

## POLITIQUE MACROECONOMIQUE

*Eléments de correction*

**TD n°6 : Quel est l'impact d'une hausse du taux d'intérêt ? Situation actuelle et perspective de la politique monétaire de la BCE**

---

**Introduction**

La formation des taux d'intérêt dans le fonctionnement réel des activités économiques prend son sens à partir du constat de Keynes dans la théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie. Le poids des taux d'intérêt dans l'activité économique est considérable notamment dans un univers de globalisation financière auquel les autorités monétaires portent toute leur attention. La politique monétaire par le contrôle du taux d'intérêt a pour principal objectif de lutter contre l'inflation qui est considérée nuisible à la croissance et l'activité économique en générale. Le choix d'une politique monétaire n'est pas facile lorsque la tension inflationniste est omniprésente et la hausse du taux d'intérêt induit une croissance faible. *Il est intéressant de savoir si cette hausse, bien qu'elle mène à une stabilité des prix, conduit à une situation peu favorable à l'économie.*

I. Place du taux d'intérêt dans la politique monétaire

Tout comme d'autres variables économiques, le taux d'intérêt joue son rôle d'ajustement entre l'épargne et l'investissement. Or, ce n'est qu'à partir des années 30 que Keynes introduit l'importance relative de ce dernier sur le fonctionnement de l'activité économique.

A. Introduction du débat théorique du taux d'intérêt

Selon la théorie quantitative de la monnaie, l'efficacité de la politique monétaire expansionniste est restreinte dès lors que la nouvelle émission de la monnaie entraîne une hausse des prix, les agents consomment ce surplus d'encaisses, la demande est excédentaire et le prix augmente. La monnaie n'est qu'un moyen de transaction. *Le taux d'intérêt provient du niveau d'investissement que la communauté désire et de l'offre d'épargne exprimant la capacité de cette même communauté de renoncer à une consommation immédiate (issu alors d'une rationalité ou d'une décision des agents économique).*

Selon la lecture de Keynes, ce dernier n'est plus qu'une simple variable mais il est aussi le prix de la monnaie. En fait, dans un environnement incertain, la monnaie est désirée pour elle-même. *Pour répondre à l'incertitude, les agents sont amenés à détenir la quantité de la monnaie pour une réserve de richesse.* L'importance de la monnaie découle essentiellement du fait qu'elle constitue un lien entre le présent et futur. *A un motif de transaction, s'ajoute un motif de spéculation selon lequel la détention de la liquidité est préférable pour tirer du profit d' « une prime de liquidité ».* *Cette prime de liquidité est, selon Keynes, assimilée au taux d'intérêt.* Désormais, le taux d'intérêt est le prix de cette liquidité. A partir de ce constat, Keynes a introduit une notion du taux d'intérêt dans l'économie réelle. Quand l'incertitude règne, la préférence sur la liquidité augmente d'autant, entraînant avec elle une hausse du taux d'intérêt. La question est de savoir ce qui va se passer si les agents économiques sont pessimistes (en détenant une grande partie de la monnaie), là on est en pleine actualité.

Il existe une relation inverse entre le taux d'intérêt et le prix des titres à revenu fixe (obligations etc.). Si le taux d'intérêt est élevé, le prix des titres est faible. Les agents économiques anticipent que ce prix va jouer à la hausse, ils achètent alors les titres afin de réaliser plus tard une plus-value. Leur épargne est sous forme de titres, la demande de spéculation est faible. *Par conséquent, la demande de monnaie pour motif de spéculation est une fonction décroissante du niveau du taux d'intérêt.* Le taux d'intérêt est alors une variable qui assure une liaison entre la sphère monétaire et réelle : il conduit à l'équilibre entre la demande et l'offre de monnaie, son niveau influence l'investissement (variable réelle). Cet investissement dépend positivement de l'écart entre le taux d'intérêt et l'efficacité marginale du capital.

## B. Politique monétaire par le contrôle du taux d'intérêt

Sur le plan pratique, l'injection de la monnaie est effectuée par l'initiative de la Banque Centrale. Cette dernière détient un pouvoir de création monétaire (billets ou monnaie scripturale). Les banques commerciales sont limitées par cette création. Par conséquent, la Banque Centrale peut agir sur le processus de création de monnaie en jouant notamment sur le coût que devront supporter les banques commerciales pour obtenir la monnaie centrale nécessaire afin de faire face aux fuites liées à leur activité de crédit (demande de billets de la part des clients ou réserves obligatoires auprès de la Banque centrale). Les taux directeurs sont les taux d'appel d'offre et des prises en pension. Le processus de ces premiers provient de l'initiative de la Banque centrale qui propose le prix que les banques commerciales sont disposées à payer. Celles qui ont un taux proposé situé en dessous du taux fixé par la BC seront accordées pour leur crédit. *Il s'agit d'un taux plancher du marché.* Les taux de prise en pension de 5 à 10 jours résultent d'une procédure ouverte en permanence ; les établissements de crédit pouvaient y avoir recours chaque fois qu'ils le souhaitaient à condition de disposer des titres requis. *Le taux de prise de pension constitue un taux plafond du marché.*

La logique du comportement de la Banque centrale sur le marché monétaire passe par un contrôle du taux directeur : une hausse des taux directeurs entraîne une hausse du coût d'obtention de la monnaie centrale, les banques commerciales limitent leur activité de crédit, la masse monétaire est limitée. Il s'agit alors d'une politique monétaire restrictive. Cette hausse du coût d'emprunt pour les entreprises va décourager l'investissement. *Elle va alourdir la charge des intérêts que devront supporter les ménages emprunteurs, ce qui réduit donc leur revenu disponible pour la consommation (à un niveau d'épargne inchangé).* *La consommation des biens durables et des biens immobiliers se voit à la baisse car le coût du crédit est élevé. Ces effets s'en suivent par un ralentissement de l'emploi et du revenu.* L'impact sur l'activité réelle est net, c'est bien la logique de Keynes ! Toutefois, *l'effet réel dépend de l'élasticité de demande de monnaie aux taux d'intérêt et de la production aux taux d'intérêt.* Le resserrement des politiques monétaires contribue à la récession dans les pays anglo-saxons et au Japon. En Europe, le facteur déterminant de la récession des années 80 est la hausse des taux d'intérêt.

*Le cœur de l'action monétaire est la régulation par les taux d'intérêt.* Celui-ci concerne plusieurs pays, notamment les Etats-Unis depuis 1983, le marché est équilibré par les liquidités offertes par la Banque centrale. En France, la régulation par les taux s'est substituée à l'encadrement du crédit (1987). Les mutations financières ont contribué à accroître l'efficacité de la politique monétaire par les taux en augmentant le rôle des taux d'intérêt : la possibilité des substitutions entre actifs. Ainsi une variation du taux interbancaire peut se transmettre plus facilement non seulement au coût de crédits bancaires mais également aux divers taux d'intérêt des titres. La marge de manœuvre est grande.

Dans les échanges avec l'extérieur, la balance du paiement est fonction croissante de l'écart entre le taux d'intérêt national et étranger. L'élévation du taux d'intérêt national (par la politique budgétaire expansionniste ou par la politique monétaire du taux d'intérêt) attire les capitaux étrangers afin de profiter de ce surplus de ce prix d'allocation.

## II. Taux d'intérêt comme un moyen de lutter contre l'inflation

### A. Politique monétaire restrictive pour la stabilité des prix

Une conception classique de la monnaie pousse la politique monétaire à assurer la stabilité des prix. La stabilité des prix est recherchée pour plusieurs raisons : l'inflation pénalise les détentions de revenu fixe, les prêteurs, facteur de perte de compétitivité, l'investissement et l'emploi. Un pays plus inflationniste qu'un autre doit voir sa monnaie être dévalué ou déprécié.

A court terme, la variation du taux directeur influencerait les prix à travers *les anticipations de l'impact des taux d'intérêt sur l'activité économique*. La Banque jugerait de ces anticipations à partir d'une large gamme d'indicateurs des perspectives d'évaluation des prix et des risques pour la stabilité de prix et de coût. L'ancrage nominal des anticipations d'inflation à long terme est assuré, quant à lui, à travers *l'affichage d'une valeur de référence à l'agrégat monétaire M3* (progression annuelle de +4,5%) (Blancheton p.95).

La règle de Taylor permet de déterminer le taux d'intérêt : elle prend en compte des déviations du taux d'inflation par rapport à son objectif mais aussi aux déviations de la production par rapport à son niveau potentiel.  $i = r^* + \pi + 0.5(\pi - \pi^*) + 0.5y$  'i = le taux d'intérêt nominal,  $\pi$  le taux d'inflation,  $\pi^*$  le cible d'inflation des autorités monétaires, y l'écart de production,  $r^*$  le taux d'intérêt réel d'équilibre de long terme qui lie la croissance de production à son niveau potentiel. En principe, la BCE et la Fed arrivent à maintenir ce niveau non éloigné de la règle de Taylor.

### B. La BCE et la Fed : conduite de la politique monétaire dans un environnement incertain

La tension inflationniste et la crise des crédits immobiliers aux Etats-Unis mènent deux Banques Centrales BCE et Fed à réviser leur politique monétaire pour une hausse ou une baisse du taux d'intérêt. La crise immobilière conduit à une légère baisse du taux des Fed (17 août, son taux d'escompte a baissé de 6,25% à 5,25 %) (doc 3 p2). Certains éléments conduisent à croire en une baisse des taux prochainement aux USA (1) les indicateurs d'inflation modéré, (2) le signe positif du marché du travail, (3) la règle de Taylor suggère que la politique monétaire n'est plus accommodante.

Dans la zone euro, le débat d'une hausse des taux directeurs est très vif mais la BCE a déclaré un maintien des taux directeurs à 4 %, ce qui stabilise le taux de change de l'euro contre le dollar la semaine dernière. La difficulté d'application d'une politique favorable à la croissance est la présence permanente de l'inflation aux USA, le durcissement des critères de crédits pèse sur le croissance et notamment le secteur du logement. Le 9 août, la BCE a injecté 95 milliards d'euro et 61 milliards le lendemain alors que la Fed injectait 24 et 38 milliards de dollars afin de ramener le taux d'intérêt à 5,25 % (doc3 p2).

Du côté de la BCE, le resserrement monétaire a été clairement annoncé. Les tensions inflationnistes demeurent principalement concentrées, d'une part, sur les prix du pétrole, et d'autre part, l'explosion du crédit aux sociétés non financières (+ 13,6 en juillet en glissement annuel contre +13,3 % en juin) (doc 5 p13). Plusieurs raisons incitent la BCE à réduire son taux : le ralentissement économique dans la zone euro, le resserrement général des conditions financières,

les pressions de la Fed ainsi que celles du dollar faible. Au final, ces éléments devraient pousser la BCE à mettre fin à son serrement monétaire.