

Politiques macroéconomiques

**BOUZARDA Jamel
EL ANBAR Belkacem
HADJEBI Beyram**

TD n°6 : « Les canaux de transmission de la politique monétaire »

Plan :

I. Les mécanismes et les objectifs de la politique monétaire

A/ Les instruments de la politique monétaire

B/ Stabilité des prix pour la BCE, croissance et emploi concernant la FED

II. Différentes réactions des banques centrales face à la crise

A/ Politique expansionniste engagée par la FED

B/ Débats autour des stratégies adoptées par la BCE

POLITIQUES MACROECONOMIQUES**TD n°6 : « Les canaux de transmissions de la politique monétaire »**

En juillet 2008, en laissant fermement entendre que les taux d'intérêts ne baisseraient pas dans la zone euro justifiant la lutte contre l'inflation, le président¹ de la BCE² a expressément fait comprendre qu'il ne poursuivrait pas la stratégie de la FED³ qui venait dernièrement de diminuer de 0,75 points son taux directeur.

Les places européennes sont aussitôt reparties à la baisse et le spectre de la crise économique s'est rapproché un peu plus près de la zone euro.

Ces différences de stratégie traduisent l'importance de l'impact de la politique monétaire sur l'activité économique du pays. En effet ; la politique monétaire a pris une place prépondérante au sein des pays développés qui s'explique par la volonté de lutter contre l'inflation mais aussi par l'accroissement des mouvements internationaux de capitaux. Dans ces pays, la politique monétaire est du ressort et de la responsabilité de la banque centrale.

Cette politique consiste à réguler, par l'intermédiaire des banques commerciales, la quantité de monnaie en circulation dans une économie car elle ne doit pas être trop faible, ce qui obligerait les agents économiques à limiter leurs activités (consommation, production, investissement) ni trop importante ce qui peut provoquer une hausse du niveau général des prix (inflation).

Ainsi, il convient de s'interroger sur la mise en œuvre des politiques monétaires actuelles pour parvenir à leurs objectifs, mais aussi, quelles ont été les réactions de la FED et de la BCE durant cette période de crise pour relancer l'activité économique à travers l'instrument monétaire ?

Nous verrons donc dans une première partie les mécanismes et les objectifs de la politique monétaire puis nous examinerons par la suite les réactions des banques centrales face à cette crise.

I. Les mécanismes et les objectifs de la politique monétaire :

Les autorités monétaires peuvent directement chercher à limiter autoritairement la quantité de monnaie créée par les banques lorsque celles-ci distribuent des crédits. Indirectement, elles peuvent aussi intervenir au moment où les banques ont besoin de liquidités (faire face aux extraits de la clientèle)

¹ Jean-Claude Trichet

² Banque Centrale Européenne

³ Réserve Fédérale Américaine

A. Les instruments de la politique monétaire

On distingue trois principaux outils monétaires :

- *l'encadrement du crédit*
- *le refinancement et les réserves obligatoires*
- *intervention sur le marché monétaire : les opérations d'open-market*

L'encadrement du crédit : se réfère à un facteur quantitatif : cette mesure réglementaire s'impose aux banques. Celles-ci doivent respecter un certains taux d'augmentation annuelle des crédits qu'elles distribuent, ainsi, d'une année sur l'autre, le total des crédits attribués ne doit pas être dépassé. En cas de dépassement, les banques sont soumises à des sanctions. De ce fait, cette limitation conduit à un ralentissement de la création monétaire. Or, ce type de politique très rigide n'est plus utilisé depuis 1987 en France.

Refinancement et réserves obligatoires :

Lorsqu'elles ont besoin de monnaie pour satisfaire les clients, les banques commerciales ont la possibilité de se refinancer de deux manières :

Auprès de la banque centrale par l'intermédiaire du taux REFI pour la zone Euro, mais aussi auprès des banques commerciales avec un taux réévaluer au quotidien= le taux EONIA⁴ : on l'appelle le marché interbancaire.

De plus, les banques centrales disposent d'un autre instrument permettant de peser sur l'activité des banques avec les réserves obligatoires (R.O) : qui se traduit par une action consistant à imposer aux banques commerciales la constitution de réserves liquides auprès de la banque centrale, néanmoins ces réserves liquides ne sont pas rémunérées. Le montant de ces réserves constituées auprès de la banque centrale correspond à une part du total des dépôts réalisés par les banques commerciales.

Ainsi lorsque la banque centrale augmente le montant des réserves obligatoires, les banques sont contraintes de réduire leurs offres de crédit, en revanche une diminution permet l'augmentation de la masse monétaire.

L'intervention sur le marché monétaire : les opérations d'open-market

Il s'agit ici d'interventions directes de la banque centrale sur le marché monétaire.

Cette politique consiste en ce que la banque centrale se présente sur le marché comme un agent financier ordinaire qui achète et vend des titres. Si elle veut augmenter la liquidité, elle se portera acheteuse de titres principalement de bons du trésor possédés par les banques commerciales par exemple et distribuer en contrepartie de la monnaie supplémentaire, cette offre nouvelle de monnaie sur le marché financier favorisant une diminution du taux d'intérêt, et inversement si les autorités désirent ralentir la création monétaire des banques, la banque centrale vend des titres (bons du trésor par exemple) aux banques qui cèdent alors de la monnaie banque centrale (celle-ci est « détruite » par la banque centrale) ce qui réduit les possibilités de crédit des banques.

A travers ces différents instruments monétaires, depuis 1999 les Etats membres de la zone euro pratiquent une politique monétaire définie et conduite par la BCE ; sa mise en œuvre est toutefois décentralisée au niveau des banques centrales nationales. Elle définit un objectif commun pouvant être mis en place grâce à l'action sur certaines variables de l'économie.

⁴ Euro Over Night Index Average. EONIA est le taux de rémunération des dépôts interbancaires du jour.

B. Stabilité des prix pour la BCE, croissance et emploi concernant la FED

La BCE qui fonctionne depuis juillet 1998 a pour seul objectif la stabilité des prix aux termes de l'article 105 alinéas 1^{er} du traité de Maastricht qui prévoit que « sans porter préjudice aux autres objectifs de la politique économique, l'objectif final de la BCE est la stabilité des prix, définit comme étant une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation (IPC) inférieur à 2% ». Confrontée à la difficulté des pays de la zone euro à respecter cet objectif, la BCE a précisé en 2003 que la politique monétaire visait un taux d'inflation proche de 2% ce qui autorise donc des écarts à court terme.

Pour atteindre cet objectif la BCE possède 2 piliers :

Le 1^{er} pilier se réfère à l'agrégat M3 qui est le plus important et que la BCE prend prioritairement en compte : il se compose de M1 (monnaie liquide= compte à vue) + M2 (placements à terme et mobilisations) auxquels on ajoute les actifs et les placements d'épargne = la principale contrepartie de la masse monétaire est le volume des crédits.

Depuis le 1^{er} janvier 1999, la manifestation la plus explicite du quantitativisme est l'adoption d'une « valeur de référence » qui est fixée à 4.5%. Cette valeur peut-être intégrée dans l'équation de Fischer avec des variations : $M+V=P+Y$ ($M= 4.5%$ = masse monétaire en circulation ; $V=0$ = vitesse de circulation de la monnaie ; $P=2.5%$ = niveau général des prix ; $Y=2%$ = montant des transactions).

De plus, le dépassement de la valeur référence de 4.5% traduit donc un excès de liquidité comme il y a eu au sein de la zone euro de 2001 à 2004 où la progression annuelle de M3 fut de 7.2%.

Le 2nd pilier rassemble toute une série d'indicateurs renseignant sur les déterminants de l'inflation à court terme : la BCE l'appelle l'analyse économique et considère que l'inflation a d'autres origines économiques que des origines monétaires, cela s'explique par des variables exogènes telles l'évolution du prix des matières premières particulièrement du pétrole, et des variables macroéconomiques comme l'évolution de la consommation, de l'investissement et du commerce extérieur.

Depuis mai 2003, la BCE a inversé les piliers pour tenir compte de la faiblesse de la relation. Le 1^{er} pilier est donc devenu la série d'indicateurs.

Concernant la FED, elle poursuit des objectifs plus larges. En effet, son action a pour but le plein emploi, la stabilité des prix et la modération des taux d'intérêts afin de préserver la croissance économique. 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].

Il en résulte au final que l'objectif des banques centrales est avant tout de se préoccuper de la stabilité des prix même si l'on remarque que la FED a des exigences moins importantes concernant le taux d'inflation.

II. Différentes réactions des banques centrales face à la crise :

On vient de voir l'aspect théorique des mécanismes de transmission de la politique monétaire. Nous allons voir à présent l'aspect pratique, en prenant les deux plus grandes banques centrales au monde à savoir la BCE et la FED. Qui chacune d'elle a adopté une attitude différente pour faire face à la crise immobilière et financière. Ainsi la Fed a mené une politique expansionniste, et la BCE a adopté des stratégies qui ont suscité des débats.

A. Politique expansionniste engagée par la Fed

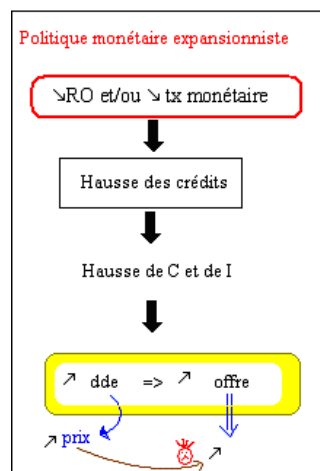
Le système bancaire américain a connu sa pire crise de l'histoire, puisque certaines grandes banques commerciales ont fait faillite à l'exemple d'AIG⁵ ou encore LEHMANN BROTHER. Ce qui a amené la Fed a accentué sa politique expansionniste pour contrer les effets pervers de la crise. Cette politique expansionniste passe par une baisse des taux d'intérêts (taux directeurs). La dernière en date où la Fed a baissé son taux directeur d'un demi-point pour tenter de limiter les dégâts économiques causés par la crise financière et tenter d'éviter une récession profonde et prolongée.

A l'issue de son comité de politique monétaire ; le Fomc⁶, la Fed a réduit d'un demi-point son principal taux directeur pour le ramener à 1% ; son plus bas niveau depuis juin 2004. Le taux d'escompte a été réduit lui aussi de 0,5 points à 1,25%.

« Le rythme de l'activité semble avoir ralenti de manière marquée, conséquence notamment d'un déclin de dépenses de consommation » a souligné la Fed, en ajoutant que « les dépenses d'équipement des entreprises et de la production industrielle ont faibli ces derniers mois, et le ralentissement de l'activité économique dans beaucoup de pays étrangers jette une ombre sur les perspectives américaines à l'export ».

La probabilité d'une nouvelle baisse de taux d'intérêts en décembre est vraisemblable.

La Fed a maintenant réduit ses taux à 9 reprises au cours des 13 derniers mois face à la contagion de la crise « des subprimes » au reste du marché de crédit. Avant cette vaste détente les Fed Funds étaient montés à 5,25%. Si la Fed a mené une politique expansionniste c'est pour relancer la croissance comme le montre le circuit suivant :



Donc cette politique qui va amener à une relance de la croissance mais avec un effet pervers à savoir l'inflation, ou encore une baisse importante des taux d'intérêts peut conduire à la situation qu'a connu le Japon pendant les années 2000 avec des taux quasi-nuls qui a conduit à la trappe à la liquidité.

Face à cette politique menée par la Fed certains dénoncent le caractère tardif et brutal de l'action de l'économie américaine. D'autres y voient au contraire le signe que la Fed est prête à agir vite pour éviter la récession, ce qui n'est pas le cas de la BCE qui a très fortement tardé à réagir.

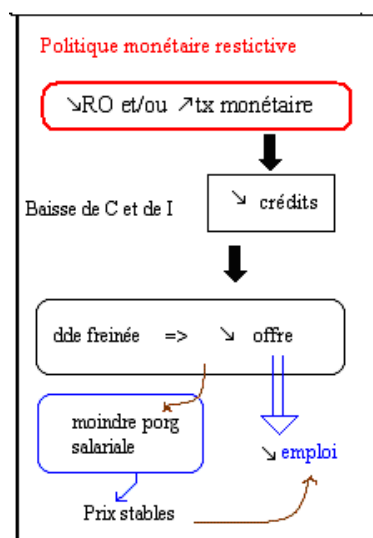
⁵ American International Group

⁶ Federal Open Market Committee

B. Débats autour des stratégies adoptées par la BCE

Pour contenir le ralentissement de la croissance, les banques centrales sont déjà largement intervenues, mais certains exhortent la BCE à plus d'innovation à l'image de ce qu'a fait la Fed pour rétablir la confiance des banques de plus en plus réticentes à assumer le financement de l'économie par les crédits. Jean-Claude Trichet a déclaré en juillet 2008 : « Nous ne pouvons pas avoir, de par notre propre structure européenne la même chose que les Etats-Unis » en ajoutant : « nous devons trouver ce qui est approprié pour la zone euro ».

On entend par cela un maintien des taux d'intérêts, donc la BCE mène une politique monétaire restrictive :



Mais la BCE va faire machine arrière, puisque elle a ramené son taux à 3,25% le 6 novembre 2008, c'est la deuxième baisse en moins d'un mois, puisque elle avait abaissé son taux le 8 octobre, dans le cadre d'une action concertée avec ses grandes homologues mondiales ; donc un virage brutal. Entre juin 2007 et juillet 2008 elle n'avait toutefois pas touché aux taux, sur fond de crise des marchés des crédits hypothécaires américains.

Le geste de la BCE était largement attendu sur fond d'économie en panne et d'inflation qui se résorbe rapidement sous l'effet de la chute des matières premières.

Les deux taux qui encadrent le taux principal ont été aussi abaissés : le taux plancher (dépôt au jour le jour) auquel les banques peuvent placer de l'argent pour 24heures auprès de la BCE, tombe à 2,75% et le taux plafond (prêt marginal au jour le jour) auquel les banques peuvent emprunter pour la même période. J-C Trichet n'exclut pas la voie d'une nouvelle baisse de taux.

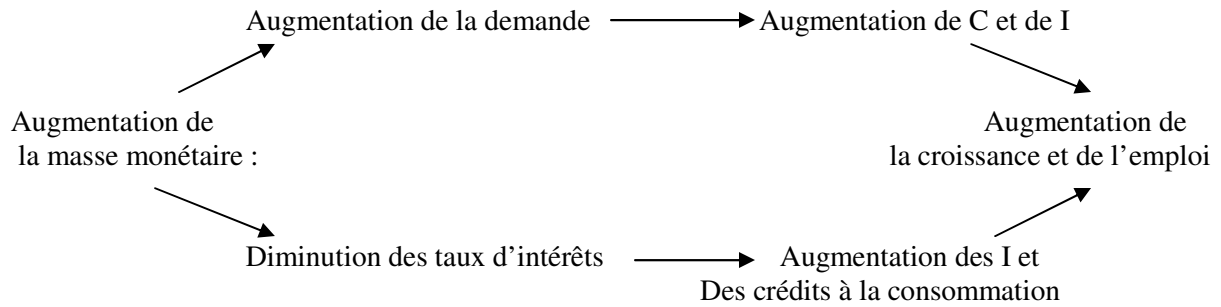
Puisque le principal objectif de la BCE est la lutte contre l'inflation, celui-ci peut se faire en baissant les taux d'intérêts grâce à la baisse des prix des matières premières.

Ce qu'on peut dire de cette politique menée par la BCE c'est une politique qu'on peut qualifier de « politique de petits pas » qui s'illustre par une réduction faible des taux d'intérêts.

Notions complémentaires :

-Théorie quantitative de la monnaie : théorie qui relie l'augmentation des prix à l'accroissement des moyens de paiement en circulation dans une économie. Celle-ci illustre le phénomène d'inflation pour les classiques. Il appartient à FISHER d'avoir mis en forme cette idée avec une équation : $M \cdot v = p \cdot Y$ (M= quantité de monnaie en circulation ; v=vitesse de circulation de la monnaie ; p=niveau d'inflation et Y=niveau de production)

-Keynes et la politique monétaire :



Bibliographie :

- Jean-Yves CAPUL : « Dictionnaire d'économie et des sciences sociales » édition HATIER
- B.BERNIER ; Y.SIMON : « Incitation à la macroéconomie » édition DUNOD
- Cours de 2^{ème} et 3^{ème} année AES : économie monétaire et politique macroéconomie
- www.federalreserve.org
- « Alternatives économiques » septembre 2008 n°272