

La politique monétaire

Lionel Artige

HEC – Université de Liège

La politique monétaire d'hier et d'aujourd'hui

Hier

- Autrefois, les Etats battaient monnaie et les banques centrales dépendaient directement du pouvoir politique.
- Les banques centrales utilisaient des instruments autoritaires pour contrôler l'offre de monnaie : encadrement autoritaire du crédit.

Aujourd'hui

- Les banques centrales sont indépendantes du pouvoir politique.
- La politique monétaire prend la forme d'une régulation monétaire où les instruments utilisées par les banques centrales exercent une contrainte de liquidité sur le principal levier de la création monétaire : le crédit bancaire.

Les canaux de transmission de la politique monétaire

Les canaux de transmission réels

En modifiant la liquidité du marché, les banques centrales affectent le taux d'intérêt à court terme. Les variations du taux d'intérêt modifie toute une série de comportements économiques :

- Consommation et épargne
- L'investissement des entreprises et l'investissement des ménages (biens immobiliers)
- La compétitivité des entreprises par rapport à celle des entreprises étrangères
- La dette publique
- Le secteur bancaire

Les canaux de transmission de la politique monétaire

Les canaux de transmission monétaires

- A moyen et long terme, l'offre de monnaie a un effet sur le taux d'inflation : c'est la théorie quantitative de la monnaie.
- A court terme, on peut considérer qu'il existe une certaine rigidité des prix et notamment une rigidité des salaires nominaux. La politique monétaire, en manipulant le taux d'intérêt, peut affecter la production et l'emploi si les prix ne s'ajustent pas instantanément (cf. théorie keynésienne).
- La demande de monnaie dépend aussi du niveau des taux d'intérêt.

Les canaux de transmission de la politique monétaire

Neutralité de la monnaie ?

C'est le débat théorique essentiel en économie monétaire.

D'un point de vue pragmatique, toutes les banques centrales considèrent que la politique monétaire a des effets réels à court terme.

Les objectifs de la politique monétaire

La pluralité des objectifs possibles :

- La stabilité des prix
- La croissance économique et le plein emploi
- L'équilibre extérieur (équilibre des comptes de la balance des paiements)
- La stabilité du système financier

Les objectifs de la politique monétaire

Des objectifs difficilement compatibles :

- Les différents objectifs possibles sont tous souhaitables mais difficiles à atteindre ensemble et en même temps.
- Il faut donc choisir entre ces objectifs.
- Dans les années 60, l'objectif était plutôt la croissance économique. La politique monétaire était donc plus laxiste par rapport à l'objectif de stabilité des prix. Peu à peu, les taux d'inflation ont augmenté pour passer à deux chiffres à la fin des années 70.
- Au début des années 80, c'est l'objectif de stabilité des prix qui est devenu prioritaire pour un grand nombre de banques centrales.

Les objectifs de la Banque Centrale Européenne

- Objectif de la BCE : stabilité des prix

L'article 105 du traité de Maastricht stipule : « L'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté, tels que définis à l'article 2. ... »

- Qu'est-ce que la stabilité des prix ?

La BCE a défini cet objectif : c'est un taux d'inflation annuel inférieur à 2% et proche de la valeur de 2%.

Les outils de la politique monétaire

La BC n'a pas d'outils pour atteindre les objectifs possibles directement. Par conséquent, la BC doit choisir des buts atteignables qui ont un impact sur les objectifs finals de la politique monétaire. Ces buts atteignables sont des « cibles intermédiaires »

Cibles intermédiaires de la politique monétaire

Il n'y a pas de cibles intermédiaires *a priori*. Il faut seulement que ces cibles soient mesurables, sous le contrôle de la BC et ayant un impact sur les objectifs de la politique monétaire. Les deux cibles intermédiaires sont généralement :

- La croissance de la masse monétaire
- Le niveau des taux d'intérêt

Les outils de la politique monétaire

Ces deux cibles sont mesurables, liées aux objectifs finaux et sous le contrôle *partiel* de la BC.

Pourquoi partiel ?

- Parce que la BC ne contrôle pas directement la masse monétaire mais la base monétaire. On sait tout de même qu'il existe un lien entre la base monétaire et la masse monétaire.
- Parce que la BC ne contrôle que les taux d'intérêt à court terme. Or ce sont les taux longs qui importent pour les décisions d'investissement. On sait tout de même qu'il y a en général un lien entre les taux courts et les taux longs (cf. courbe des taux).

Les outils de la politique monétaire

Grâce aux deux cibles intermédiaires définies, la BC peut avoir une influence sur les objectifs possibles et notamment sur celui qui est l'objectif prioritaire aujourd'hui : la stabilité des prix.

Maintenant, il reste à la BC à intervenir sur le marché monétaire afin d'atteindre les cibles intermédiaires. Pour cela, elle dispose d'un arsenal opérationnel appelé « instruments de la politique monétaire ».

Les outils de la politique monétaire

Les instruments de la politique monétaires

- **Opérations d'open market** (taux de refinancement par appel d'offres dans la zone euro, le taux du marché des fonds fédéraux (Fed Funds) aux Etats-Unis)
- **Les taux des facilités permanentes** (débiteur ou créditeur) dans la zone euro, taux d'escompte (débiteur) aux Etats-Unis.
- **Le taux de change**
- **Le taux des réserves obligatoires**
- **La croissance de la base monétaire**

Quelle politique d'intervention de la Banque Centrale ?

Politique discrétionnaire ou poursuite d'une règle ?

- Politique discrétionnaire : politique monétaire ajustable et réajustable au gré des circonstances économiques et financières.
- Poursuite à long terme d'une règle fixe et transparente pour les agents économiques quelles que soient les circonstances économiques.

Quelle politique d'intervention de la Banque Centrale ?

Exemple de politique discrétionnaire ?

- Choc sur le prix du baril de pétrole :

Si le prix du baril de pétrole augmente sensiblement mais pour une raison particulière (guerre dans un pays producteur ...), la probabilité que la hausse des prix soit temporaire est assez élevée. A ce moment-là, on adapte la politique monétaire au contexte et on s'abstient de réagir sur le marché monétaire.

La Réserve Fédérale a plutôt la réputation de mener une politique discrétionnaire.

Quelle politique d'intervention de la Banque Centrale ?

La poursuite d'une règle :

L'autre politique d'intervention de la BC est la poursuite d'une règle annoncée à l'avance et à laquelle se tient la BC.

Par exemple, deux types de règle :

- **Ciblage monétaire**

La BC annonce aux agents économiques qu'elle interviendra sur le marché monétaire de telle sorte que la croissance monétaire ne dépasse pas $x\%$ par an. C'est le type de politique monétaire préconisée par Friedman et les monétaristes.

- **Ciblage d'inflation**

La BC annonce aux agents économiques qu'elle interviendra sur le marché monétaire de telle sorte que le taux d'inflation ne dépasse pas $x\%$ par an. C'est la politique monétaire de la BCE.

Quelle politique d'intervention de la Banque Centrale ?

Pourquoi la poursuite d'une règle :

- Politique monétaire peu interventionniste. Les monétaristes et surtout les nouveaux classiques considèrent la politique discrétionnaire comme source d'instabilité macroéconomique.
- Crédibilité. L'inflation est un phénomène où les anticipations des agents économiques joue un rôle très important. Par conséquent, on considère que si la BC se tient à une politique fixe, alors les anticipations des agents économiques se calqueront sur cette politique. La poursuite d'une règle permet donc à la BC d'acquérir une crédibilité auprès des agents économiques.

Or, dans une économie où la monnaie est dématérialisée, la confiance dans la monnaie repose sur la stabilité des prix et donc sur la crédibilité de la politique monétaire.

Quelle politique d'intervention dans les faits ?

Le choix annoncé d'une politique d'intervention de la BC peut toutefois être légèrement différent en pratique.

Normalement, si la BC fixe une règle, cela veut dire qu'elle va déterminer le taux d'intérêt en fonction des conditions économiques et de l'objectif poursuivi (stabilité des prix).

Comment dès lors utiliser le taux d'intérêt pour atteindre l'objectif du taux d'inflation souhaité ?

La règle de Taylor

John Taylor a répondu à cette question en testant une fonction de réaction de la BC appelée « règle de Taylor » :

$$i = i^* + a(\pi - \pi^*) - b(u - u_n)$$

- i est le niveau du taux d'intérêt nominal à CT qu'il faut fixer;
- i^* est le taux d'intérêt nominal visé et compatible avec le taux d'inflation souhaité π^* ;
- π est le taux d'inflation courant;
- u est le taux de chômage courant;
- u^* est le taux de chômage structurel.

Cette règle reflète plutôt bien la politique monétaire des 15-20 dernières années aux Etats-Unis et même en Allemagne.