

POLITIQUE MACROECONOMIQUE

Eléments de correction

TD n°5 : Les limites d'une politique monétaire expansionniste en économie ouverte.

Introduction

L'utilisation de la politique monétaire prend tout son sens à partir de la Première Guerre mondiale. La modification de la quantité de monnaie en circulation par les banques centrales joue un rôle prépondérant pour relancer l'activité économique par la demande. Toutefois, le débat sur la neutralité de la monnaie est relancé par la prise en considération du rôle des anticipations et de la rigidité des prix. Dans un contexte de mondialisation (financière et commerciale), l'efficacité d'une politique de relance monétaire pourrait être limitée aussi bien par des facteurs internes qu'externes. *Il s'agit alors de se demander si la pratique de la politique monétaire de relance se résume à des effets économiquement neutres, voire même négatifs pour les économies ouvertes. Quelles sont les marges de manœuvre de la BCE et la Fed pour relancer l'activité économique par l'instrument monétaire ?*

I. Une politique monétaire contrainte par les mécanismes internes et externes

Sur le plan théorique, la neutralité de la monnaie est souvent citée comme une référence du débat sur l'efficacité de relance par la politique monétaire, notamment dans la théorie quantitative de la monnaie et la théorie monétariste. De plus, la conduite de la politique monétaire de relance apparaît peu efficace dans un régime de change fixe.

A. Objectifs d'une politique monétaire expansionniste

Afin de comprendre l'impact d'une politique monétaire expansionniste sur l'activité économique, il est souvent préférable de mentionner la fameuse courbe ISLM. La politique monétaire de relance a pour objectif d'injecter la quantité de monnaie dans l'économie, *ces encaisses sont désirées par les agents économiques*, – les ménages, les entreprises, les administrations etc –. L'offre de monnaie est déterminée par la banque centrale et les banques commerciales par le fait que ces dernières déposent un montant de réserves auprès de la banque centrale, *en jouant sur les réserves, la banque centrale contrôle la quantité de monnaie*. Un autre instrument est la détermination du taux d'intérêt directeur, *en fixant à la hausse (la liquidité contrainte, des encaisses réduites, le niveau général des prix stabilisé) et à la baisse (relance de liquidité, des encaisses augmentées, l'investissement amélioré), les banques centrales contrôlent à la fois la monnaie et l'inflation*. Selon le modèle ISLM, le taux d'intérêt et le revenu sont en corrélation positive, l'efficacité de la politique monétaire expansionniste dépend de l'élasticité de la demande de monnaie au taux d'intérêt : si la courbe LM est verticale, la demande de monnaie est dite inélastique par rapport au taux d'intérêt, si elle est horizontale, l'élasticité est infinie (cas de trappe de liquidité). Pour ce dernier cas, *la politique monétaire (déplacement d'une courbe LM vers la gauche) est totalement inefficace car l'émission de monnaie n'entraîne aucune baisse du taux d'intérêt donc l'effet sur l'activité économique est nul*.

La relance de l'économie par la politique monétaire expansionniste est effectuée soit par un accroissement de l'offre de monnaie, soit par une baisse artificielle du taux d'intérêt (politique actuelle des banques centrales). L'impact d'un soutien monétaire s'explique à travers plusieurs effets : *l'effet de coût d'emprunt*, c'est-à-dire une baisse du taux d'intérêt induit une hausse de l'investissement privé,

la consommation des biens durables et la demande du logement etc. : *l'effet de richesses (par Keynes)* est le fait qu'une baisse du taux d'intérêt entraîne une hausse du cours des titres, ce qui incite les ménages à consommer plus. Cependant, ces effets doivent être à relativiser car d'une part *ils dépendent de l'élasticité de demande aux taux d'intérêt*, si l'injection de la monnaie et la réduction du taux d'intérêt ne provoquent que peu les dépenses, l'effet réel est minimisé, et d'autre part *ces mécanismes fonctionnent si toutes les ressources ne sont pas utilisées* (l'équilibre de plein emploi). Au contraire, si l'équilibre de plein emploi est atteint, la hausse de la demande doit se traduire par une contrainte de production et donc une hausse des salaires, donc l'inflation est prononcée.

B. Contraintes internes

Sur le plan théorique, le débat de la neutralité de la politique monétaire est constitué de la pensée keynésienne et des monétaristes. Selon Keynes, l'économie pourrait être stimulée par la relance de monnaie mais si on est dans *une situation de trappe de liquidité* (élasticité de demande de monnaie au taux d'intérêt est infinie), la hausse de l'offre de monnaie ne s'ensuit pas par une baisse du taux d'intérêt, dans ce cas, la politique budgétaire doit prendre le relais. C'est bien le cas du Japon des années 1997-2002 où la relance ne se traduit pas par une hausse de consommation mais par une désinflation.

Pour les monétaristes, *la politique monétaire de relance n'est efficace qu'à court terme parce qu'à long terme les anticipations joueront un rôle amortisseur de l'impact positif*. A court terme, les agents économiques sont victimes d'une *illusion monétaire*. Par exemple, les salaires nominaux (W) restent inchangés alors que le prix (P) commence à s'envoler, le salaire réel (W/P) se réduit à *court terme*, cela favorise une création d'emploi et une embauche importante, le chômage diminue. A *long terme*, les salaires nominaux s'ajustent au prix par une amélioration des anticipations, le salaire réel et l'emploi se trouvent au niveau initial, la somme des effets finaux est nulle, ce que l'on appelle *la neutralité de la politique monétaire de relance*. Par conséquent, on dit qu'en cas d'une politique monétaire de relance, l'absence d'anticipation inflationniste majore l'efficacité pour l'activité (l'emploi augmente) et limite les effets sur le prix (les salaires nominaux se stabilisent, donc le prix n'augmente pas).

D'où la *crédibilité* des autorités monétaires joue un rôle prépondérant dans la lutte contre l'inflation. Si l'annonce d'une politique monétaire de relance est peu crédible (plus particulièrement incapacité de contrôler l'inflation), la hausse des anticipations inflationnistes entraînera un accroissement des salaires et la montée de l'écart entre le taux court et le taux long (hausse d'une prime d'inflation) l'impact positif sur l'investissement se réduit par une montée du taux d'intérêt long. Notons que dans le cas d'une politique monétaire d'austérité (restrictive) la présence des anticipations rend efficace la relance : une baisse des anticipations inflationnistes, baisse des salaires, limite l'inflation et l'écart entre taux court et taux long se réduit.

En définitive, *le dilemme pour les autorités monétaires est la hausse des prix et la croissance économique*. L'inflation s'associe généralement aux effets à long terme mais la croissance joue pleinement à court terme. Les banques centrales jouent alors sur les facteurs déterminants de l'inflation à l'horizon à long terme par l'intermédiaire d'un taux d'intérêt etc. Ces deux effets dominants *dépendent de l'élasticité de l'offre globale*. La relance provoque une hausse de revenu et la consommation tant que la demande des biens est satisfaite par l'offre. A l'inverse, si l'offre est contrainte, la demande n'est pas satisfaite, le niveau des prix tend à augmenter étant donné la quantité limitée de biens. Ce qu'on appelle l'effet d'encaisses réelles, inventé par Pigou et Patakin : les agents consomment le surplus d'encaisses après avoir diversifié leurs actifs monétaires et financiers, ce

surplus entraîne une hausse des prix. L'inflation s'accélère si l'économie se situe à l'état d'équilibre à plein emploi. L'inflation des années 70 a été éliminée par une politique monétaire restrictive (doc1 p70)

Selon le modèle Interlink de l'OCDE (cabannes p.66), en change fixe, une baisse d'un point des taux à court terme entraîne au bout de cinq ans un surplus de 0,5 point de croissance et de 0,7 point d'inflation, la sensibilité du PIB est forte au Japon et faible en France et en Allemagne. Bien évidemment, la réduction du taux d'intérêt par la politique de relance a plus d'impact positif que l'investissement que sur la consommation.

C. Contraintes externes

L'arbitrage entre objectifs internes et externes d'une politique monétaire de relance a évolué en fonction de l'ouverture. Durant des années 50, l'interdépendance limitée conduit la politique monétaire à son objectif interne de croissance alors que pendant les années 60, l'ouverture économique réduit l'impact de la politique expansionniste dans un régime de change fixe. A partir des années 1970, le régime de change flottant est généralement adopté. Par conséquent, la politique monétaire est asservie au soutien du taux de change (Royaume-Unis pour la livre et RFA pour le contrôle des flux capitaux).

Souvent mentionné dans le modèle ISLM en économie ouverte, *la politique de relance en change flottant est plus efficace qu'en change fixe*. En fait, le mécanisme est simple : en change flottant (aucune intervention des autorités monétaires, ni vente ni achat des devises), l'injection de quantité monétaire vise à accroître *la demande* et à réduire le *taux d'intérêt*, cela mène à modifier l'équilibre de la balance de paiement. S'agissant de la balance des capitaux, si les capitaux sont supposés mobiles (ce qui est le cas de l'état actuel), la sortie des capitaux à la suite d'une baisse du taux d'intérêt (car les investisseurs sont moins incités à acheter les titres, c'est moins rentable) entraîne *une dépréciation* du taux de change. La baisse du taux de change (**sans intervention des autorités monétaires**) affecte positivement sur la balance commerciale par une hausse des exportations et une baisse des importations. Au total, on s'attend à une amélioration de la balance de paiement, donc la croissance économique. Le taux de change continue à augmenter jusqu'à ce que le taux d'intérêt retrouve son niveau initial. A ce moment là, le taux d'intérêt revient au niveau initial, le revenu augmente, *le bilan total est généralement positif. Toutefois, le risque d'inflation importée (le pays paie plus cher les importations) réduit probablement la production nationale, et donc le revenu*. Ainsi, selon le modèle d'Interlink, une baisse d'un point du taux d'intérêt entraîne une baisse d'un demi-point du taux de change en France, en Allemagne et au Japon et d'un point aux USA durant les années 1980 (cabannes p69).

En change fixe, les banques centrales interviennent au moment d'une baisse du taux de change afin de rétablir son niveau initial. Etant donné une fuite devant la monnaie nationale, les banques centrales sont amenées à acheter la monnaie nationale en vendant leurs réserves. Or, les réserves en devise et la masse monétaire sont liées : une baisse des réserves provoque également une diminution de la masse monétaire, donc la quantité de monnaie en circulation. *La politique d'un soutien monétaire est inefficace puisque la quantité monétaire revient à son niveau initial* (voir ISLM). Ce phénomène est constaté au cours des années 1960, notamment en RFA. Malgré son inefficacité, la politique monétaire en change fixe empêche une inflation importée.

Suite à la stagflation des années 1970 (faible croissance, chômage accru et notamment l'inflation persistente), les grands pays industrialisés vont faire de la lutte contre l'inflation une priorité (sommet du G7 de Tokyo 1979) : la stabilité des prix est censée créer le meilleur environnement pour

la croissance et l'emploi. Depuis, la politique monétaire a pour principal objectif la stabilité des prix. *Cette approche est inspirée des monétaristes qui attribuent un seul rôle à la politique monétaire : stabilité des prix, alors que l'inspiration keynésienne est qu'elle soutient la demande et la croissance.* Cela conduit à un débat croissant actuel du rôle de deux grandes institutions, la BCE et la Fed, en matière de relance de l'activité économique.

II. Différentes approches des politiques monétaires actuelles

A. ...Stabilité des prix à la BCE, croissance et emploi à la Fed

La BCE, qui fonctionne à partir de juillet 1998, a pour principal objectif la stabilité des prix, objectif qu'elle a elle-même chiffré en visant un taux d'inflation « en dessous et proche de 2 % en glissement annuel à moyen terme » (doc2 p1). L'objectif est respecté (graphique 1 doc 2 p1). La Fed a des objectifs finals plus larges : le plein emploi, la stabilité des prix et la modération des taux d'intérêt à long terme. *Donc la préoccupation principale de la Fed est non seulement la stabilité des prix mais elle doit assurer la croissance de l'emploi (approche keynésienne de la demande)* alors que la BCE est censée concourir à la bonne marche de l'économie réelle (croissance, emploi...) à condition que la stabilité des prix soit garantie. La stabilité des prix ne signifie pas l'inflation zéro mais une inflation basse et non cumulative. Le seuil de tolérance de la Fed reste en dessus de celui de la BCE. En général, si les banques centrales sont *crédibles*, l'annonce d'un objectif d'inflation de x % doit permettre aux employés de négocier le niveau de salaires sur cette base d'inflation, les épargnants voient leurs rendements réels garantis, la prévision de la production est bonne. Le monétarisme n'est plus ce qu'il a été dans les années 60-70, la liaison entre la croissance de quantité de monnaie et l'inflation est encore moins prévisible qu'avant. La BCE et la Fed pratiquent alors une politique de régulation par les taux d'intérêt. Une banque centrale doit, avant tout, se préoccuper de la stabilité des prix. Mais elle doit aussi veiller à l'intégralité du système bancaire et financier, autrement dit à la stabilité financière. La globalisation financière modifie la configuration du système financier du pays et amène souvent à une hausse du taux d'intérêt (l'impact dans le td suivant) pour combattre l'inflation et pour régulariser le système financier au détriment de l'investissement privé.

B. Les stratégies de la BCE restent contestables

Le débat actuel concerne la ligne de conduite de la BCE en matière de politique monétaire et de change. L'instrument de la politique monétaire est-il réellement au service de l'activité économique ou de la régulation financière? *La BCE semble guidée par une vision monétariste en adoptant une stratégie centrée sur la stabilité des prix mais elle reste passive lorsque la croissance et l'emploi seront en danger.*

La politique monétaire, tenue par la BCE, a un rôle pro-cyclique que contra-cyclique. La BCE agit vite quand la croissance se porte bien ou lorsque la reprise économique paraît en bonne santé. En 1999-2000, elle a doublé ses taux d'intérêt en l'espace d'un an ; mais lorsque l'économie s'est dégradée en 2001, puis en novembre 2003, la BCE s'est montrée réticente à réagir et il a fallu attendre plusieurs trimestres pour qu'elle baisse ses taux.

Lorsque l'euro chute sur les marchés de changes, la BCE n'hésite pas à effectuer des interventions en redonnant du tonus à cette monnaie à travers la vente de ses réserves en dollars. Toutefois, lorsque l'euro s'apprécie, aucune action n'est prononcée.

Enfin, la politique monétaire de la BCE qui se focalise uniquement sur un objectif d'inflation porte préjudice à la croissance à court terme du cycle économique, mais aussi à long terme de

l'économie : si le secteur des entreprises s'aperçoit que le régime de politique monétaire est conçu de manière à maintenir la demande globale en dessous de l'utilisation totale des capacités, l'incitation à investir restera faible.

Conclusion

Dans un contexte de l'ouverture économique, la politique monétaire de relance reste modeste et contrainte, la lutte contre l'inflation s'est souvent imposée au détriment des autres finalités, en particulier le soutien de la croissance. Cette évolution résulte de la remise en cause d'une telle politique aussi bien par les monétaristes que Keynes. En ce qui concerne le moyen des interventions, il se résume progressivement à la régulation par les taux d'intérêt parce que d'une part, le contrôle de la quantité de monnaie devient inefficace compte tenu de la mutation financière actuelle (sans contrainte de liquidité) et d'autre part, la profondeur des flux entrant et sortant favorise le rôle du taux d'intérêt. Concernant la BCE, conductrice de la politique monétaire, son rôle est vivement critiqué. La conduite de sa politique est probablement redéfinie en prenant en compte les spécificités économiques des pays membres.