

Politiques macroéconomiques
Licence I – AES 2008-2009
Université Montesquieu-Bordeaux IV

TD n°3 Modèle ISLM

Question 1

La France applique actuellement une politique budgétaire relativement restrictive (baisse ou contraction des dépenses publiques et arrêt de la baisse des impôts). Quel impact prévisible au niveau de la croissance économique et de l'emploi ?

Modèle IS-LM en économie ouverte : la politique budgétaire restrictive a pour l'objectif principal de la rigueur des dépenses publiques (norme d'équilibre budgétaire) qui accompagne une baisse des revenus sociaux, des emplois publics, et l'arrêt de la baisse des impôts afin de retrouver l'équilibre budgétaire à moyen terme et la baisse de l'endettement à plus long terme. Théoriquement, une baisse des dépenses publiques se traduit par une baisse de la demande interne (effet multiplicateur) qui se répercute sur l'offre. La baisse de la demande se traduit ensuite par la baisse des prix (contrôle de l'inflation), l'équilibre budgétaire est atteint par l'entrée des recettes et le moindre de dépenses. La demande de monnaie pour le motif de transaction diminue, ce qui provoque une baisse du taux d'intérêt, favorisant ainsi l'investissement, tout en sachant que l'effet de revenu a lieu avant l'effet de la baisse du taux d'intérêt !

L'effet de la baisse des prix et de la demande intérieure favorise les exportations (des biens exportés deviennent moins cher, favorisé par la baisse des prix = PPA) et limite les importations (à cause de la baisse de la demande intérieure). Ces effets doivent être relativisés car ils dépendent également de l'élasticité-prix des exportations et de l'élasticité-demande des importations. *En change flexible*, si l'on raisonne dans le cas de la parfaite mobilité de capitaux, la monnaie nationale s'apprécie suite à l'excédent commercial (+BC). Toutefois, l'entrée de capitaux pourrait être limitée à cause du taux d'intérêt faible et de la délocalisation (forte fiscalité) (-BK). *En change fixe*, la Banque centrale est amenée à vendre la monnaie nationale pour rétablir le taux de change. L'équilibre commercial est rétabli, mais la sortie de capitaux pourrait provoquer un déficit de la balance de paiement à cause du faible taux d'intérêt, accentué par la hausse de la masse monétaire (+ réserve de change, + masse monétaire)

Cas de la France : Pour ou contre la politique budgétaire restrictive ? Tel est le débat actuel dans un contexte économique particulièrement difficile. Dans la possibilité d'appliquer cette politique, on s'intéresse au moyen de mise en œuvre qui pourrait être aussi bien la baisse des dépenses publiques que l'arrêt de la baisse de la fiscalité. Certes, l'objectif est de réduire la dette publique mais elle pourrait pénaliser la croissance française à moyen terme. La croissance française est essentiellement basée sur le dynamisme de la consommation des ménages et de l'investissement. Lorsque les dépenses publiques sont révisées à la baisse, les revenus des ménages sont aussi à la baisse et donc la demande. Le côté d'offre peut prendre le relais. Les entreprises investissent davantage avec un crédit moins cher, bien que la crise actuelle renforce le resserrement des crédits. Cependant, la pression fiscale pèse lourdement sur les coûts de production, risque alors de la délocalisation des entreprises françaises. La situation de l'emploi pourrait se dégrader suite à la contraction de la demande. Mais le retournement est à prévoir lorsque l'inflation reste stable et le pouvoir d'achat s'améliore grâce à l'évolution des prix contrôlés. *Situation extérieure* : en change quasi flexible, les échanges s'améliorent grâce à la faible demande intérieure (- d'importations) et aux produits exportés moins chers (+ d'exportations), ce qui favorise une amélioration de la balance commerciale et contribue à l'appréciation de l'euro (pas de variation des réserves de change). À court terme, ceci dépend également du degré de la mobilité de capitaux : puisque le taux d'intérêt est faible dans la zone euro, on s'attend à ce que les capitaux sortent de la zone euro (les investissements par l'achat des titres deviennent moins rentables lors d'un faible taux d'intérêt). Dans le court terme, cette seconde explication semble réaliste compte tenu de la dépréciation actuelle de l'euro par rapport au dollar. La politique budgétaire restrictive est alors moins

efficace en change flexible : moins de demande intérieure, baisse de revenus, dégradation de l'emploi, mais l'amélioration de la balance commerciale.

Le résultat serait-il-identique si la France était en régime de changes fixes ?

En change fixe : le résultat doit être différent lors d'une politique de change fixe. Le rétablissement du taux de change par la vente de la monnaie, les réserves de change augmentent, ainsi que la masse monétaire (et une baisse davantage du taux d'intérêt). On assiste alors à un déplacement simultané de la courbe IS-LM : forte baisse du taux d'intérêt (sortie de capitaux = dépréciation de l'euro = favoriser les exportations), le niveau de revenu se trouve au point de départ. En termes de croissance et d'emploi, cette politique est peu efficace mais la baisse du taux d'intérêt permet à l'Etat de réduire ses services de la dette et de rendre la dette plus soutenable.

Question 2

Les États-Unis connaissent de manière chronique des « déficits jumeaux ». Quelle politique conjoncturelle leur conseillez-vous pour réduire ces déficits simultanément ? Si cela induit un effet dépressif sur l'activité, quel serait l'instrument de régulation conjoncturelle à privilégier pour l'atténuer ? La réduction du déficit commercial américain permettrait de renforcer la tendance actuelle de la dépréciation de l'euro ?

Les déficits jumeaux américains se caractérisent par le déficit de la balance de paiement et le déficit budgétaire. La politique conjoncturelle recommandée est la politique budgétaire restrictive, combinée à la politique monétaire accommodante (*policy mix*). En effet, les problèmes structurels de l'économie américaine résultent de la forte demande intérieure, peu d'épargne et moins d'exportations. Pour contrer ces déficits, il semble nécessaire de réduire les dépenses publiques pour réduire l'endettement à long terme et d'améliorer la balance commerciale. Comme dans la première question, la baisse des dépenses publiques provoque une baisse des revenus (premier effet) et une baisse du taux d'intérêt (second effet) en raison de l'effet multiplicateur et de la baisse de la demande de monnaie de transaction. On observe alors un déplacement de la courbe IS vers la gauche et la courbe LM reste inchangée. Cette baisse de la demande intérieure génère ensuite la baisse de l'inflation. La balance commerciale devrait s'améliorer grâce à la faible demande interne et à la baisse des prix (sous-évaluation du taux de change). Bien que la dette tend à diminuer grâce à la réduction des dépenses et au taux d'intérêt bas, cette politique a un effet dépressif sur la consommation (baisse des revenus, donc investissement), la croissance et l'emploi.

Pour rétablir la demande intérieure, la politique monétaire accommodante est nécessaire. Elle se traduit par une baisse des réserves obligatoires ou une baisse du taux d'intérêt. La hausse des liquidités permet aux entreprises américaines d'investir davantage, ce qui induit une amélioration de l'emploi et la hausse de la demande. La courbe LM se déplace vers la droite, le niveau de revenu se trouve au point initial et le taux d'intérêt continue à baisser. Dans un change flexible et la parfaite mobilité de capitaux, la sortie de capitaux provoquera une dépréciation du dollar. La balance commerciale s'améliore suite à la dépréciation du dollar. Toutefois, il existe un fort risque de la hausse de l'inflation suite à la surchauffe de l'économie (forte demande) et à la baisse du taux d'intérêt. La relance monétaire est souvent observée au cours de ces années, ce qui traduit par une baisse du taux directeur de la FED, mais la politique budgétaire restrictive semble être difficilement mise en œuvre compte tenu de la situation actuelle : menace de la récession.

Au total, en change flexible et avec la parfaite mobilité de capitaux, la politique de relance partielle (budgétaire restrictive et monétaire accommodante) vise à réduire le déficit budgétaire (baisse des dépenses + baisse du taux d'intérêt) et à rétablir l'équilibre extérieur (excédent de la balance commerciale mais déficit de la balance de capitaux).

La réduction du déficit commercial américain permettrait de renforcer la tendance actuelle de la dépréciation de l'euro ?

L'amélioration de la balance commerciale américaine résulte essentiellement de la faible demande intérieure en période de crise et de la forte dépréciation du dollar par rapport à l'euro durant ces dernières années. Depuis quelques semaines, on assiste à une baisse consécutive de la monnaie unique lors de la crise financière, en particulier en raison d'une baisse du taux d'intérêt dans la zone euro. De 2006 à 2007, le déficit commercial américain se réduit progressivement grâce aux efforts des exportations. Combiné à la baisse du taux d'intérêt et la crise financière générée dans la zone euro, la hausse des exportations des États-Unis contribue effectivement à modifier la valeur de change à travers les échanges commerciaux. L'excédent de la balance commerciale est l'un des « fondamentaux » avec lesquels le cours de change à long terme s'évalue. Les fortes exportations américaines s'ensuivent par la conversion massive en monnaie nationale (dollar), ce qui provoque une appréciation actuelle. Toutefois, cela doit être contrebalancé par une importante sortie de capitaux dès lors que le différentiel des taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro suit une tendance à la baisse. L'investissement dans la zone euro reste relativement attractif en termes de rendements de capitaux investi. En période de crise, puisque le dollar joue un rôle de monnaie de réserves contrairement à l'euro qui se sert comme une monnaie de transaction, plusieurs pays (notamment en Asie et l'Amérique du sud) tentent de se réfugier vers le dollar.

Question 3

La politique monétaire actuelle de la BCE est liée à un objectif désinflationniste. Que se passerait-il au niveau de l'emploi et de l'euro pour la zone euro, et pour la France, si elle décidait d'appliquer une politique monétaire expansionniste ?

L'objectif de la BCE est de contrôler l'inflation au niveau inférieur à 2% de la moyenne annuelle. Tout effort repose alors sur cet objectif unique mais discutable. Le renseignement du IS-LM sur la politique monétaire restrictive montre que la courbe LM se déplace vers la gauche, la courbe IS étant inchangée. Cette mesure se traduit par un maintien du taux directeur de la BCE à un niveau relativement haut (autour de 4% en 2007 et 3,75% en octobre 2008). Le coût des crédits est relativement élevé, ce qui décourage l'investissement, ainsi que la création de l'emploi. La lecture de la courbe indique que la croissance diminue suite à la baisse de la demande financée par emprunts (crédits immobilier ou consommation par crédit). Par conséquent, l'inflation est ralentie grâce à la baisse de la création monétaire. La logique monétariste de la politique monétaire restrictive réside dans le fait que l'inflation est nuisible à la croissance, en particulier par le côté d'offre du marché (coûts de production et pouvoir d'achat). Selon ce courant de pensée (Friedman et Lucas), la politique monétaire expansionniste est inefficace, entraînant une hausse des prix sans stimuler la croissance. Le rôle de la banque centrale est alors d'assurer la stabilité des prix tout en ayant indépendant des décisions de l'Etat afin d'éviter les problèmes liés à la crédibilité du gouvernement et des anticipations rationnelles des agents.

L'incitation à l'investissement et à la production est fonction des prix des matières premières et des coûts de production. L'effet est récessif notamment en ce qui concerne l'effet d'éviction pour l'investissement par emprunts, le niveau d'emploi reste relativement bas et si le pouvoir d'achat ne s'améliore pas à la suite de la baisse de l'inflation, le risque de récession est important.

Le taux d'intérêt élevé attire les capitaux étrangers puisque les rendements aux capitaux (titres financiers) sont relativement intéressants comparativement aux pays où le taux d'intérêt faible (comme la Chine et le Japon où l'épargne est importante). L'entrée de capitaux provoque une appréciation de monnaie comme c'est le cas de l'euro durant ces dernières années. Ce différentiel de taux est d'autant plus attirant que l'euro s'apprécie davantage. Le rendement est important et la valeur des titres en monnaie nationale est élevée (parce qu'elle s'apprécie par rapport aux autres).

Toutefois, l'appréciation de l'euro réduit la compétitivité-prix des exportations, notamment en France où les produits exportés sont particulièrement sensibles aux variations des prix. La balance

commerciale se détériore lors que les produits exportés deviennent de plus en plus cher. Cependant, l'effet de la baisse de l'inflation peut contrebalancer cet effet négatif (= sous-évaluation de l'euro).

Si elle décidait d'appliquer une politique monétaire expansionniste ?

Depuis l'entrée de la crise financière, la BCE tente de baisser son taux directeur (près de 0,50 point en octobre 2008) mais ce dernier reste relativement élevé en comparaison avec d'autres pays. La politique monétaire expansionniste correspond à une baisse du taux d'intérêt ou à une baisse des réserves obligatoires. Le déplacement de LM vers la droite provoque une baisse du taux d'intérêt (premier effet) et une hausse des revenus (second effet). En effet, la demande est stimulée par la facilité des crédits (immobiliers ou consommation), ainsi que l'investissement avec des crédits à taux bas. La situation de l'emploi s'améliore. Toutefois, l'inflation risque d'augmenter en raison d'une hausse de la quantité de monnaie en circulation (demande de monnaie de transaction), la hausse de la demande intérieure se traduit par une hausse des prix si l'offre ne parvient pas à répondre à cette demande à court terme.

La baisse du taux d'intérêt génère une sortie de capitaux, ce qui implique une dépréciation de l'euro, favorisant ainsi les exportations. Par contre, si l'inflation est beaucoup trop importante, le taux de change réel pourrait devenir surévalué.

L'impact serait-il identique si le SME était encore appliqué ?

Le système monétaire européen créé en 1979 vise à stabiliser les taux de change des pays membres par l'achat ou la vente des devises. Ce système de change quasi fixe a une conséquence différente de celui du change flexible. Si la politique monétaire expansionniste s'applique, la sortie de capitaux provoque une dépréciation de la monnaie nationale. La banque centrale est amenée à vendre les devises. La balance commerciale se trouve au point initial. Les réserves diminuent, la masse monétaire diminue également. La liquidité est progressivement limitée, ce qui pousse le taux d'intérêt à la hausse jusqu'au niveau initial (la courbe LM retrouve son niveau initial). La politique monétaire expansionniste en change fixe est alors inefficace. La politique monétaire restrictive entraîne une hausse du taux d'intérêt, donc une entrée de capitaux et l'appréciation de la monnaie. La banque centrale tente d'acheter les devises, ce qui induit une hausse de la masse monétaire, poussant ainsi le taux d'intérêt à la baisse. La politique monétaire restrictive est totalement inefficace.

Quelles sont les limites du modèle Mundelle-Fleming

- L'hypothèse des prix fixes : le modèle suppose qu'à court terme, il existe une rigidité des prix et des salaires. La forte fluctuation des prix pourrait rendre inefficace de la politique budgétaire (voir l'analyse monétariste et les nouveaux classiques).
- Hypothèses naïves sur les anticipations : le rôle des anticipations n'est pas rigoureusement pris en compte dans ce modèle, notamment les anticipations des prix, du taux d'intérêt et du taux de change (voire le modèle de Dornbusch).
- Représentation simpliste de l'équilibre extérieur : accent sur le court terme => faire le lien avec l'équilibre intertemporel.