

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

**Politique monétaire**

**Les canaux de transmission de la politique monétaire**

*Élément de correction*

**Amorce** : L'impact de la politique monétaire sur l'économie dépend de l'efficacité des canaux de transmission de cette dernière. La baisse du taux d'intérêt doit s'accompagner d'une reprise des activités économiques, de la croissance et de l'emploi alors que la hausse de ce dernier doit répondre à l'objectif final fixé, c'est-à-dire le contrôle de l'inflation ou la stabilité des prix. Les canaux de transmission dans la zone euro sont moins efficaces qu'ailleurs.

**Problématique** : la question est de savoir quels sont les canaux de transmission dans la zone euro et aux États-Unis, leur efficacité et leur contrainte. Pour atteindre l'objectif final, quels sont les instruments préconisés et quel est leur impact sur l'économie réelle ?

**Annnonce du plan** : en règle générale, le contrôle des objectifs intermédiaires et la mise en place des instruments de la politique monétaire auront pour vocation d'atteindre les objectifs finaux à travers les canaux de transmission (I), la typologie des canaux de transmission varie selon les pays (A) et les contraintes dépendent de la spécificité du pays (B). Les stratégies des politiques monétaires de la BCE et de la FED (II) alimentent le débat sur leur moyen de mise en application.

I. Les moyens de mise en place de la politique monétaire et efficacité des canaux de transmission

A. Quels objectifs et quels canaux de transmission

Les banques centrales disposent plusieurs instruments afin d'atteindre les objectifs finaux : instruments (taux de réescompte, taux du marché de la monnaie centrale) => objectifs intermédiaires (la masse monétaire M1, M2 et M3) => objectifs finaux (stabilité des prix, croissance et emploi). L'intervention sur le marché monétaire est en fonction de la quantité de la masse monétaire que les autorités doivent contrôler (généralement en termes de croissance de la masse monétaire).

Les opérations monétaires menées par les banques centrales s'effectuent au sein du marché monétaire (entre la banque centrale et les banques commerciales) afin de faciliter la liquidité des banques et de manipuler les comportements des banques dans l'octroi des crédits. Parmi les opérations existantes (opérations principales de refinancement, de refinancement à long terme, opérations de réglage fin, facilités permanentes et réserves obligatoires) les opérations principales de refinancement sont le plus pratiquées (doc4, p2). Mis à part les actions directes sur le crédit (contrôle direct sur le crédit) l'action indirecte est beaucoup plus intéressante, et pose moins de contraintes : les actions sur la liquidité<sup>1</sup> bancaire, le mécanisme de refinancement, le réescompte. La procédure de refinancement déroule par l'échange des titres contre la monnaie centrale. Elle peut exister sous forme de pensions de titres

---

<sup>1</sup> Notons que les banques ont un besoin de financement lorsqu'il y a une fuite de liquidité, notamment la conversion de la monnaie en « billet et pièces », les opérations avec l'extérieur, avec les administrations et les réserves obligatoires, voir l'économie bancaire.

(vente ou achat temporaire) ou des achats ou ventes fermes des titres. Les créances échangées (titres échangés) s'inscrivent alors dans le compte de la banque centrale. Ces opérations de refinancement s'effectuent à un taux d'intérêt, en fonction de la créance proposée contre la monnaie centrale (ses qualités, sûreté et échéance de prêt). Les *taux directeurs* ou les taux courts du marché bancaires sont fixés par les banques centrales afin de ramener les taux courts du marché interbancaire à leur objectif et d'aligner les taux longs avec ces taux courts. Dans la zone euro, les taux de refinancement comprennent le taux de soumission minimale des opérations principales de refinancement, taux de la facilité de dépôt, de la facilité de prêt marginal. Le taux de référence du marché interbancaire est l'Euribor (3mois) qui suit étroitement le taux de soumission pour refinancement. Depuis 2006, les taux de refinancement suivent une tendance la hausse (donc Euribor) (doc5, p2).

La baisse ou la hausse des taux de refinancement a un impact direct sur la masse monétaire (donc les crédits octroyés), ce qui provoque une baisse ou une hausse des crédits, favorisant ainsi l'investissement, la consommation (donc croissance et emploi). On note 5 canaux de transmission possibles. Le *canal des taux d'intérêt* : la variation de taux d'intérêt va affecter la liquidité des banques afin d'octroyer plus ou moins les crédits, ce qui affecte ensuite les capacités d'investissement des entreprises et de consommation des ménages. S'il s'agit d'une baisse du taux d'intérêt, les entreprises vont percevoir un rendement interne de leur projet supérieur au taux d'emprunt. Les ménages consomment davantage en baissant l'épargne, l'effet de richesse (les placements sont plus rentables) provoque une consommation supplémentaire. L'emploi est favorisé, ainsi que la croissance. Dans le cas de la variation du taux d'intérêt, il est possible de se référer à la courbe ISLM (LM se déplace vers la droite, le taux d'intérêt diminue et le revenu augmente par la suite). Notons également les effets extérieurs sur l'économie nationale :  $\hat{r}$  augmente  $\Rightarrow$  sortie de capitaux  $\Rightarrow$  dépréciation de la monnaie (le *canal du taux de change*)  $\Rightarrow X > M$  (effets positifs en change flexible, mais risque d'inflation importée), mais en change fixe, la banque centrale vend les devises contre la monnaie auprès des banques commerciales  $\Rightarrow$  la monnaie centrale diminue pour ces dernières  $\Rightarrow$  la masse monétaire diminue (effet neutre de la politique monétaire en change fixe). Le raisonnement est analogue en cas de la politique monétaire restrictive ! Le *canal du prix des actifs* stipule que la variation du taux d'intérêt a un impact sur les prix des actifs : si par exemple le taux d'intérêt s'élève, les prix des actifs diminuent (car la demande des actifs financiers diminue au profit de la demande des actifs monétaires). Cela provoque une baisse de la richesse globale des ménages (surtout les ménages riches), provoquant une baisse de leur consommation (effet de richesse). Le *canal du crédit* fait référence aux comportements des agents économiques face aux effets de richesses et d'asymétrie informationnelle. Prenant exemple d'une politique monétaire restrictive, certaines entreprises doivent faire face au resserrement des crédits, notamment celles dont la situation financière est fragile. La prime de financement externe qui se définit comme un coût supplémentaire supporté par certains clients risqués tend à s'élever d'autant plus que ces derniers subissent une baisse des actions financières (car  $\hat{r}$  augmente). Par le *canal des anticipations*, les agents économiques sont influencés par leur anticipation. L'annonce de la politique discrétionnaire est prise en compte dans la décision des agents économique : l'annonce de la hausse du taux d'intérêt permet aux agents de réviser l'inflation à la hausse, alors que l'annonce de la baisse de celui-ci est interprétée comme une volonté de soutenir la croissance. Les prévisions de la production seront alors à la hausse pour les entreprises. La typologie des canaux de transmission dépend de la spécificité des pays et de la zone géographique.

## B. Contraintes majeures de la politique monétaire

Si la politique monétaire dans la zone euro reste expansionniste, les canaux de transmission fonctionnent moins bien qu'ailleurs : d'abord, la dette des ménages dans la zone euro est essentiellement une dette à taux fixe. La modification du taux Refi affecte faiblement les crédits déjà distribués. Ensuite, la part des actifs financiers dans les revenus des ménages européens est beaucoup moins importante que celle aux États-Unis et au Royaume-Uni. Ainsi, le taux Refi et la masse monétaire M3 n'établissent qu'un lien visiblement faible : si le taux Refi augmente de 1999 et 2000, le taux de croissance de M3 connaît une croissance annuelle importante entre ces années. L'absence de cette liaison remet en cause le lien entre l'instrument monétaire (taux Refi) et le contrôle de l'inflation (croissance de M3)

Sur le plan théorique, la politique monétaire est également très critiquée. Pour les monétaristes, la politique monétaire est efficace à court terme, mais totalement inefficace à long terme : effet d'illusion monétaire à court terme (revoir la courbe de Philippe augmenté). Pour les nouveaux classiques, le rôle des anticipations rationnelles est crucial. Les agents économiques sont parfaitement informés sur la politique monétaire menée par la banque centrale. L'écart de la production potentielle et la production effective menée par la politique monétaire expansionniste résultent d'un effet de surprise, alors que la tendance de long terme, cet effet est nul. La politique monétaire ne génère que la hausse des prix à long terme. Les nouveaux classiques proposent alors une politique monétaire ayant pour objectif de la stabilité des prix tout en prônant une crédibilité de la banque centrale en matière de politique monétaire. L'indépendance de la banque centrale est cruciale dans le maintien de la crédibilité, non plus sous contrôle du gouvernement qui tend à contrôler la variable économique au profit de son intérêt.

Notons également l'inefficacité de la politique monétaire dans un contexte de la « trappe à liquidité » comme dans le cas du Japon. La baisse du taux d'intérêt n'entraîne pas la hausse des crédits : le faible taux d'intérêt au Japon incite les agents à conserver la liquidité (parce qu'ils pensent que le taux va bientôt augmenter), la monnaie ne circule plus, ce qui provoque une déflation, le faible investissement et la croissance. La demande de monnaie est parfaitement et infiniment élastique.

## II. Comparaison des objectifs finaux et des stratégies des banques centrales : BCE et FED

### A. Quelle comparaison et quelles stratégies

Objectif final : cible d'inflation à 2 % par la BCE et très au-dessus de 2% pour la FED : stabilité des prix => impact positifs sur les anticipations, production, emploi et salaires (objectif final). La Fed assure le plein emploi et la croissance équilibrée, mais aussi la stabilité des prix comme objectif final alors que l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix (article 105).(graphique1 doc2 p1). Contraintes pour la BCE : le risque de croissance est plus fort que le risque d'inflation, l'inflation européenne n'est pas sous l'effet des matières premières comme dans les pays en développement, le taux d'intérêt n'est pas accompagné du contrôle du taux de change afin de fixer la cible d'inflation.'doc1)

Objectif intermédiaire : la Fed affiche les normes de progression pour deux agrégats monétaires, M2 et M3 sous forme de fourchettes larges (15% de la croissance du M2 et 2-6% du M3 en 2000). La BCE affiche une cible plus étroite de croissance de 4,5% du M3.

Options de contrôle (instruments) par les réserves obligatoires et le taux directeur : taux de refinancement : coût d'emprunt donc impact négatif sur l'investissement, la consommation des biens

durables, des biens immobiliers => demande d'encaisses diminuent => *stabilité des prix*. Par contre (risque) appréciation de la monnaie => exportations réduites, mais (gains) l'inflation importée limitée => emploi et croissance.

Règle de décision : règle de Taylor :  $i = r^* + \Pi + 0.5(\Pi - \Pi^*) + 0.5y$   $i$  = le taux d'intérêt nominal ? Le taux d'inflation,  $\Pi^*$  le cible d'inflation des autorités monétaires (2%),  $y$  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. Politique monétaire accommodante face à la crise

(Situation au début de 2008) Visiblement, l'efficacité de la politique monétaire est contrainte par l'effet de défiance entre les banques et l'effet de faible confiance des entreprises dans l'investissement futur. Au début de 2008, l'inflation a dépassé 2% dans la zone euro (voir le graphique dans doc3 p2), la projection de croissance est alors à la baisse (le graphique II doc3 p2). Tout effort repose sur le combat contre l'inflation, notamment dans la zone euro. La BCE a maintenu son taux de refinancement élevé (graphique doc4 p1) alors que la Fed ne cesse de baisser son taux Fed funds afin de répondre à la récession dès le milieu de 2007.

(Juillet 2008) À partir d'août 2008, la crise financière frappe à la porte de l'Europe, la BCE est amenée à baisser ses taux afin d'offrir plus de liquidité moins chère aux banques. Mais le climat de confiance entre les banques n'est pas immédiatement revenu. Les opérations de refinancement se multiplient dans la zone euro, on peut constater à partir du second graphique (doc4 p2).

Dans un contexte de l'inflation modeste et de la crise économique, la BCE devrait réviser ses taux à la baisse pour soutenir l'activité économique malgré un ralentissement des confiances des entreprises. Cette réduction doit permettre d'alléger la tension sur le marché monétaire et de relancer la croissance prévue négative en 2009.

## Conclusion

L'efficacité des politiques monétaires dépend de plusieurs facteurs d'ordre économique et institutionnel. Si la BCE maintient une politique monétaire restrictive dans la zone euro, ses instruments et ses objectifs intermédiaires sont plus stricts que la Fed. Cette dernière assure l'inflation en dessus de la zone euro avec l'objectif intermédiaire (masse monétaire) sous fourchettes assez larges permettant ainsi de réviser à la fois la stabilité des prix et d'autres priorités des objectifs finals. La crise des confiances s'ajoute à la réaction tardive des canaux de transmission, risquant de pénaliser les activités économiques. Les résultats attendus de ces politiques de relance sont également contraints par le pessimisme des entreprises et la prudence des ménages dans l'avenir.