

Politiques macroéconomiques
TD n°6 et 7
Licence 3^{ème} année AES
Université Montesquieu Bordeaux IV
Année Universitaire 2008-2009

La politique monétaire

La politique de la BCE est-elle désinflationniste ?

Elément de correction

L'objectif principal du Système européen de Banques centrales (SEBC) est de maintenir la stabilité des prix. Les critiques à l'encontre de la politique monétaire de la Banque centrale européenne en matière de l'intervention monétaire sont diverses : l'unique objectif est la stabilité des prix alors que la mise en œuvre de cette politique est peu favorable à la croissance et à l'emploi.

Définir la stabilité des prix, cible d'inflation et la désinflation

Problématique : l'inflation est-elle l'unique objectif de la BCE ? Ses stratégies monétaires favorisent-elles la croissance et l'emploi ? Quelles critiques peut-on faire quant aux mesures politiques mises en œuvre par la BCE ? Et enfin face à la crise, l'objectif de la BCE risque-il de ne pas être atteint ?

Politique monétaire de la BCE au soutien de la stabilité des prix

De la relance économique à la stabilité des prix

La théorie économique qui sous-tend la stratégie du SEBC est connue. L'inflation provient d'une mauvaise maîtrise de la croissance monétaire. Il appartient donc à la Banque centrale de garantir la stabilité des prix. Une conception classique de la monnaie pousse la politique monétaire à assurer la stabilité des prix qui doit être recherchée pour plusieurs raisons : l'inflation pénalise les détentions de revenu fixe, les prêteurs, facteur de perte de compétitivité (prix exporté est plus cher), donc la consommation (baisse du pouvoir d'achat) et l'investissement (prix des matières premières est élevé), pénalisant la croissance et l'emploi. Un pays plus inflationniste qu'un autre doit voir sa monnaie être dévalué ou déprécié.

Durant les années 50 et 60, la politique de relance keynésienne permet aux pays développés de connaître une croissance phénoménale dans un contexte de faible variation des prix alors qu'à partir des années de crise (choc pétrolier en 1973), la remise en cause de ces politiques d'inspiration keynésienne concerne l'accélération des prix (facteur pétrolière et des matières premières = inflation importée) combinée avec une hausse des chômeurs et faible croissance. Les monétaristes, au premier chef de file Friedman, apportent une approche de la neutralité monétaire selon laquelle la variation des prix est un phénomène monétaire. La politique monétaire ne sert plus désormais comme un soutien à la croissance et l'emploi, mais comme un instrument de contrôle des prix. Cette pensée est ensuite reprise et développée par les nouveaux classiques en donnant le nouveau rôle à la politique monétaire : l'efficacité de l'intervention monétaire dépend de la crédibilité de la Banque centrale, donc son indépendance vis-à-vis de l'Etat (voir les anticipations rationnelles)

Notons que la source de l'inflation est diverse. On peut citer les principales causes : inflation par la demande (demande est supérieure à l'offre = choc de demande) et inflation importée (en particulier la hausse des prix du pétrole). L'inflation importée pourrait être ralentie par l'appréciation de la monnaie nationale (par exemple, l'euro fort permet d'amortir l'inflation dans la zone euro).

Cible d'inflation pour la BCE, croissance, emploi et inflation pour la Fed

Dans le td précédent, nous avons cité le processus de la politique monétaire pour atteindre les objectifs finals. Le contrôle s'appuie sur la relation causale : monnaie => prix. La flèche traduit les canaux de transmission. Dans la zone euro, les canaux de transmission sont nombreux et complexes au niveau de l'eurosystème (voir td6). La politique monétaire dans la zone euro utilise des instruments pour atteindre des objectifs (par exemple le taux d'intérêt directeur). Dans la zone euro, l'objectif final est unique, c'est la stabilité des prix, en utilisant l'agrégat monétaire (M3) pour indiquer l'évolution des prix.

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 BCE définit la stabilité des prix au sein de la zone euro comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisée (IPCH) inférieure à 2%. Cet objectif doit être maintenu sur le moyen terme. Cet engagement de la BCE est lourd de conséquences. LE taux maximal d'inflation accepté est faible, et la stabilité doit être maintenue dans le moyen terme. Le cadre opérationnel est renvoyé au td6.

Contrairement à la stratégie de la BCE, la mise en œuvre de la politique monétaire aux États-Unis est beaucoup plus flexible, laissant une marge de manœuvre de la fluctuation de l'inflation assez large (voir options opérationnelles dans le td6). Ceci est en raison d'une prise en compte de la situation économique du pays (croissance et emploi). Dans le doc2 du td, la BCE a plongé la zone euro dans une période prolongée de croissance molle dont elle n'est vraiment sortie qu'en 2006 (taux d'intérêt élevé). Au même moment, grâce à une baisse franche et préventive de ses taux d'intérêt, la Réserve fédérale permettait à l'économie américaine de renouer avec une croissance vigoureuse de 3% en rythme annuel (graphique1).

Toutefois, ce maintien du taux élevé dans la zone euro a non seulement pénalisé l'investissement, mais attire également les capitaux étrangers afin de profiter des actifs financiers en monnaie nationale. Cette entrée massive de capitaux a provoqué une appréciation de l'euro, pénalisant ainsi les exportations des pays membres (comme dans le cas des années 2006 et 2007, voir début 2008). La question est de savoir si la zone euro doit doter d'une politique de change (on verra dans le td suivant) pour faire bénéficier les échanges commerciaux et le contrôle des prix. Ajoutons cependant que l'appréciation de l'euro protège les pays membres contre le risque lié à l'inflation importée.

Compte tenu de ces contraintes et de ces résultats peu performant de l'économie européenne, les stratégies de la BCE sont à réviser quant à ses objectifs, ses réactions et sa mise en œuvre de la politique monétaire.

Incohérence de la stratégie de la BCE et son action discrétionnaire face à la crise (doc2, 3 et 4)

Intervention monétaire contestable de la BCE

Si la gestion monétaire pour la stabilité des prix de la BCE est efficace, son seul objectif de la cible d'inflation impose une dure condition quant à son rôle sur la croissance et l'emploi. En adoptant la

vision monétariste de la politique monétaire, il n'y a plus d'arbitrage entre inflation et chômage dans la zone euro, alors que la Fed privilège autant l'inflation et le plein emploi.

On note également le caractère trop restrictif de la politique monétaire de la BCE. La politique monétaire restrictive (ISLM) : Y baisse, \hat{r} augmente (par contrôle direct et indirect de la BC), les prix stabilisés, l'investissement pénalisé, l'emploi se contracte mais le maintien de la stabilité des prix = optique monétariste: soutien du pouvoir d'achat (à épargne constante), prévision positive de la production etc. mais entrée des capitaux (\hat{r} élevé) => appréciation => balance commerciale déficitaire = emploi et production (si élasticité prix de la demande extérieure). L'inflation importée est contrôlée car l'appréciation de la monnaie.

Les erreurs et l'incohérence de la politique monétaire sont citées dans le doc2 du td : le risque d'inflation est plus fort que le risque de ralentissement économique (or le risque lié à la croissance est beaucoup plus présent, la réaction de la BCE est tardive)(graphique1) ; l'inflation européenne flambe sous l'effet de l'inflation des matières premières (en réalité, l'euro fort tend à protéger l'économie européenne de l'inflation importée et l'inflation des matières premières concerne principalement les pays en développement, très peu l'économie de la zone euro) ; le taux d'intérêt et le taux de change sont tous les deux destinés à contrôler l'inflation (en réalité, lors de la forte appréciation, la BCE n'intervient très peu puisque l'euro fort s'associe à la faible inflation importée, mais quand l'euro faible, l'intervention est immédiate) ; la question d'indépendance est également remise en cause car la BCE répond instantanément à l'exigence des Etats membres.

L'une des critiques à l'encontre des options opérationnelles de la BCE pour la stabilité des prix est l'unique inflation pour tous les pays et l'ignorance des prix des actifs financiers dans l'évaluation des prix. Il existe l'écart d'inflation entre les pays (inflation faible ou inflation forte). Si la BCE applique une hausse des taux directeurs pour cibler l'inflation, il apparaît incohérent pour les pays où l'inflation est faible. De plus, les prix des actifs ne sont pas pris en compte pas plus que les prix des biens immobiliers dans l'évolution des prix. Enfin, le taux d'inflation fixe à 2% en moyenne annuelle n'est pas trop faible ? pour permettre à la BCE d'avoir plus de la marge de manœuvre en matière du taux d'intérêt, la fourchette de l'inflation pourrait s'appliquer.

Assouplissement de la politique monétaire face à la crise (doc3 et doc4)

La zone euro est officiellement entrée en récession. Pour le deuxième trimestre consécutif, son PIB se contracte de -0,2 % t/t. Par ailleurs, l'inflation a été confirmée à 3,2 % en octobre et sa décrue devrait se poursuivre.

Avec deux trimestres de croissance négative du PIB, la zone euro est en récession technique. Si la France est la seule des grands Etats membres à y échapper de justesse, l'Italie connaîtra pour sa part une croissance annuelle négative en 2008. Les risques baissiers sont forts, le pire est peut-être à venir : nous prévoyons une nouvelle contraction du PIB au T4 et une croissance nulle en 2009. Allemagne et Italie connaissent un recul de 0,5 % t/t, tandis que l'Espagne, pour la première fois depuis quatorze ans, affiche un chiffre négatif avec une croissance trimestrielle de -0,2 %.

Les banques ont fortement resserré les conditions de prêts aux entreprises au troisième trimestre 2008 et ont également durci, mais dans une moindre mesure, les critères d'octroi de crédit aux ménages. La demande émanant aussi bien des entreprises que des ménages s'est significativement contractée. Les perspectives pour le quatrième trimestre signalent des conditions plus sévères.

Aux États-Unis, la chute de 2,8 % sur le mois d'octobre des ventes de détail est pour partie le résultat d'une évolution positive (la baisse du prix de l'essence). Mais, fondamentalement, pour le consommateur, l'heure est à l'économie. D'après l'enquête d'octobre de la Fed, les conditions d'octroi de crédit révèle se sont encore durcies. Tandis que le Trésor multiplie les initiatives pour sortir le pays de la crise.

Réactions : l'inflation faible permet aux banques centrales de baisser leur taux afin de réduire la tension sur les crédits et de relancer l'investissement et la consommation !

Fed : les taux sont ramenés à 0,5 % en décembre et sont laissés à ce niveau tout au long de l'année 2009. BCE : nous attendons une nouvelle baisse des taux de 50 pnb en décembre. La BCE devrait porter le taux Refi à 2 % au 1er semestre 2009. BoE : Face aux risques qui pèsent sur la croissance, la BoE devrait poursuivre le relâchement spectaculaire de son taux directeur pour le porter à 1,50 % dans les prochains mois. BoJ : nous tablons sur une nouvelle baisse de taux de 20 pnb au début de l'année prochaine (doc3).

Notons certaines conséquences de cette relance au niveau externe : sortie des capitaux (car \hat{i} diminue) => dépréciation => risque d'inflation importée (effet négatif) mais $X > W$ et services de la dette baisse si la dette est fixée au taux variable (effet positif). L'effet interne = investissement, consommation (crédits à la consommation + effet de richesses car les prix des actifs financiers augmentent).

Conclusion

L'unique objectif de la BCE est la stabilité des prix alors que l'arbitrage inflation et chômage est privilégié pour la Fed. Les critiques à l'encontre de la politique de la BCE sont diverses, notamment la faible croissance dans la zone euro en raison d'une politique monétaire trop restrictive. En période de crise, l'inflation est stable, cela permet aux Banques centrales de baisser leur taux directeur afin de relancer l'activité économique. Le plan de relance massive est nécessaire en complémentarité d'un assouplissement des conditions monétaires.