

L'INFLATION TEMPORAIRE ? POLITIQUES MONÉTAIRES GLOBALES ENDETTEMENT ET CHAINES DE VALEURS.



RÉALISÉ PAR LES ÉTUDIANTS DU
M2 MONNAIE, BANQUE, FINANCE
ET ASSURANCE
DANS LE CADRE DU COURS DE MONNAIE
2022-2023

**L'INFLATION TEMPORAIRE ?
POLITIQUES MONÉTAIRES
GLOBALES, ENDETTEMENT ET
CHAINES DE VALEURS.**

**MBFA 2022-2023
COURS DE MONNAIE**

POLITIQUES MONETAIRES

Quel est le bon rythme de resserrement de la politique monétaire aux USA ?

Par Oualid Badi, Flavian Calou et William Mâcon

p.6

Comment la politique monétaire de la BCE est-elle impactée par les chocs externes ?

Par Manon Périgne, Alexandra Hyronimus et Sarah Leseigneur

p.8

La politique monétaire comme outil de puissance économique dans les pays émergents

Par Anaïs Bretin Guibert et Julien Lautrec

p.10

ENDETTEMENT

Quelles sont les effets de la persistance de taux réels bas sur l'actif des banques ?

Par Solène Bigé et Chloé Mourier

p.12

Faut-il que la France se désendette en période de hausse des taux nominaux ?

Par Léna Barbaroux, Maïmouna Barry et Francine Manampisoa

p.14

CHAINES DE VALEUR

Comment les perturbations des chaînes de valeur globales affectent-elles l'inflation ?

Par Lou Morelli et Nawelle Boshart-Zarrad

p.16

Quelles solutions pour limiter les effets de la crise des matières premières sur l'activité des ménages et des entreprises ?

Par Laura Clément et Harmony Bartl

p.18

Le taux d'inflation s'établit à 8,64% au Q2 2022 aux Etats-Unis sur un an, c'est un taux historiquement élevé depuis le début du 21^{ème} aux Etats-Unis. Cette hausse de l'inflation est globale, elle n'a pas uniquement touché les Etats-Unis. Elle est en partie due aux conséquences des politiques publiques mises en œuvre pour faire face à la crise pandémique de 2020. Nous allons donc examiner en premier lieu la stratégie de la Fed durant la crise du Covid.

I) Objectif de la Fed pendant la crise du Covid

A) Baisse des taux : La Fed annonce deux baisses successives de 0,5 pdb en mars 2020, ce qui ramène le FFR (Fed Funds Rate) à quasiment zéro. La Fed abaisse également le taux d'escompte sur la même période. Dès le début de la crise, la Fed craint les conséquences négatives des mesures sanitaires sur l'activité économique, elle encourage donc l'activité de crédit des banques en abaissant ses taux.

B) Quantitative Easing et Bilan de la Fed :

L'arrivée du virus aux Etats-Unis a créé une perte de confiance des agents en l'avenir, ils vendent donc leurs actifs pour récupérer de la liquidité. Par ailleurs les bons du Trésor sont des actifs sans risque et une valeur refuge, mais la hausse des émissions est massive. Le marché ne pouvant absorber le choc, le montant des bons du Trésor, en vert foncé, double presque à partir de mars 2020 dans le bilan de la Fed (Figure 1). Il apparaît que ce sont les titres adossés à des créances hypothécaires, en vert pale, qui sont un autre composant majeur du bilan de la Fed. Comme pour le marché des bons du trésor, la Fed a acheté pour plus de 800 milliards USD de ces actifs. Par ailleurs, la Fed met en place le 12 mars 2020 des opérations de REPO qui sont des prêts avec des bons du Trésor en « collatéral ».

II) Changement d'objectif de la FED : Lutte contre l'inflation

A) Evolution du taux d'inflation aux Etats-Unis : L'inflation n'a cessé d'augmenter aux Etats-Unis en 2022. En début d'année 2023, elle tend à se stabiliser même s'il faut être prudent. En effet l'inflation a atteint 8,64 % au Q2 2022 sur un an. Une inflation aussi importante peut générer spirale inflationniste (salaire, prix, inflation) voire à terme une récession. Pour lutter contre l'inflation, la FED intervient pour ralentir l'activité économique par le biais de ses outils. L'objectif est de lutter contre l'inflation tout en évitant une récession.

Depuis le début des tensions inflationnistes post-COVID, la Fed s'est montrée particulièrement réactive. Poursuivant sa politique d'augmentation de taux directeur visant à contrôler le taux d'inflation, tout en évitant un effet majeur défavorable sur le taux de chômage, elle est parvenue à éviter une récession. Le rythme adopté répond ainsi aux objectifs qu'elle s'était fixés. Toutefois, certaines banques centrales jugent ce rythme trop rapide, et difficile à suivre.

B) Outils de la FED : D'une part, les déclarations publiques permettent aux agents économiques d'anticiper les effets de la politique monétaire sur l'économie, notamment en fixant le cadre des futures hausses de taux directeur ou en précisant la cible inflation. Récemment, concernant l'inflation, Jérôme Powell, gouverneur de la FED, déclarait qu'«il faudra nettement plus de preuves pour être confiants dans le fait que l'inflation est bien sur une tendance à l'apaisement ». D'autre part, le taux directeur est rehaussé 7 fois en 2022, il n'a cessé d'augmenter en 2022. Il passe ainsi de 0,08 % au 1^{er} janvier à près de 4,4 % fin décembre comme on peut le voir dans la Figure 2. On observe des hausses successives, notamment deux hausses de 0,75 points de base en moins de deux mois en fin d'année.

III) Risque de récession

A) Conséquences d'une politique monétaire restrictive : un exemple historique. Dans les années 1980, la politique dite «Volcker» a amené à une récession. L'inflation aux Etats-Unis avait atteint des records, près de 13,5% en 1981. En réponse à cela, une hausse du taux d'intérêt, passant de 11,2% en 1979 à 20% en 1981, se traduit par une réduction de l'inflation à 3,2% en 1983. Le corollaire est un fort ralentissement de l'économie dès 1982 (récession de -1,8%) et une hausse du chômage (plus de 10%). Le recule de l'inflation renchérit également le service de la dette.

B) Relation inflation-chômage: Sur la Figure 3, on constate qu'en Q2 2020 l'inflation a connu son point le plus bas sur la période étudiée, soit 0,36 % pour un taux de chômage d'environ 7 %. Cette valeur s'explique par les effets de la pandémie. Le taux d'inflation ensuite n'a cessé d'augmenter jusqu'en Q2 2022, avec un pic de de 8,64 %. Le taux de chômage quant à lui était de 3,76 % au même moment. A partir de cet instant, ces indices économiques ont suivi une même tendance à la baisse pour atteindre le taux de chômage le plus bas depuis les 50 dernières années.

Quel est le bon rythme de resserrement de la politique monétaire aux USA ?

BADI Oualid
CALOU Flavian
MÂCON William

Références bibliographiques :

- Bouguelli R. (2021). *La politique monétaire de la Fed face à la crise de la covid-19 : entre continuité et rupture*. Revue de la régulation Capitalisme, institutions, pouvoirs, 29
- Dupuy, M. & Lacueille, S. (2018). *Enjeux et défis de la réduction du bilan de la Fed des États-Unis*. Revue d'économie financière, 130, 319-336.
- Federal Reserve System, (2022). Monetary policy report.
- Federal Reserve Economic Data (FRED) (2022)
- Kotz, H. H. (2022). *Les nouvelles doctrines des banques centrales*. Association d'économie financière.
- Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) (2022)
- Viaud, F. (2021). Les conséquences de la politique monétaire non conventionnelle de la Fed sur les pays émergents. *Revue française d'économie*, (4), 47-85.

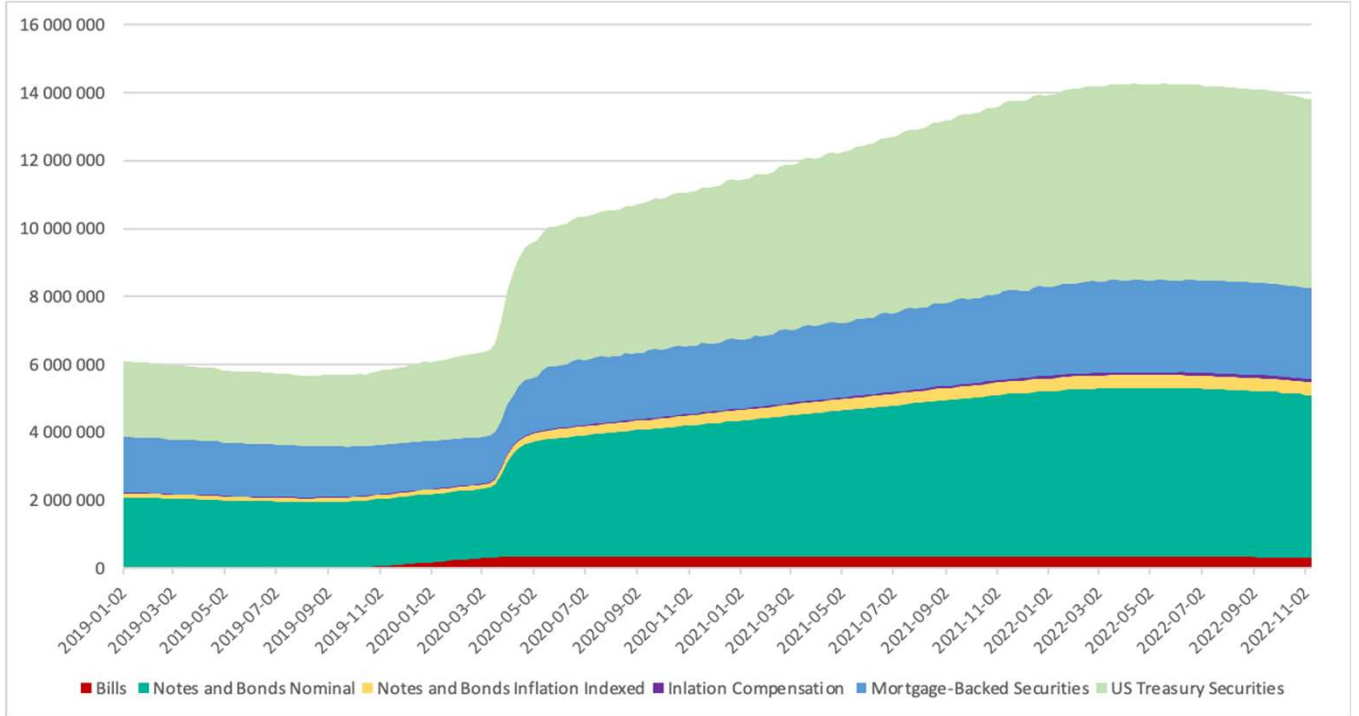


Figure 1. Composition de l'actif du bilan de la FED (en millions de \$) (Fred Economic Data, janvier 2023)



Figure 2. Evolution mensuelle du taux directeur FED et du taux d'inflation aux Etats-Unis (en %) (Fred Economic Data, janvier 2023)

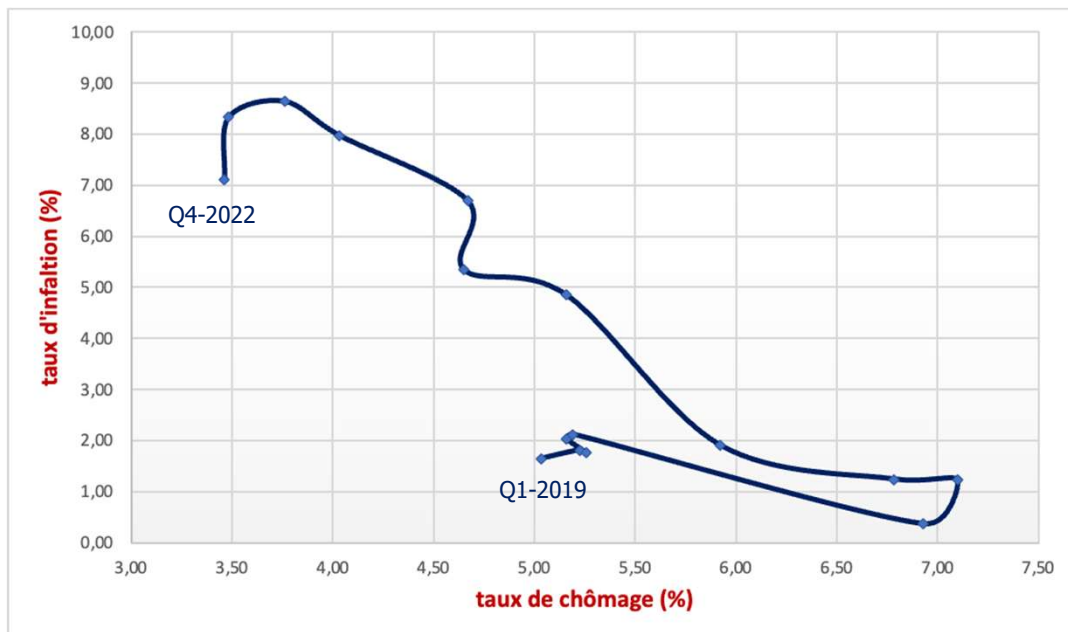


Figure 3. Courbe de Phillips des Etats-Unis Q1 2019 - Q4 2022 (OCDE data, janvier 2022)

Comment la politique monétaire de la BCE est-elle impactée par les chocs externes ?

PERIGNE Manon
HYRONIMUS
Alexandra
LESEIGNEUR
Sarah

La **politique monétaire de la zone euro est définie par l'Eurosystème**, composé de l'ensemble des banques centrales nationales des états membres ainsi que de la Banque Centrale Européenne.

- L'enjeu majeur est la **stabilité des prix** et de maintenir une valeur fixe de l'euro par l'outil principal des taux directeurs (hors de période de plancher de taux).
- Les trois **outils de la politique monétaire** sont : les réserves obligatoires, les taux d'intérêt et les opérations d'Open Market. Ce sont ces outils qui permettent de lutter contre l'inflation en visant l'objectif de 2% correspondant à une inflation maîtrisée (Figure 1). L'évolution des taux d'intérêts et de la taille de bilan sont représentés sur les Figures 2, 3 et 4.

Dans ce contexte, comment la politique monétaire de la BCE est-elle impactée par les événements externes ? Nous verrons la crise de Covid-19, puis la guerre en Ukraine.

La politique monétaire de la Banque Centrale européenne a été et est encore affectée par la **pandémie de Covid-19**.

- Celle-ci a rendu nécessaire une **augmentation massive de la dette publique, couplée avec une utilisation également massive des opérations d'Open Market et de l'assouplissement quantitatif**. En effet, les émissions souveraines ont massivement augmenté dans le but de financer les dépenses des plans de relance mis en place. D'après Jacques de Larosière, les achats nets effectués mensuellement au titre de l'Open Market sont montés à 40 milliards d'euros au mois d'avril 2020 et se sont prolongés à ce rythme jusqu'au dernier trimestre 2022.
- La crise a également exercé des **pressions sur les taux d'intérêt à long terme**. Paul Marion met en évidence que durant la pandémie, l'engagement de la BCE a largement contribué à alléger ces pressions. Le but était de limiter les écarts de taux d'intérêt souverains entre les pays de la zone, et de procurer une information de moyen terme sur les achats d'actifs effectués par l'Eurosystème.
- La **taille du bilan des banques centrales de l'Eurosystème** a ainsi fortement augmenté, par leurs opérations d'achats d'actifs. Sur les figures 2 et 3, on observe un total de 569,3 milliards d'euros en 2020 contre 680,1 milliards en 2021, soit une hausse de 19,5%.
- Finalement, une contradiction apparaît : du fait du **recul de l'activité, la baisse des taux d'intérêt était nécessaire** ; mais dans le même temps certains produits sont devenus **indisponibles, ce qui a entraîné une hausse des prix et rendu à terme nécessaire une augmentation des taux d'intérêt**. Un axe a été privilégié, puis l'autre, mais en réalité cette contradiction est apparue dès le début de la crise.

D'après Paul Marion, la hausse de l'inflation vient de « **l'inflation importée** », c'est-à-dire de la hausse de prix des matières premières, dont le cours a doublé voire triplé en peu de temps dans les débuts du conflit entre la Russie et l'Ukraine dans un contexte où ces marchés qui étaient déjà sous pression.

- L'outil principal de la lutte contre l'inflation depuis le début de la guerre en Ukraine est le **taux d'intérêt directeur**. La BCE a augmenté les taux d'intérêt dans le but d'agir sur le **niveau général des prix** des biens et des services, sans viser spécifiquement l'énergie, dont les prix sont régulés par d'autres méthodes telles que des « boucliers tarifaires ». La figure 4 montre que le taux d'intérêt directeur de la BCE est passé de 0% en 2021 à 0,5% en juillet 2022 et 2,5% en décembre.
- L'inflation a ainsi été régulée à la fois par les gouvernements européens et aussi par la BCE, qui ont agi de manière complémentaire. La figure 1 témoigne de la hausse importante de l'inflation en 2022, allant jusqu'à près de 10% en 2022, soit un **écart important et sans précédent dans l'histoire de la BCE avec la cible des 2% d'équilibre**. La lutte contre l'inflation dans ce contexte se fait également par la fin des opérations d'Open Market.

S'agissant des mesures à venir, selon Paul Marion, nous sommes dans une période où les causes de l'inflation sont spécifiques : la hausse des prix vient du manque de production et donc du **manque d'offre**.

- Cela pose la question d'un **possible usage de l'assouplissement quantitatif**. Grâce à ce quantitative easing, il serait possible d'encourager la demande et donc la production avec un accès plus simple aux crédits. On agirait sur le long terme, avec une baisse des taux, les banques pouvant alors plus facilement prêter.
- Selon ce raisonnement, **la hausse des taux ne serait pas la meilleure solution** car elle causerait une césure de l'activité économique, avec des conséquences graves sur le taux de chômage.
- En définitive, selon Paul Marion, **le mandat de la BCE est en cours d'évolution**, avec en particulier un soutien à l'activité qui n'était pas initialement prévu.

De manière générale, on considère aujourd'hui généralement que cette politique monétaire est **bien dosée**, avec des taux réels qui affectent peu l'économie réelle, les taux directeurs restant faiblement positifs à 1,38% en moyenne, et l'inflation ayant atteint un pic à 10,6% en moyenne en octobre 2022.

BIBLIOGRAPHIE :

- ABC Bourse. (2022). *Taux intérêts Europe (BCE)*.
BCE. (2021). Chiffres-clés. *Eurosystème*.
Blot, C. (2022). La guerre en Ukraine infléchit-elle la politique monétaire des banques centrales ? *OFCE Le blog*.
Blot, C. (2021). Partie III. La politique monétaire de la BCE et la crise du Covid-19. *Revue de l'OFCE*, 172, 193-217
De Larosière, J. (2022). La politique accommodante de la BCE. *Commentaire*. 178, 426-427.
Eurostat. (2022). IPCH - Taux d'inflation. *Eurostat*
Kanga, D. (2020). Effets macroéconomiques et financiers des politiques monétaires non conventionnelles dans la zone euro. *Revue économique*. 71, 57-81.
KLEIN, O. (2022). La politique monétaire ne peut pas tout faire. *Europress, Les Echos*
La tribune (FRANCE), n°7477. Économie, samedi 1 octobre 2022 1135 mots, p. 4
MARION, P. (2022). Pour ou contre : fallait-il remonter les taux directeurs face à l'inflation ? *Europress, La Tribune*
OCDE. (2016). Données : taux d'inflation. *Ressources en sciences économiques et sociales*

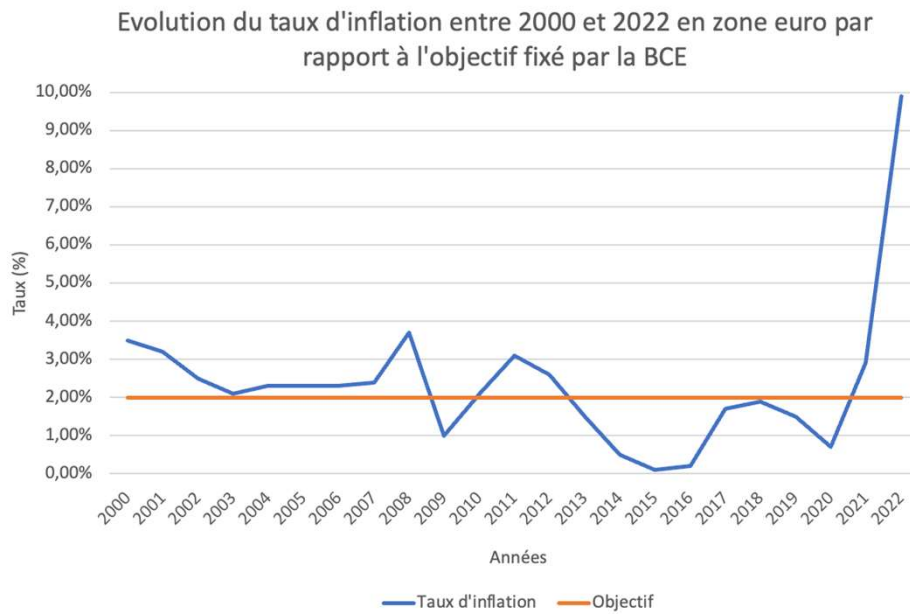


Figure 1. Evolution du taux d'inflation entre 2000 et 2022 en zone euro par rapport à l'objectif fixé par la BCE (données issues du site Eurostat et de SES ENS Lyon, 2022)

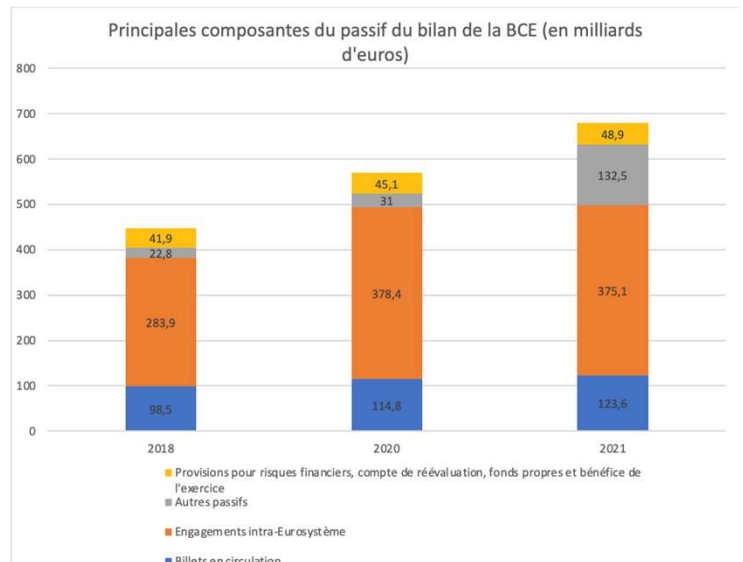
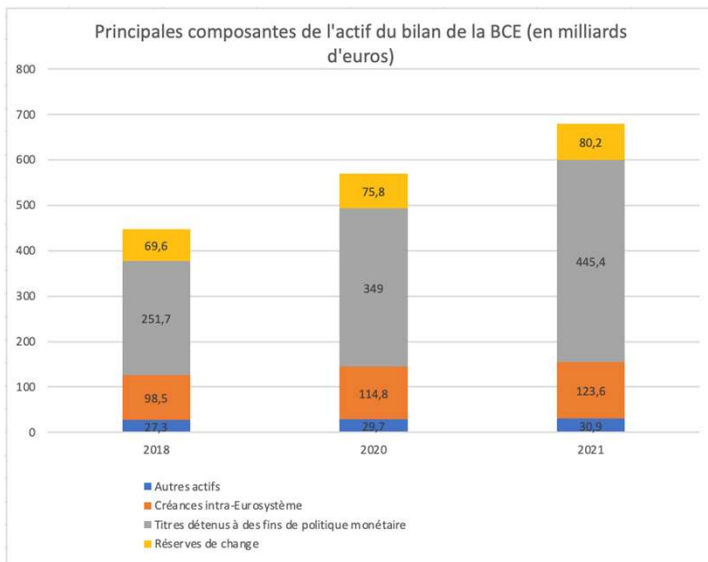


Figure 2. Principales composantes de l'actif du bilan de la BCE (données issues du site Internet de la BCE, 2021)

Figure 3. Principales composantes du passif du bilan de la BCE (données issues du site Internet de la BCE, 2021)

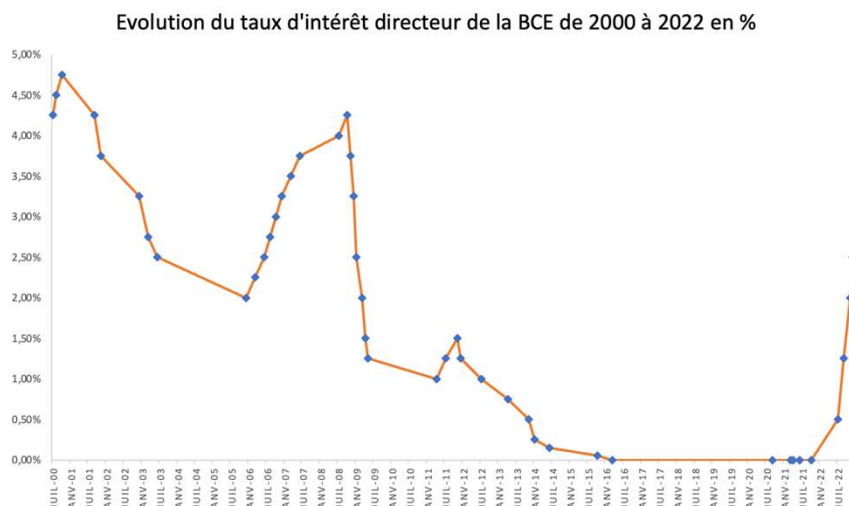


Figure 4. Evolution du taux d'intérêt de la BCE entre 2000 et 2022 (données issues du site ABC Bourse, 2022)

La politique monétaire comme outil de puissance économique dans les économies émergentes

BRETIN
GUIBERT Anaïs
LAUTREC
Julien

Un pays émergent est une nation sortant dont le développement est rapide et dont l'économie acquiert une importance internationale.

- Ces Etats, notamment l'Afrique du Sud, le Brésil, la Chine, l'Inde, le Mexique et la Turquie, ont pour objectif majeur l'augmentation de la production de richesses et l'échange de celle-ci au niveau international, jusqu'à obtenir une place assez importante à l'échelle mondiale, tout en gardant une certaine stabilité géopolitique.

Autrement dit, le but est pour eux de devenir des puissances économiques.

Mais ce **développement rapide crée des difficultés sociales.**

- Ces difficultés sont en partie liées à des **tensions inflationnistes dans ces pays dont certains ont des balances courantes déficitaires, entraînant un manque de devises** qui peut empêcher les Etats d'acheter à l'étranger des médicaments et des produits alimentaires en qualité suffisante.
- La **hausse des prix de l'énergie** ajoute à ces difficultés : au Kazakhstan par exemple, des manifestants furieux sont récemment descendus dans la rue après une hausse des prix du gaz et l'exécutif a dû concéder une baisse des prix.

Les politiques monétaires et budgétaires permettent en partie d'aplanir ces difficultés.

- En Turquie, le gouvernement a débloqué en 2021 un milliard de dollars, soit 1,2% du PIB du pays, dans le but d'**augmenter les salaires des fonctionnaires, les retraites, et baisser les taxes**. Des mesures d'ampleur similaire ont été prises au Sri Lanka.
- De nombreuses **banques centrales de pays émergents remontent actuellement leurs taux en flèche**, comme par exemple la banque centrale brésilienne qui accroît en peu de temps son taux de 11 points de pourcentage, jusqu'à se positionner à 13,25% début 2021 ; ou encore le Pakistan qui l'augmente de 125 points dans l'objectif de réduire l'inflation qui atteignait 21% sur un an (figure 1).

Le contexte géopolitique et social des pays influence donc doublement le taux d'intérêt mis en place et donc la politique monétaire en vigueur. La difficulté étant de **maintenir une inflation convenable pour limiter les crises sociales, voire économiques, tout en continuant à créer de la richesse**. Le maintien durable de niveaux élevés des taux d'intérêt est donc difficile à maintenir à long terme.

- « **Le rattrapage général des pays développés par les grands pays émergents marque le pas depuis 2013** ». Après avoir dépassé les 7% en moyenne de 2000 à 2007, la croissance annuelle des principaux pays émergents s'est stabilisée à 6,5% de 2008 à 2012, tirée par les politiques de relance post-crise financière, puis s'est affaiblie à 5% en moyenne de 2013 à 2019 environ (figure 2). La crise de 2008/2009 avait beaucoup moins impacté les pays émergents, gardant une croissance annuelle d'environ 6% sur cette période, contre -3% pour les pays avancés.

Le ralentissement de l'activité économique dans la plupart des pays est structurel en raison de l'**affaiblissement de la dynamique des facteurs de production (travail, capital, facteurs de productivité globale), qui déterminent leur croissance potentielle**. Néanmoins, tous les grands pays émergents ont encore de la marge dans le processus de rattrapage, ce que n'ont plus les pays avancés.

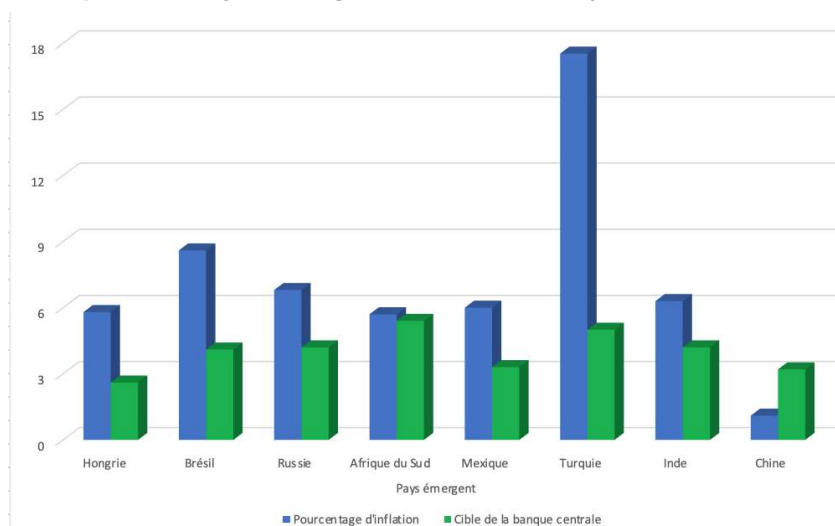
- Ainsi, depuis ces 10 dernières années, l'Afrique du Sud, le Brésil et la Chine sont impactés par un ralentissement de l'activité, dû au vieillissement de la population et aux créations d'emplois insuffisantes. Le capital accumulé grâce aux investissements augmente moins rapidement et les gains de productivité liés à l'exode rural, notamment en Chine, s'épuisent.
- Pour pouvoir augmenter à nouveau leurs marges de progressions, les pays émergents, peuvent notamment accroître la contribution du travail (participation des femmes au marché du travail en Asie, dynamisation de la productivité par la hausse de l'éducation...)

De manière générale, les trajectoires de croissance des grands pays émergents sont actuellement confrontées à un certain nombre de risques. Le rééquilibrage de l'économie chinoise, la restructuration des chaînes de valeur mondiales, la transition énergétique et l'impact du réchauffement climatique en sont les principaux. Dans ce contexte, **si les politiques monétaires restrictives sont nécessaires pour contrôler les tensions inflationnistes, elles sont aussi particulièrement coûteuses en termes de ralentissement de la croissance.**

Bibliographie :

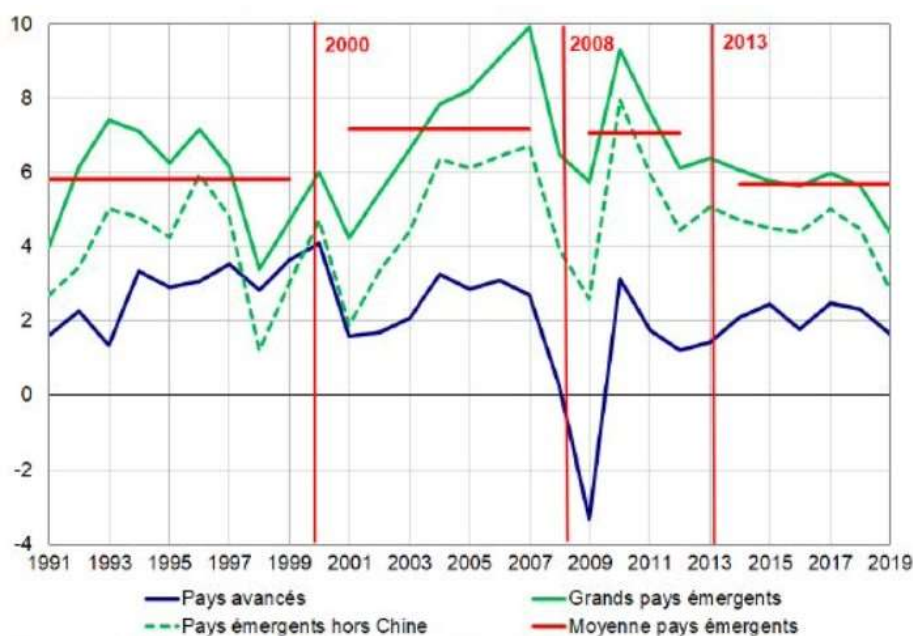
- Coeln X. (Nov 2022). Un ralentissement structurel de l'activité dans les grands pays émergents, Trésor-Eco de la Direction Générale du Trésor, étude n°316.
Pradhan, M. (2014). La politique monétaire des pays émergents : les cinq dernières et les cinq prochaines années. Revue d'économie financière, 113, 117-140
NBSC (juin 2022), Guerre et prix, note de conjoncture, INSEE.
Faure F. (Nov 2021), Durcissement monétaire dans les pays émergents, BNP Paribas.
Viaud, F. (2021). Les conséquences de la politique monétaire non conventionnelle de la Fed sur les pays émergents. Revue française d'économie, XXXVI, 47-85.

Figure 1 : pays émergents : inflation en juin 2021 (en %)



Source : Thomson Reuters Datastream, banques centrales

Figure 2 : Taux de croissance annuel du PIB (%) entre 1991 et 2019



Source : FMI, DG Trésor ; dernier point 2019.

Note : les « grands pays émergents » désignent l'Afrique du Sud, le Brésil, la Chine, l'Inde, l'Indonésie, le Mexique et la Turquie.

Tableau 1 : Part des grands pays émergents au sein de l'économie mondiale (%)

	1990 - 1999		2000-2009		2010-2019	
	Grands émergents	Dont Chine	Grands émergents	Dont Chine	Grands émergents	Dont Chine
Population mondiale	49,4	22	48	20,4	47	19,1
PIB mondial (USD PPA)*	20	5,6	24,2	9,9	31,5	15,7
Part de la croissance mondiale (USA, PPA)	35,2	17,4	44,2	26,7	51,5	31,4

Source : FMI, Banque Mondiale, calculs DG Trésor.

*PPA : PIB exprimé en parité de pouvoir d'achat permet prendre en compte l'écart de prix entre les pays.

Quelles sont les effets de la persistance de taux réels bas sur l'actif des banques ?

BIGÉ Solène
MOURIER
Chloé

Les taux d'intérêts réels correspondent au prix réel que doivent payer les agents économiques qui ont bénéficié d'un prêt ou que reçoivent ceux qui ont accordé un prêt. Ils se calculent à partir de la différence Taux nominal - Inflation. Prendre en compte l'inflation permet de faire apparaître le coût réel de l'emprunt et le rendement réel de l'épargne.

Historiquement, on observe les tendances suivantes :

- Entre **1970 et 1982**, les taux d'intérêt réel sont bas au niveau mondial avec une inflation élevée des et taux nominaux également élevés.
- L'inflation est ensuite généralement basse **jusqu'en 2020**, les taux nominaux décroissant moins rapidement, ce qui occasionne une hausse des taux réels.
- **Depuis la crise sanitaire mondiale**, on observe à nouveau une baisse taux réels, en partie expliquée par le **pic d'inflation**.

La persistance de taux réel bas s'explique aussi par le **faible niveau des taux nominaux**, pour un ensemble de raisons structurelles :

- Pessimisme face à la croissance économique future
- Excès d'épargne à l'échelle mondiale dû au vieillissement démographique
- Demande importante d'actifs sans risque dans un contexte d'incertitude amplifiée par la pandémie et les récents problèmes géopolitiques.

Ces taux réels bas influent sur les **portefeuilles de crédit des banques**.

Pour l'agent économique prêteur, la distinction entre taux d'intérêt nominal et taux d'intérêt réel est décisive pour mesurer le rendement réel du crédit. **La baisse des taux d'intérêt réels est défavorable pour les prêteurs**. Pour un taux d'intérêt nominal donné, une inflation positive a tendance à appauvrir le prêteur.

Du point de vue de la **demande crédit**, en cas d'inflation élevée et de taux réel bas, on observe deux évolutions dominantes possibles selon le niveau des taux nominaux :

- Soit les taux nominaux sont hauts (comme entre 1979 et 1982), le rendement des titres est alors important et leur prix est bas. Les ménages et les entreprises accroissent leurs investissements et demandent moins de crédits.
- Soit **les taux nominaux sont relativement bas** (comme dans la période actuelle), le rendements des titres est alors bas et leur prix est haut. Les ménages et les entreprises **investissement moins et demandent davantage de crédits**.
- Dans ce dernier cas, l'actif crédit des banques va augmenter, ce qui requiert d'augmenter la dimension totale du bilan ou de rééquilibrer les postes de l'actif.

Les taux réels bas influent aussi sur les **portefeuilles de titres des banques**.

Les investisseurs fondent en partie leurs décisions sur les taux réels, ils prennent en compte l'inflation en sus du taux nominal.

- En période de taux d'intérêt réels bas, les financements sont moins coûteux, et la **dynamique des prix d'actifs plus risquée**, généralement caractérisée par une tendance haussière suivie d'une période de forte volatilité.
- L'investissement en titres risqués est alors élevé, renforçant la hausse du prix des titres.

A terme, la séquence de politique monétaire évolue dans le sens d'un ajustement des taux d'intérêt, entraînant une hausse des taux réels et du taux d'actualisation, ce qui se traduit par une baisse des cours des actions.

La composition du portefeuille titres des banques varie en définitive pour deux raisons :

- **Valorisation** : la dimension des portefeuilles titres des banques varie sans modification de leur composition, sans que la banque n'achète ou vende de titres. Un taux réel bas cause alors une hausse des prix et une hausse de valorisation du portefeuille de titres, à périmètre identique.
- **Changement de structure** : la structure des portefeuilles titres des banques et leur composition varient aussi par le biais des achats et de ventes de titres. Un taux réel bas cause alors une évolution des volumes de transactions dépendant du profil de risque des différents titres.

Ainsi, la baisse des taux réels impacte à la fois les portefeuilles de crédit et de titres de l'actif des banques, avec des effets différenciés selon les risques des différents actifs, et même en l'absence de toute transaction par des effets de valorisation.

Références biblio

Abbas, N. et Adrian, T. (2022). Les taux d'intérêt réels bas soutiennent les prix des actifs mais les risques augmentent. IMF.

AGEFI. (2022). Quelle attitude face au risque de stagflation ? EUROPRESS.

Artus, P. (2020). Le recul des taux d'intérêt réels, Flash Economie n° 1372.

Banque de France. (2022). Taux d'intérêt nominal et réel. ABC de l'économie.

Noyer, C. (2016). Réflexions sur la borne zéro des taux d'intérêt en liaison avec la stabilité monétaire et financière. Revue d'économie financière, 121, 27-34.

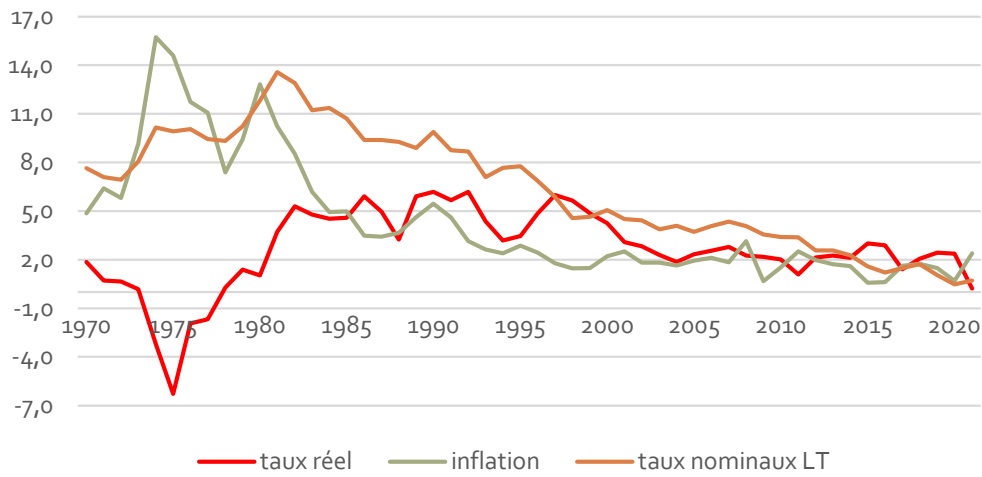


Figure 1. Comparaison de l'évolution des taux réels par rapport au taux d'inflation et taux nominaux, en moyenne mondiale depuis 1970 (en %) (OECD Data)

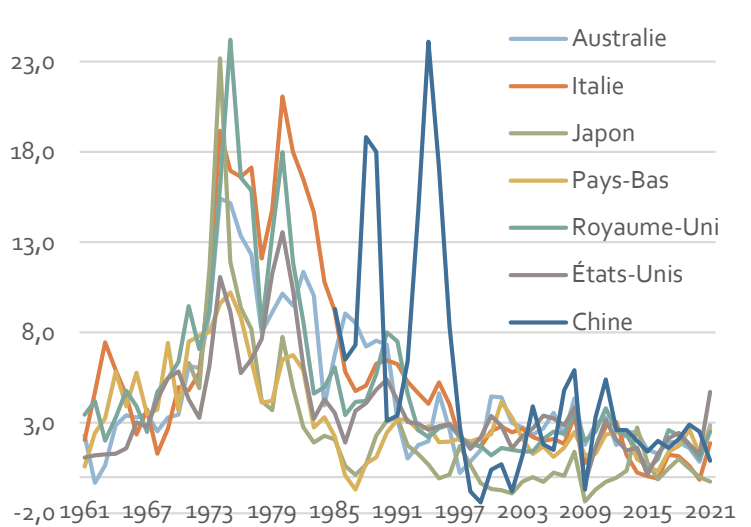
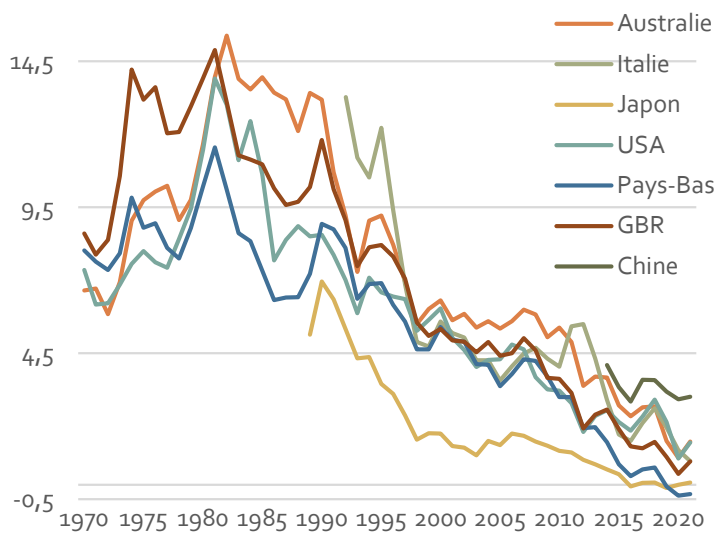


Figure 2. Evolution des taux nominaux long termes (en %) (OECD Data)

Figure 3. Evolution des taux d'inflation (en %) (OECD Data)

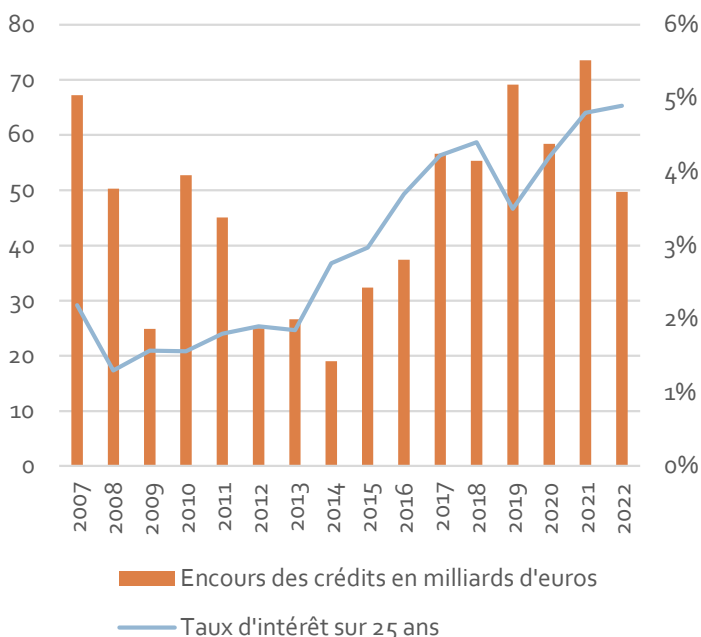


Figure 4. Volume de crédits octroyés (en milliards) et taux d'intérêt (en %) sur 25 ans (INSEE et meilleurtaux.com)

ACTIF	PASSIF
Prêts interbancaires	Emprunts interbancaires
Crédits de la clientèle	Dépôts de la clientèle
Divers	Divers
Immobilisations	Certificats de dépôt
Portefeuille titres	Obligations
	Fonds propres
Légende	
Opérations interbancaires	
Opérations avec la clientèle	
Opérations sur titres	
Valeurs immobilisées	
Fonds propres	

Figure 5. Bilan simplifié d'une banque (lafinancepourtous.com)

Soutenabilité budgétaire : Faut-il que l'Etat se désendette en période de hausse de taux nominaux ?

BARBAROUX
Léna,
BARRY
Maïmouna,
MANAMPISOA
Francine

Impact de la hausse du taux d'intérêt sur le coût de la dette publique française et sur la croissance.

La hausse du taux d'intérêt augmente le coût de la dette publique française.

- En septembre 2022, le taux des OAT 10 ans s'élevait à 2,72 % contre 0,98% en mars 2022.
- La loi de programmation des finances publiques publiée en septembre 2022 prévoit que le taux des OAT 10 ans s'élèverait à 2,6 % fin 2023.
- A partir de 2021 on observe une tendance haussière de la charge de la dette publique qui tend vers 50 Md€ en 2022 (*Figure 2*).

La hausse du taux d'intérêt ralentit la croissance du PIB français.

- Selon la Banque de France, une hausse des taux d'intérêt de 100 points de base (1%) se traduit par une baisse du PIB de 3% au bout de 3 ans.
- La croissance annuelle du PIB n'atteindrait que 0,3% en 2023.

Evaluation de la soutenabilité de la dette publique française en période de hausse de taux.

La dette publique est soutenable si elle est stabilisée à un certain pourcentage du PIB.

- Pour stabiliser la dette publique en pourcentage du PIB, il faut que le solde primaire, en points de PIB, soit supérieur à un solde primaire stabilisant

$$\text{Solde primaire stabilisant} = \text{Dette} * (r - g)$$

avec r le taux d'intérêt apparent de la dette; et g le taux de croissance en valeur du PIB

- En 2022, le déficit budgétaire de la France s'élève à 172,3 Md€, soit 5,5% du PIB.
- A la fin du 2ème trimestre 2022, la dette publique s'établit à 2 916,8 Md€, soit 113,3% du PIB. (*figure 1*)
- Le taux apparent de la dette augmente et le taux de croissance diminue. L'écart entre le taux de croissance du PIB et le taux apparent de la dette publique française ($g - r$) se réduit. (*figure 2*)
- Si le déficit primaire est maintenu à 5 % du PIB et si l'écart entre le taux de croissance du PIB et le taux d'intérêt apparent de la dette publique reste inchangé à 0,02 points de pourcentage, la dette publique sera stabilisée à 250% du PIB.

Quelle résilience face aux chocs de taux d'intérêt et de croissance avec le niveau élevé de la dette ?

- Un ratio dette/PIB élevé risque d'augmenter les coûts d'emprunts, en raison de l'accroissement de la prime de risque. En effet, les créanciers de l'Etat peuvent s'inquiéter à partir de niveaux d'endettement largement inférieurs à 250% du PIB.
- Par ailleurs, plus de mesures correctrices seront nécessaires pour maintenir le taux d'endettement à un niveau stable en cas de hausse des taux d'intérêt.
- Les besoins de financement de l'Etat étant essentiellement couverts par appel aux marchés financiers (*figure 3*), la hausse continue du taux d'endettement pose à terme la question de la demande d'actifs publics.
- L'agence de notation S&P Global a dernièrement maintenu la note AA de la France, cependant sa perspective a été abaissée à « négative » contre « stable » précédemment, en raison des risques croissants pour les finances publiques et des conséquences budgétaires pouvant en résulter. (*figure 3*)

Comment la maturité moyenne de la dette publique affecte-t-elle la soutenabilité ?

- Pour un pays affichant au départ un ratio de dette/PIB stable de 120% et une maturité moyenne de 10 ans, une hausse de 1% du coût d'emprunt moyen nécessiterait un effort d'ajustement budgétaire de 1,2% du PIB sur une période de 10 ans.
- Pour la France, avec une maturité moyenne s'élevant à 8,5 ans en octobre 2022, l'ajustement budgétaire peut donc être étalé dans le temps. (*figure 4*)

Trajectoire de finances publiques pour amorcer une décade de la dette publique.

- L'enjeu est de reconstruire des marges de manœuvre pour faire face à un possible futur ralentissement de l'économie.
- Il s'agirait de réduire le déficit public. Dans l'exemple où il serait réduit graduellement pour repasser sous le seuil des 3% du PIB à horizon 2027...
- ... le ratio de dette publique s'établirait à 111,2 en 2023 puis à 111,7% en 2025 pour s'élever à 110,9% à horizon 2027.
- La répartition des émissions de l'Etat entre les différentes maturités (3 ans, 5 ans, 10 ans, 15 ans, 20 ans, 30 ans ou 50 ans) constitue également une piste pour amortir les fluctuations des taux d'intérêts nominaux.

En définitive, la poursuite de la tendance actuelle de l'endettement public français implique une stabilisation à niveau élevé posant la question des primes de risque mais aussi de la capacité à placer les émissions. La capacité à réagir à une nouvelle crise est aussi en question. Dans ces conditions, les pistes étudiées dans les études récentes concernent à la fois la réduction du déficit et le choix pertinent de l'échéance des émissions.

Références bibliographiques

Europresse (10/2022). *Le gouvernement a publié le rapport sur la dette des administrations publiques.*

Etudes économiques BNP PARIBAS (10/2022). *Hausse des taux d'intérêt et soutenabilité de la dette publique.*

Capital (12/2022). *La hausse du PIB passera de 2,6% en 2022 à 0,3% en 2023 selon la Banque de France.*

INSEE, comptes nationaux trimestriels.

FIPECO (10/2022). Fiche 14. *La soutenabilité des finances publiques.*

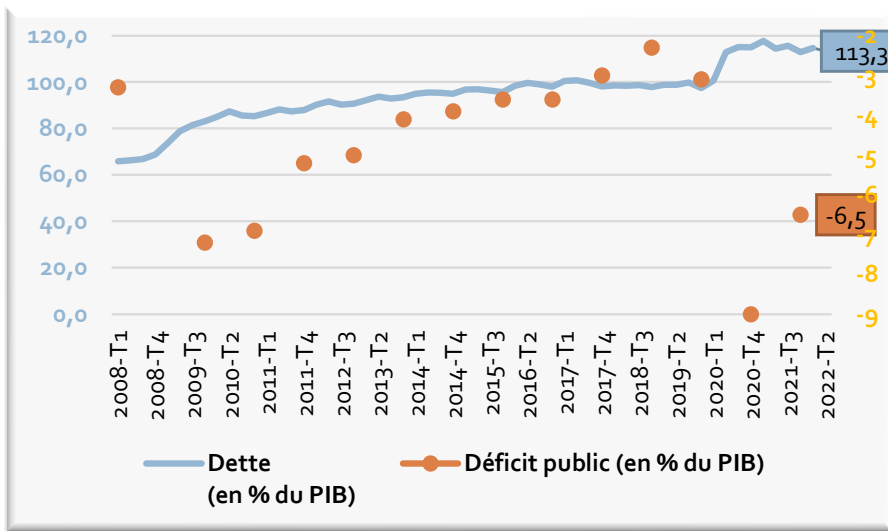
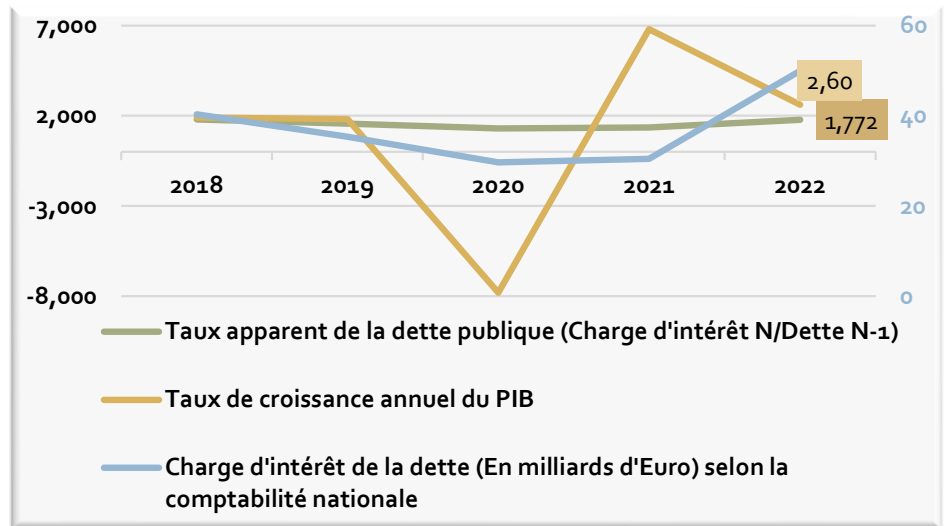


Figure 1. Evolution de la dette publique et du déficit public depuis l'année 2008 jusqu'à la fin du trimestre 2 de l'année 2022 (source EUROSTAT, INSEE, comptes nationaux trimestriels)

Figure 2. Evolution du PIB, évolution du taux apparent de la dette publique et évolution de la charge d'intérêt de la dette de 2018 à 2022 (Source INSEE, Banque de France, fondation IFRAP)



Agences	Notation	Perspective	Dernière décision
Fitch	AA	Négative	04-nov-22
Moody's	Aa2	Stable	déc-22
Standard & Poor's	AA	Négative	02-déc-22

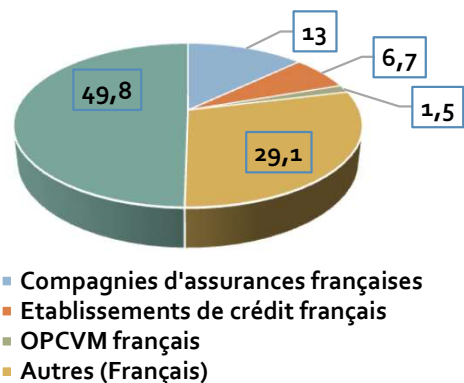


Figure 3. Notation de la France auprès des principales agences et Détention des titres de la dette de l'Etat par groupe de porteurs au 3^{ème} trimestre 2022, structure exprimée en valeur de marché. (Source : Agence France Trésor)

En milliards d'euros	Fin 2020	Fin 2021	Fin oct. 2022	Fin nov. 2022
Encours de la dette négociable	2 001	2 145	2 247	2 267
dont titres indexés	220	236	255	259
Moyen et Long Terme	1 839	1 990	2 104	2 120
Court Terme	162	155	143	147
Durée de vie moyenne de la dette négociable				
Moyenne	8 ans	8 ans	8 ans	8 ans
Médiane	73 jours	153 jours	224 jours	208 jours

Figure 4. Durée de vie moyenne de la dette négociable depuis 2020 (Source : Agence France Trésor, Bulletin mensuel de l'Agence France Trésor)

Comment les perturbations des chaînes de valeur globales affectent-elles l'inflation ?

Lou MORELLI
Nawelle
BOSHART-
ZARRAD

La valeur d'un produit final est attribuée en fonction des différentes étapes du processus de production. Mais le produit final peut également donner de la valeur à une ou plusieurs étapes de sa production. On appelle cela les chaînes de valeur. Au niveau mondial, les étapes se déroulent souvent dans différents pays, jusqu'à la livraison finale au consommateur. Il s'agit de l'illustration de la **fragmentation internationale de la production**.

Les économistes mettent en avant l'expression « **chaîne de valeur mondiale** » afin de mettre l'accent sur le fait que cette fragmentation est source de gains économiques à chaque étape successive de production. Pour illustrer cette définition des chaînes de valeur prenons l'exemple de la chaîne de valeur d'IKEA (figure 1).

Le problème qui se pose dans le cadre des crises (sanitaire puis énergétique) en cours est le suivant : En quoi les perturbations des chaînes de valeurs globales, impactent-elles le niveau d'inflation ?

I. L'impact du covid-19 sur les chaînes de valeur

Confinement, mesures de restrictions sociales, fermetures des frontières sont, entre autres, les freins rencontrés pour la bonne exécution des chaînes de valeur. Des freins qui ont eu un impact direct sur l'économie des pays concernés, mais également des **répercussions internationales à travers la demande externe**. Afin d'illustrer cet impact, la Banque de France, en particulier, a réalisé une analyse de ces répercussions internationales subies par les partenaires commerciaux sur la France (figure 2).

On observe que la part de valeur ajoutée associée à ces répercussions est très faible concernant les pays hors Union Européenne. Les frontières étant fermées, les compagnies aériennes et maritimes étant bloquées, la valeur qui est produite dans les pays lointains se trouve bloquée. Cependant, ces pays ne sont pas des partenaires commerciaux majeurs. En revanche, la valeur ajoutée provenant des pays européens est habituellement plus importante. Les contraintes de transports et de frontières occasionnent donc une perte de valeur ajoutée plus importante.

La conséquence qui découle du blocage d'un des niveaux de la chaîne de valeur est le recul de la production industrielle et du commerce. Ainsi, la production recule dans les pays qui exportent et de même, le commerce est réduit puisque les pays qui importent habituellement sont contraints de se retourner vers les productions locales quand elles sont substituables.

II. L'impact des chaînes de valeur sur l'inflation

Mais en cas de défaillance des chaînes de valeur, quelle est la conséquence sur le coût ?

En effet, si la livraison finale dépend d'une ou plusieurs sources d'approvisionnement ou de production et que celles-ci viennent à être bloquées, toute la chaîne de valeur est mise en péril. Ainsi, si produit devient manquant jusqu'à devenir rare ou difficile à trouver (confinement), alors son coût augmente conformément à la règle de l'offre et de la demande qui régit l'inflation.

Ce mécanisme peut avoir un impact négatif sur les entreprises et aggraver leurs fragilités (hausse des coûts et donc des charges). En revanche, cela peut aussi avoir un impact positif car les commerces locaux seront plus sollicités.

III. Les nouveaux enjeux des chaînes de valeur

On parle de nouveaux enjeux pour les chaînes de valeurs : de nouveaux paramètres sont amenés à modifier de façon remarquable les chaînes de valeur. (figure 3)

La digitalisation, dans un premier temps, permet d'optimiser, modéliser, industrialiser les modes de production et donc de gagner en productivité et de créer de la valeur. Mais elle développe également des aspects plus négatifs en terme de sécurité informatique par exemple, de liens sociétaux (rapport homme-machine) ...

Enfin, les critères écologiques et des RSE imposent de nouvelles normes et une nouvelle gestion des étapes de la chaîne de valeur. Les entreprises sont amenées à créer de la valeur tout en s'adaptant à un modèle plus responsable tant sur le plan écologique que sociétal.

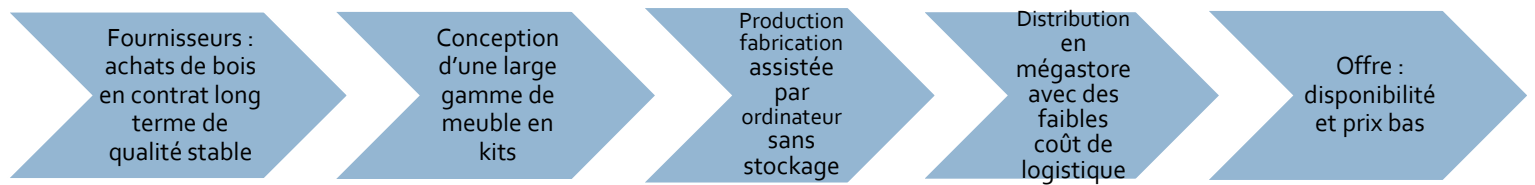


Figure 1. Chaîne de valeur d'IKEA

Source : d'après Frédéric Leroy, Bernard Garrette, Pierre Dussauge, Rodolphe Durand, Laurence Lehmann-Ortega,, dir., Strategor, Dunod, 6e édition, 2013.

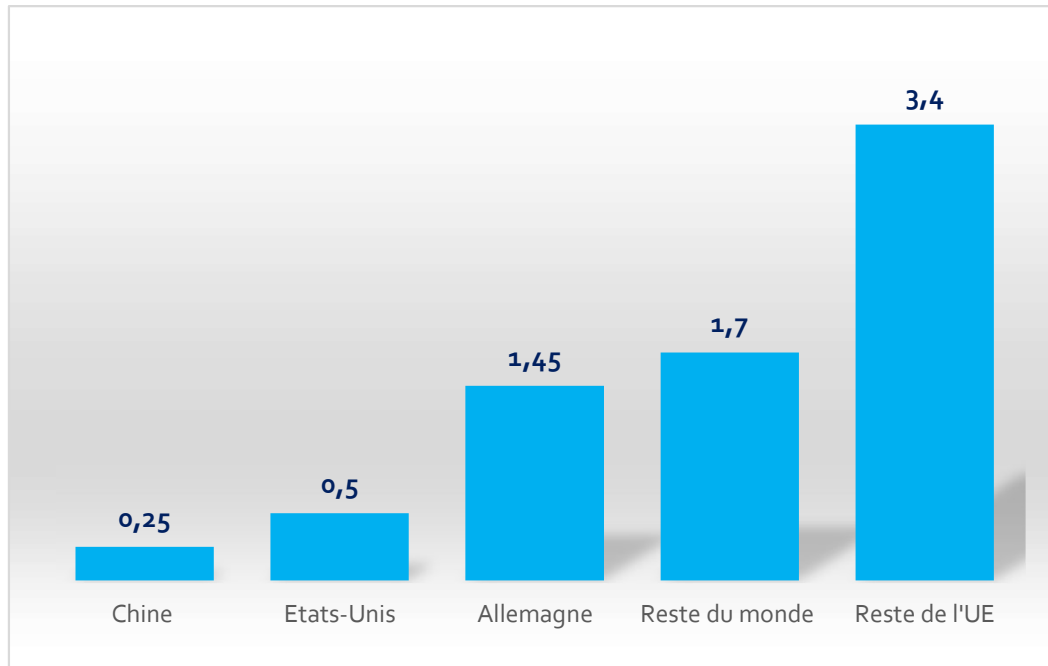


Figure 2. Répercussions en France du choc de confinement des partenaires commerciaux dans le monde. (Valeur ajoutée en pourcentage)

Source : Banque de France, 2022

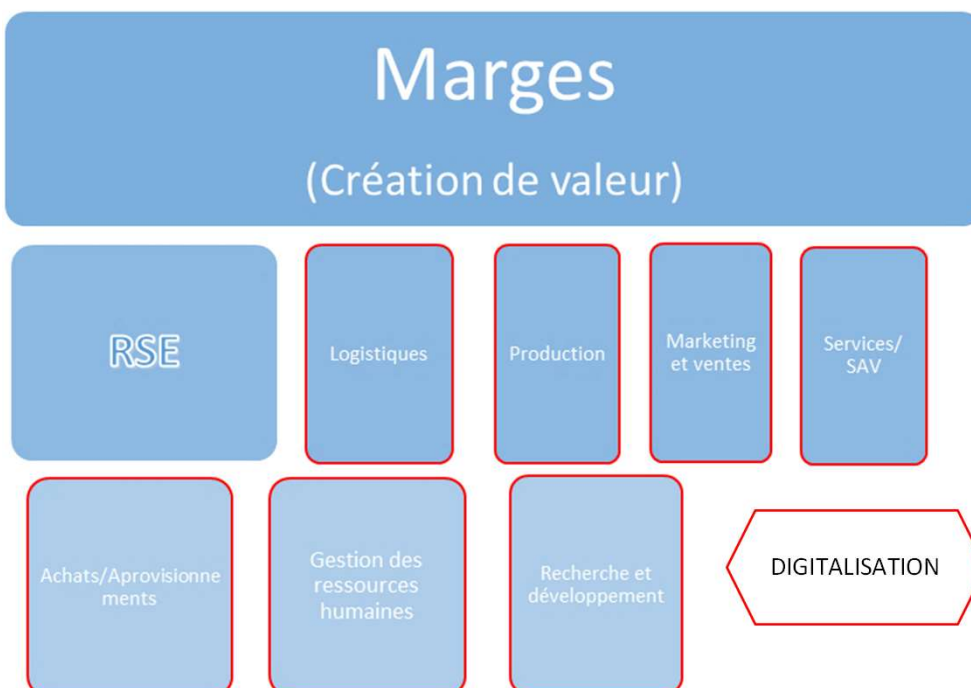


Figure 3. Le modèle de Porter révisé

Source : Gérard Hoffman et Jean-Yves Saulquin. Quand la RSE revisite la chaîne de valeur, dans Management et Avenir, 2009

Quelles solutions pour limiter les effets de la crise des matières premières sur l'activité des ménages et des entreprises ?

Harmony Bartl
Laura Clément

La crise des matières premières.

- Il s'agit d'une crise déjà vécue qui évoque en particulier la crise charbonnière de 1873 ou les chocs pétroliers de 1973.
- Les prévisions des prix pétroliers, par rapport à d'autres matières premières, présentent la particularité d'être soumises à de nombreuses décisions stratégiques
- Le Covid-19 peut être considéré comme l'un des éléments déclencheurs de cette nouvelle crise. Au plus fort de la pandémie, les cours de pétrole sont au plus bas, menaçant les revenus des pays exportateurs de pétrole.
- Le conflit Russo-Ukrainien creuse et amplifie la crise en raison des décisions d'embargo sur le pétrole Russe.
- En dehors des usages énergétiques, les produits pétroliers sont utilisés comme matière première. La hausse des cours et les pénuries cause des difficultés sur les chaînes d'approvisionnement à l'instar du domaine automobile.

Les conséquences de la crise.

Les différents acteurs économiques : États, entreprises et ménages subissent des hausses de prix.

- Le cours du pétrole WTI reste durablement à niveau élevé malgré le ralentissement de l'activité causé par l'augmentation des taux d'intérêts par la plupart des Banques Centrales.
- Il existe peu de régions pétrolifères en Europe, qui est donc fortement dépendante des régions qui en produisent, d'où l'importance de l'acheminement par les Gazoducs Nord Stream 1 et 2.
- L'approvisionnement en gaz naturel est pour la première fois à l'origine d'une crise énergétique dans un contexte de transition énergétique.

Les ménages perdent (à nouveau, après le creusement des inégalités pendant la pandémie) de leur pouvoir d'achat.

- La hausse des prix se répercute sur les coûts des intrants des entreprises, augmente le prix de vente des biens et donc le panier de consommation des ménages.
- Cette hausse des prix se produit dans un contexte de changement structurel des habitudes de consommation, comme par exemple en faveur des produits de l'agriculture biologique.
- La propension à l'épargne s'élève avec l'aversion au risque.

Les solutions pour limiter l'augmentation des prix.

• Le bouclier tarifaire.

Le coût brut du bouclier énergétique à 45 milliards d'euros pour 2023, en plus des 100 milliards d'euros déjà dépensés depuis le début de la crise.

• Les clauses de révisions automatiques sur les prix

Les industriels devront communiquer à leurs acheteurs de plus amples informations sur la décomposition analytique du prix de revient de leurs produits.

• Les négociations commerciales 2023

Une reconsidération exceptionnelle entre la grande distribution et les fournisseurs aura lieu pour répercuter le rehaussement des charges des entreprises.

- L'exploitation de mines de Lithium, un métal aussi stratégique que le pétrole, constitue une piste à moyen terme.

Ressources,

La Tribune. (2022, 28 septembre). Pour financer le bouclier tarifaire, Bercy veut capter les « rentes indues » d'autres secteurs que celui des renouvelables. La Tribune. p. 18.

B. Muriel. Les Echos. (2022, 30 septembre). L'inflation peut rester forte durant dix ans. Investir

G. Jean-Christophe (2022, 11 octobre). Comment préparer des négociations commerciales 2023 dans un contexte de crise ? LSA.

J. Robert. (2022, 25 octobre). Transition énergétique et souveraineté : Imerys projette d'extraire du lithium dans l'Allier. La Tribune. p.50

Indices de prix des matières premières importées (en euros)		
Produit	Pondérations 2021 (%)	Composantes
ENSEMBLE	100	Matières alimentaires et industrielles
Produits alimentaires	49,8	Viandes, denrées tropicales, sucre, céréales, oléagineux, poissons et crustacés
Viandes	10,9	Viandes de bœuf, porc, mouton, volaille
Denrées tropicales	10,7	Cafés (Arabica, Robusta), cacao, thé
Sucre	1,5	Sucre
Céréales	2,3	Maïs, riz, blé
Oléagineux	11,5	Soja (tourteaux), Huiles de palme, de tournesol, d'olive et de colza
Produits de la mer	13	Poissons et crevettes
Produits industriels	50,2	Matières agro-industrielles et minérales
Matières Agro-industrielles	7,8	Fibres textiles naturelles, caoutchouc naturel, bois sciés, tropicaux, pâte à papier, cuir de bovin, bois sciés de conifères,
Fibres textiles naturelles	0,5	Coton, laine
Caoutchouc naturel	0,7	Caoutchouc naturel
Bois sciés tropicaux	0,2	Bois sciés tropicaux
Pâte à papier	2,7	Pâte à papier
Cuir de bovin	0,9	Cuir de bovin
Bois sciés de conifères	2,7	Bois sciés de conifères
Matières minérales	42,4	Métaux ferreux, métaux non ferreux et précieux
Métaux ferreux	17,3	Minerai de fer, ferrailles
Métaux précieux	3,9	Argent, or, platine, palladium
Métaux non ferreux	21,2	Cuivre, nickel, aluminium, plomb, zinc, étain

Figure 1. Indices de prix des matières premières importées en euro (Insee, 26/08/2022)

Figure 2. Indices des prix des matières premières importées entre 1990 et 2022 créé à partir de :

Indices des prix internationaux des matières premières importées - Matières agro-industrielles, Produits alimentaires, Viande bovine, Céréales, Produits industriels (Insee, 21/10/2022),

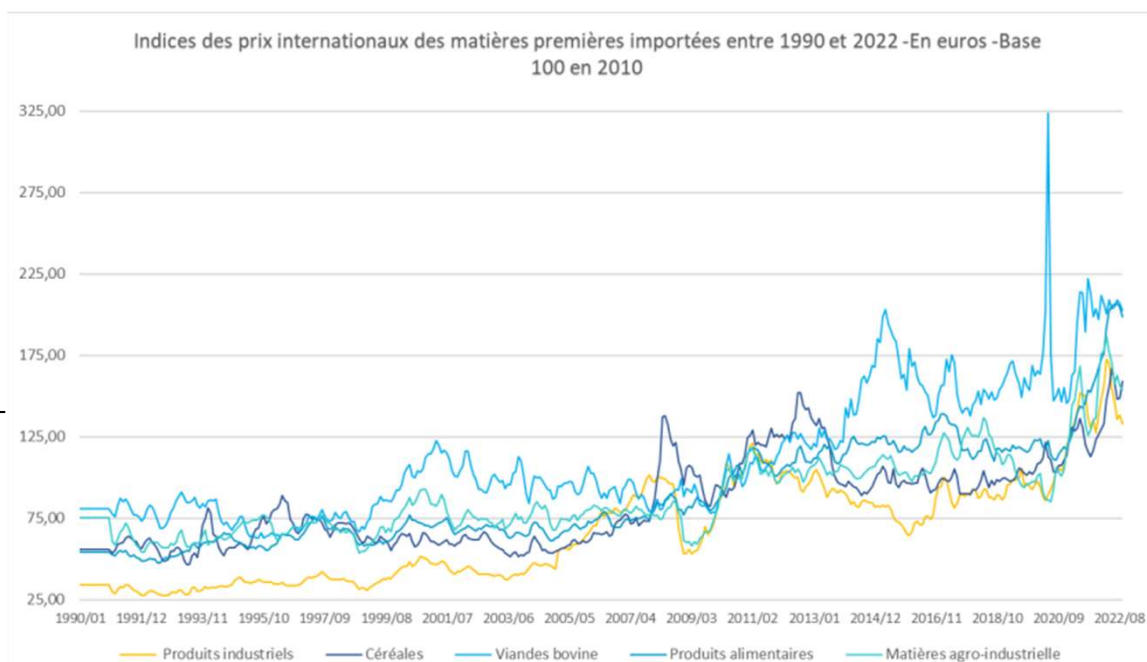
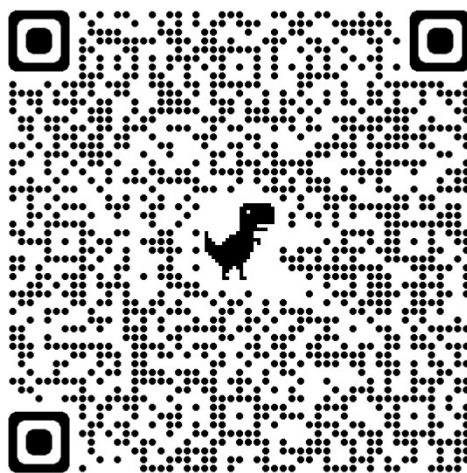


Figure 3. Hausse des prix de l'énergie (Insee, Commodity Research Bureau, 2022)

Le bouclier tarifaire est une aide forfaitaire qui fait face à l'augmentation du prix de l'énergie par un gel complet des tarifs réglementés de vente du gaz naturel et par une limitation de la hausse des prix de l'électricité.

Hausse des prix de l'énergie pour les ménages et les entreprises en %				
	Avec bouclier		Sans bouclier	
	Ménages	Entreprises	Ménages	Entreprises
Produits pétroliers, dont :	39,5	39,5	49,7	49,7
<i>carburant à la pompe</i>	33,8	33,8	46,4	46,4
Gaz	37,6	35,3	105,0	98,4
Électricité	4,7	5,1	36,9	38,6
Effet moyen	28,5	20,3	54,2	50,3

Ce livret a été réalisé par les étudiants de la promotion 2022-2023 du M2 MBFA de la Faculté des Sciences Economiques de l'Université de Toulon dans le cadre du cours de Monnaie, sous la supervision de Cécile Bastidon (responsable du cours).



Le titre « L'inflation temporaire » est inspiré de "The FED replays history: lessons in dealing with inflation", publié par Michael Bordo et Mickey Levy sur PolicyEd.