L'augmentation des dépenses publiques peut ne pas entraîner une relance de l'économie :

- la théorie du revenu permanent de M.Friedman explicite que les ménages qui ont vu leur revenu augmenter pendant une année ne vont pas obligatoirement augmenter leur consommation. Ils peuvent considérer que cette augmentation du revenu n'est que transitoire et ils vont épargner, car ils pensent que les impôts augmenteront plus tard.
- la contrainte extérieure : l'ouverture des économies fait que la politique de relance de la demande se traduit par un déficit commercial accru :les revenus supplémentaires créent des débouchés ; mais la hausse des salaires, des prélèvements entraîne une augmentation des prix et une perte de compétitivité. La hausse de la demande profite alors aux entreprises étrangères
- ✓ le déficit budgétaire financé par l'endettement a deux conséquences :
 - La demande de capitaux augmente sur les marchés financiers. Elle devient supérieure à l'offre de capitaux(l'épargne), ce qui va contribuer à l'augmentation des taux d'intérêts nominaux donc du coût de l'endettement
 - Elle crée un **effet d'éviction : L'Etat est un emprunteur sûr qui ne risque pas de faire faillite ; les ménages qui ont une aversion pour le risque, vont donc préférer acquérir des titres de la dette publique plutôt que ceux d'une entreprise privée qui peut toujours faire faillite**
- Les entreprises ont alors du mal à financer leurs investissements , tant par emprunt que par émission de titres

✓ Se pose alors le problème de la **soutenabilité de la dette : la capacité d'un État à faire face à ses emprunts.** En effet, la succession des déficits favorise l'apparition de nouveaux déficits. En gonflant la dette, un effet "boule de neige" peut apparaître. La dette des administrations publiques s'accroît ainsi selon un processus auto-entretenu, la charge d'intérêt qu'elle produit conduisant à augmenter le déficit et donc à accroître encore l'endettement de l'Etat, et la charge des intérêts. Il y a alors un risque d'insolvabilité. Les investisseurs étrangers, redoutant un risque de défaut, risquent de ne plus vouloir investir dans le pays , sauf si le risque de défaut est compensé par un taux d'intérêt plus élevé. Cette hausse des taux d'intérêt risque alors de rendre la dette insoutenable.

Les politiques d'inspiration libérale :

- Le budget doit être équilibré : les recettes doivent être égales aux dépenses
- Or, l'augmentation des prélèvements économiques est préjudiciable. Des prélèvements progressifs sur les plus riches sont désincitatifs :
- ✓ Laffer met en avant une relation de corrélation entre taux d'imposition (ou de prélèvements) et le niveau des recettes fiscales. Jusqu'au taux d'imposition T , le rendement marginal des impôts, bien que décroissant, est positif : l'augmentation du taux d'imposition engendre une augmentation des recettes publiques (masse prélevée) qui diminue à mesure que l'on se rapproche de T . Au-delà du seuil T , toute augmentation du taux d'imposition détermine une diminution des recettes fiscales qui est d'autant plus forte que l'on s'éloigne de T (le rendement marginal est donc négatif).



and le taux est supérieur à T (dit taux optimal), l'économie rentre dans la zone des es et multiplie les comportements d'évasion et de fraude fiscale (cf par exemple, le es à quitter le pays pour des régions où la pression fiscale est plus faible. Dès lors, le es diminue et les recettes publiques chutent (la réduction de la base fiscale fait plus

es. En effet, les individus sans emploi reçoivent des revenus de remplacement. Ces ation à rester au chômage ou à quitter son emploi. On observe alors des trappes à ité et à l'inactivité est faible compte tenu de la désutilité marginale et /ou de la

à la crise de 2008 et à celle de la COVID financière de 2007-2008 que l'outil budgétaire a de nouveau été mis en place à la suite de la crise des subprimes un plan de relance coordonné pour limiter la récession mais d'une ampleur différente selon les économies. On retrouve ici la confiance dans l'efficacité de la politique budgétaire pour augmenter le PIB, c'est-à-dire la croyance dans les plans de relance keynésiens. On peut estimer que cette politique a participé à mettre fin à la récession en quelques mois.

- La politique budgétaire a été de nouveau largement mobilisée pour limiter la récession induite par les mesures de confinement permettant de freiner la pandémie en 2020 et 2021. Des plans de relance massifs ont été mis en oeuvre dans la plupart des pays, particulièrement aux Etats-Unis sous l'administration de Donald Trump puis de Joe Biden.