

Politique monétaire : définition, instruments et objectifs.

**Qu'est-ce que la politique monétaire? Quels sont
ses instruments et ses objectifs?**

LE CADRE théorique

Le banquier central des années 1960-1970 était **keynésien** :

1. il recherchait le meilleur arbitrage entre inflation et chômage
2. tolérance vis-à-vis de l'inflation et politique discrétionnaire

Le banquier central des années 1980 s'est converti au **monétarisme** :

1. il suit une règle de politique monétaire pour lutter contre l'inflation
2. il gagne son indépendance vis-à-vis des pouvoirs politiques

LE CADRE théorique

Le banquier central des années 1990 devient **néo-keynésien** :

1. il cherche à ancrer les anticipations d'inflation
2. et travaille sa communication

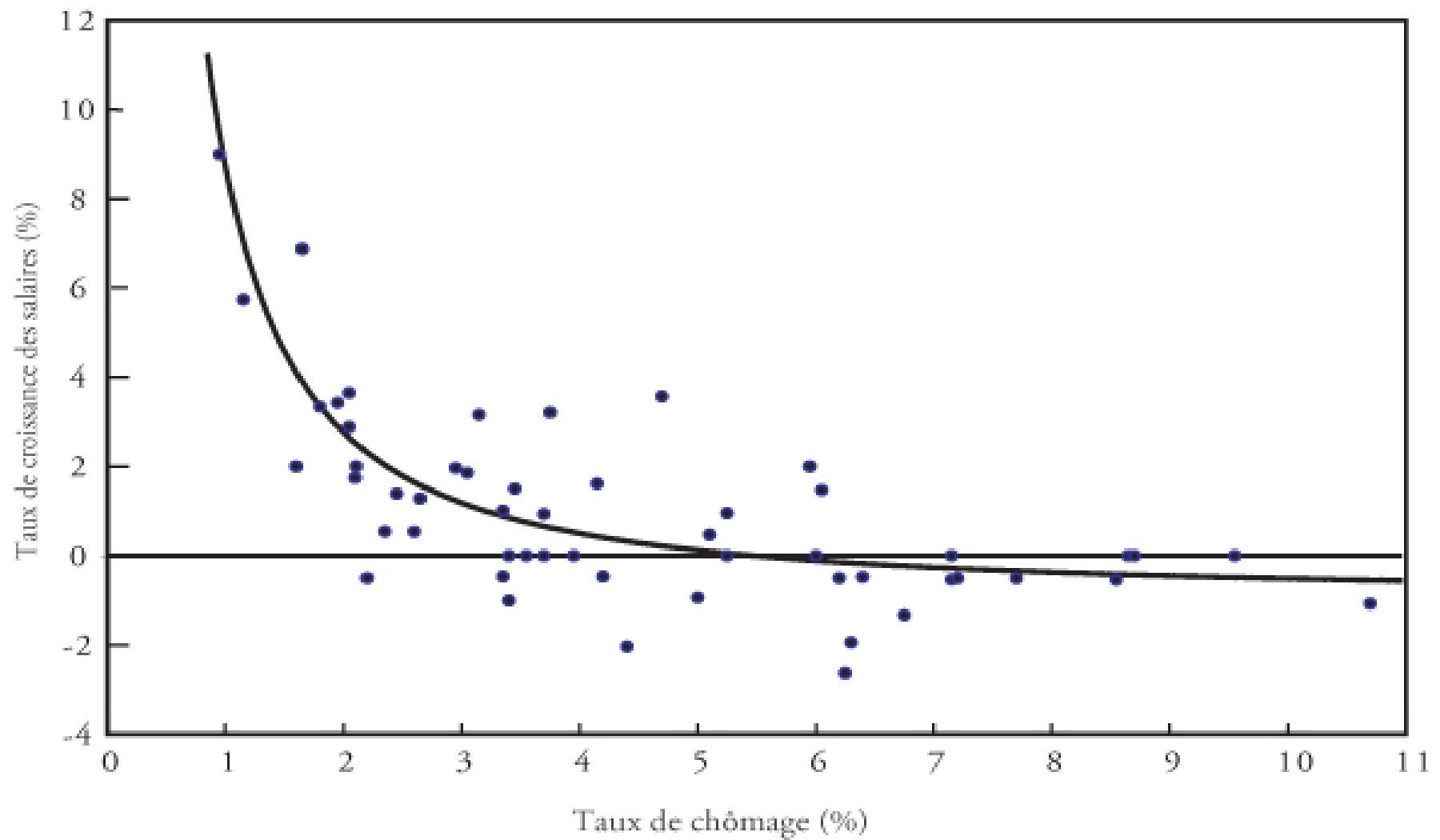
Dans les années 2000, on est très loin de la banque centrale à ses origines, introduite pour rétablir l'ordre monétaire et financier (ex : banque de Suède en 1668 ou banque d'Angleterre en 1694)

LE CADRE théorique

Phillips, *Economica*, 1958: “The relationship between unemployment and the rate of change of money wages in the UK 1861-1957”.

Etablissement d'une corrélation négative entre inflation et chômage.

Après la Seconde guerre mondiale, certains interpréteront cette corrélation comme une causalité.



Note: Courbe de Phillips. Source: "1958-2008, avatars et enjeux de la courbe de Phillips", Revue de l'OFCE.

LE CADRE théorique

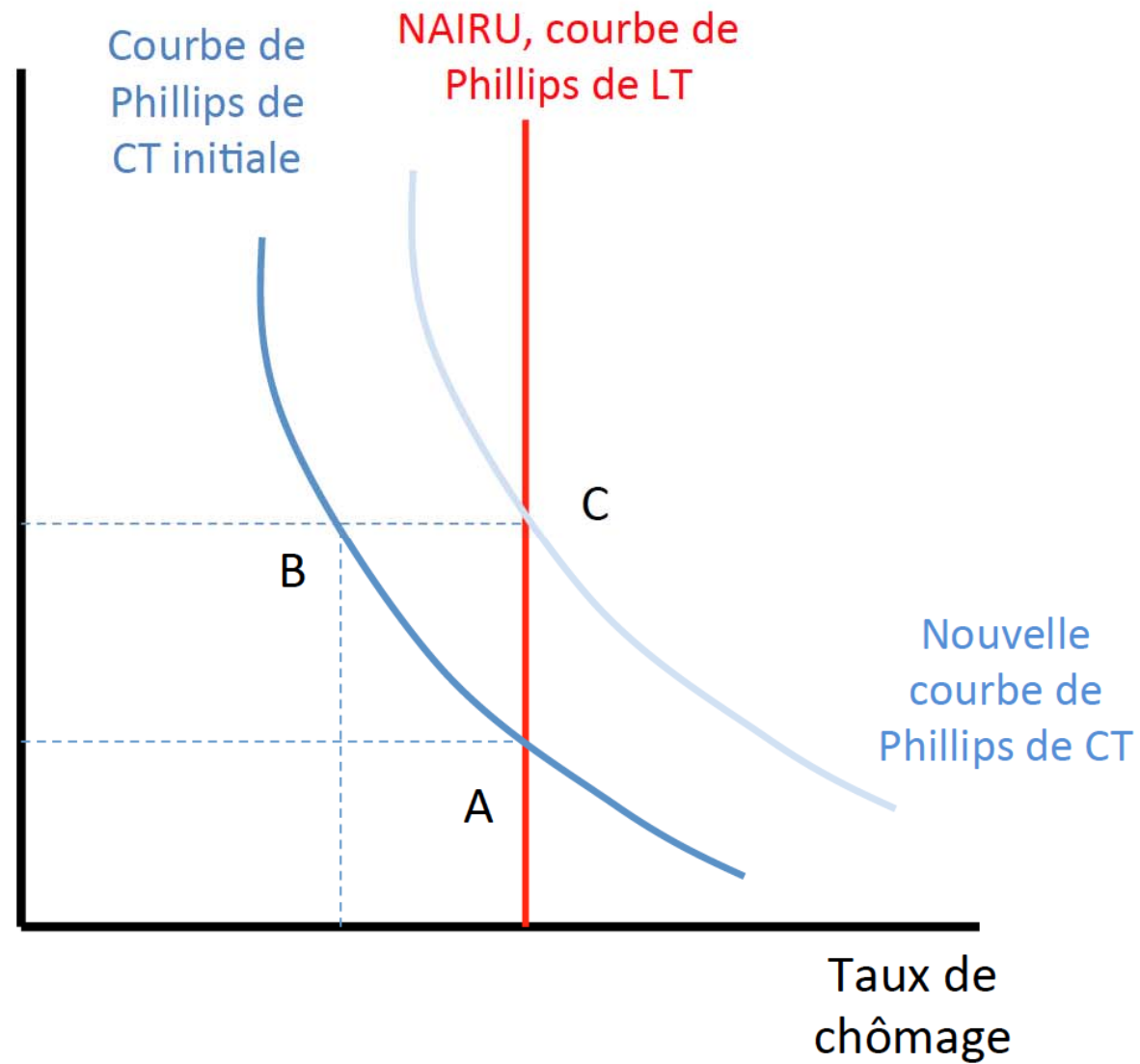
Relation entre inflation et activité: **la remise en cause monétariste**

Friedman (1968) et Phelps (1968)

- ❑ Remise en cause de la courbe de Phillips.
- ❑ A long terme seuls les déterminants réels (démographie, productivité) expliquent la croissance.

Le contexte de la « stagflation » des années 1970 semble leur donner raison.

Taux
d'inflation



Note: Courbe de Phillips à court terme (CT) et à long terme (LT).

LE CADRE théorique

Critique de M. Friedman. Son raisonnement suit la logique suivante :

- Dans un premier temps, la relance fera reculer le chômage (passage au point B sur le graphique)
- Mais, avec l'inflation en résultant, les salariés se rendront compte que leur pouvoir d'achat a baissé.
- Pour compenser cette perte, ils revendiqueront des augmentations de salaire.
- S'ils y parviennent, les entreprises pâtiront d'une hausse du coût de leur main-d'œuvre et licencieront.
- Résultat, le chômage reviendra à son niveau initial et l'inflation aura augmenté (passage au point C sur le graphique).

LE CADRE théorique

L'existence d'une relation entre masse monétaire et niveau des prix est observée depuis longtemps :

- En Espagne au 16ème siècle: l'abondance de métaux précieux importé des Amériques aurait provoqué une forte inflation (prix multiplié par 5 en Espagne - l'inflation a suivi la « route de l'or »).
- David Hume (De la circulation de la monnaie, 1752): « il est évident que le plus ou le moins de circulation est sans conséquence, car le prix des marchandises est toujours proportionnel à l'abondance de la monnaie »

Equation quantitative: $M.V = P.T$

LE CADRE théorique

L'équation des échange est au départ une simple identité comptable

Elle devient une relation théorique lorsqu'on pose des hypothèses sur ses arguments :

1. V constante
2. Salaires et prix parfaitement flexibles
3. Volume de production Y constant à court terme

Dans ce cadre d'hypothèses, la théorie quantitative de la monnaie offre une explication aux mouvements du niveau général des prix : ils découlent uniquement des variations de la quantité de monnaie.

Ce que Milton Friedman exprime par : « **L'inflation est partout et toujours un phénomène monétaire** »

LE CADRE théorique

La **synthèse néo-keynesienne**:

- Clarida, Gali & Gertler (1999); Bernanke & Woodford (1997)

Les facteurs réels prédominent à long terme mais, à court terme, les prix sont rigides et la politique monétaire efficace

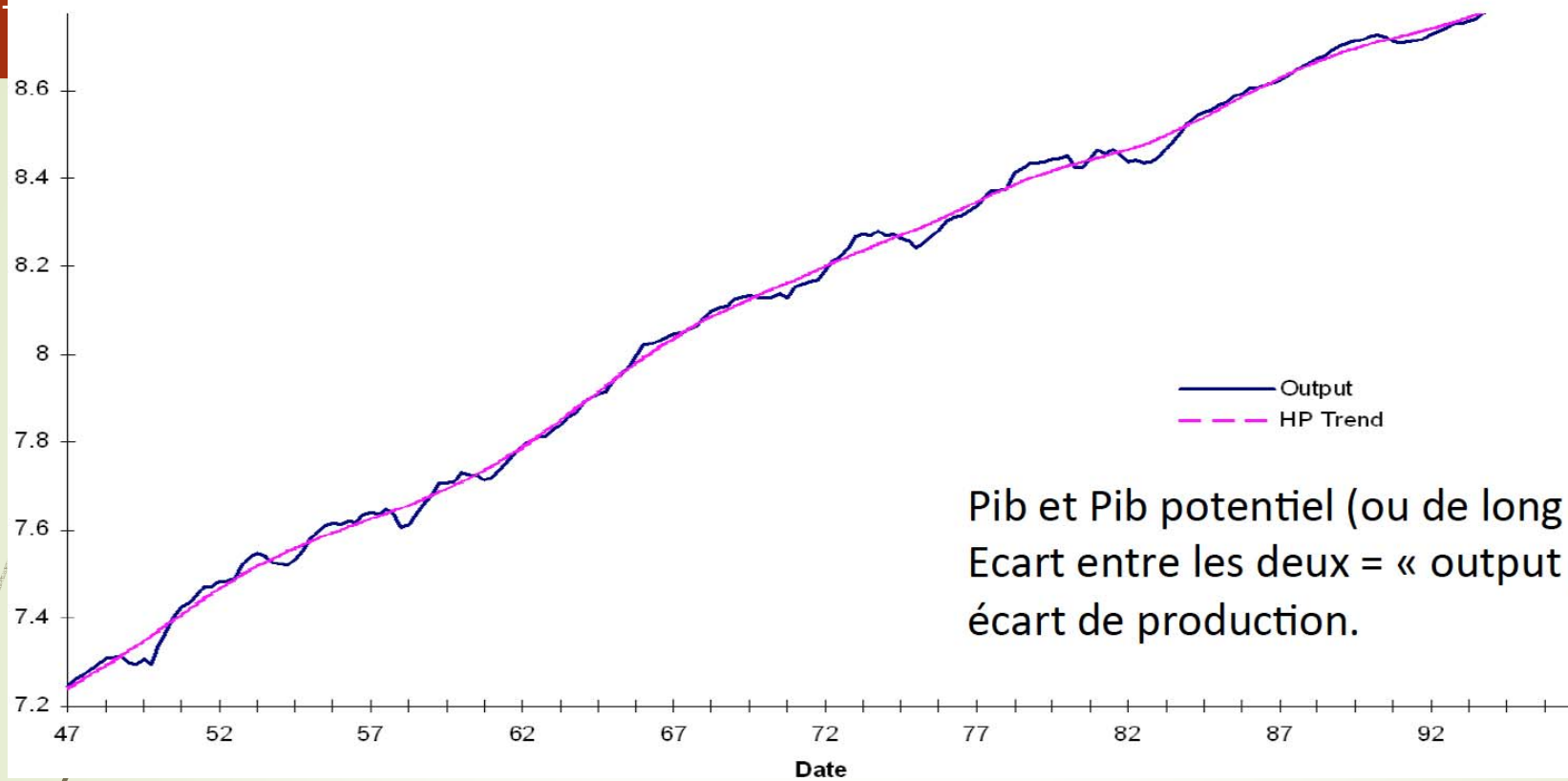
Exemple: les coûts de catalogue

LE CADRE théorique

Les **modèles néo-kéynesiens**:

- Modèles macro "micro-fondés" (agent maximisateur)
- Anticipations rationnelles (l'inflation de demain dépend de ce que l'on anticipe aujourd'hui)
- Les fluctuations de l'économie proviennent de chocs aléatoires (une hausse de la productivité qui fait suite à une innovation technologique)
- Imperfections des marchés (concurrence monopolistique)
- Rigidités des prix et des salaires (toutes les firmes ne peuvent pas changer leur prix à toutes les périodes)

Ces modèles permettent d'étudier les conséquences de la réaction des agents à une nouvelle politique (Robustes à la critique de R. Lucas)



Pib et Pib potentiel (ou de long terme).
Ecart entre les deux = « output gap » ou
écart de production.

Note: Tendence et business cycle de la production
aux USA.

LE CADRE théorique

Fluctuations de court terme autour d'une tendance de long terme

Quel rôle pour la politique monétaire ?

- Abandon des stratégies de « réglage fin »
- Mener une action contra-cyclique (en réduisant l'output gap)

OBJECTIFS, INSTRUMENTS ET STRATÉGIES

La politique monétaire: ensemble des décisions et des actions mises en œuvre par les autorités monétaires afin d'atteindre un certain nombre d'objectifs en matière d'inflation, de taux de change, de croissance ou d'emploi.

Deux champs distincts:

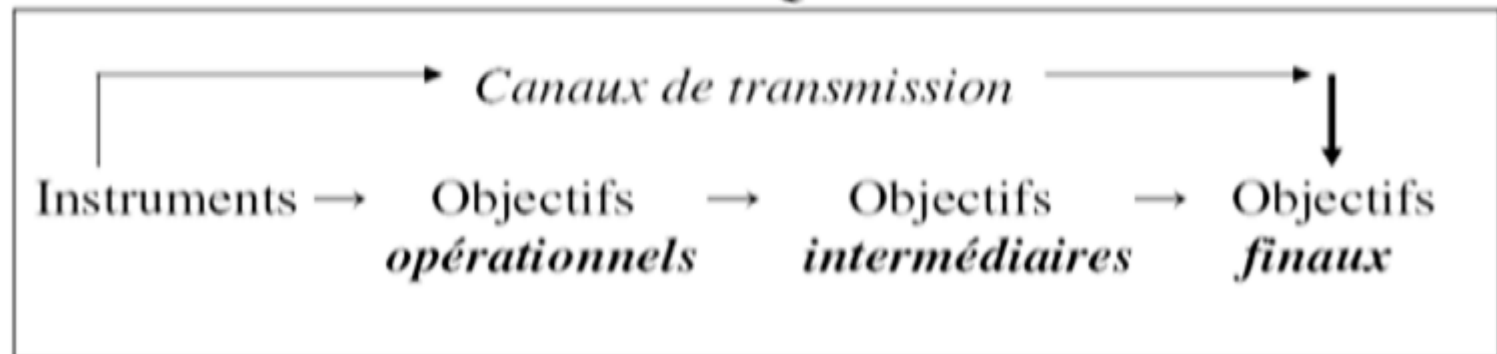
1. Agir sur l'activité, l'emploi, la croissance...
2. Garantir la valeur de la monnaie
 - Valeur « interne » = stabilité des prix
 - Valeur « externe » = le taux de change

OBJECTIFS, INSTRUMENTS ET STRATÉGIES

Notion d'arbitrage ou « trade-off » : choisir entre les deux objectifs.

A partir des années 1990, l'objectif principal des BC est devenu majoritairement la stabilité des prix.

REGIME DE POLITIQUE MONETAIRE



OBJECTIFS, INSTRUMENTS ET STRATÉGIES

Objectif de stabilité des prix.

Quel est le « bon » niveau d'inflation ?

Un niveau positif d'inflation est bénéfique à l'économie jusqu'à un certain seuil :

- Qu'il y ait dans l'économie un peu plus d'encaisses monétaires disponibles que de biens et services à acheter facilite les transactions.
- Que la monnaie perde un peu de sa valeur profite à ceux qui s'endettent, donc à ceux qui investissent.

OBJECTIFS, INSTRUMENTS ET STRATÉGIES

Risque de la déflation: situation de baisse généralisée des prix, s'accompagnant d'un effondrement de la production.

- Situation redoutable où plus personne ne dépense : « la monnaie colle aux mains ! ».
- Difficile d'en sortir: trappe à liquidité et taux nominal nul. Ex: Japon 1990-2010; Etats-Unis 1930-1940; crise 2007-2008
- Déflation à montée du chômage du fait de la rigidité des salaires nominaux. Akerlof, Dickens et Perry (2000) estiment sur la période 1954-1999 aux USA que le taux d'inflation optimal se situerait entre 2 % et 3 % : en dessous, une accélération de l'inflation serait associée à une amélioration de la situation de l'emploi tandis qu'au-dessus cet effet positif disparaîtrait.

OBJECTIFS, INSTRUMENTS ET STRATÉGIES

Il faut donc un peu d'inflation. Mais, au-delà d'un certain seuil, les coûts de l'inflation l'emportent sur ses bénéfices.

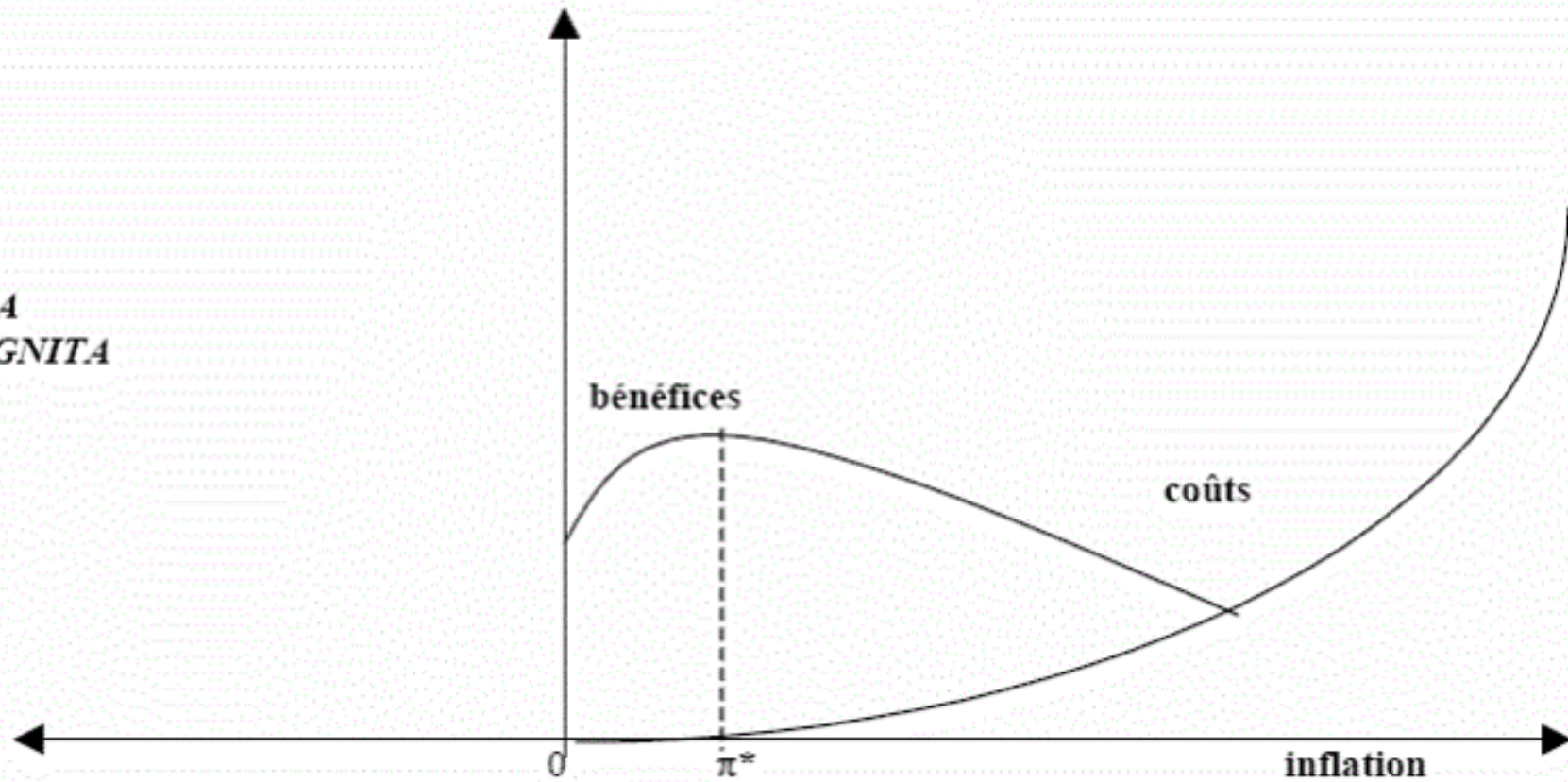
- Inflation anticipée: « coûts d'étiquette » et « coûts de semelles de chaussures »
- Inflation non anticipée : mauvaise allocation des ressources

L'incertitude sur l'inflation (mesurée par sa variance) est corrélée avec le niveau de l'inflation : quand l'inflation augmente, elle devient plus variable et plus difficile à prévoir.

Difficulté de limiter l'inflation quand elle commence à croître: « métaphore du dentifrice » (Karl Oho Pohl, figure du monétarisme allemand des 1980's)

Coûts et bénéfices de l'inflation

*TERRA
INCOGNITA*



Note: Quel est le bon niveau d'inflation. Source: De Grauwe (1990)

OBJECTIFS, INSTRUMENTS ET STRATÉGIES

Incertitude sur l'inflation

- Difficulté à calculer le taux d'intérêt réel
- Incertitude sur la répartition des revenus réels entre prêteurs et emprunteurs.
- Conclusion: les choix économiques sont rendus difficiles

OBJECTIFS, INSTRUMENTS ET STRATÉGIES

L'inflation, phénomène autoréalisateur

- Si on anticipe des prix plus élevés demain, on achète aujourd'hui, les prix augmentent
- La hausse des prix peut s'alimenter d'elle-même : de l'inflation à l'hyperinflation
- La valeur de la monnaie chute
- L'hyperinflation conduit à la démonétisation nationale: recours au troc, à d'autres monnaies, dollarisation.

OBJECTIFS, INSTRUMENTS ET Stratégies

Les **instruments** de la politique monétaire

1. Les facilités permanentes
2. Les opérations d'Open Market
3. Les réserves obligatoires

OBJECTIFS, INSTRUMENTS ET Stratégies

- La BC ne recourt pas seulement aux « open market operations »...
- Elle recourt aussi aux « open mouth operations » (Guthrie & Wright, 2000)
- La communication active le canal des anticipations (le plus important pour les néo-keynésiens) : la valeur courante des variables dépend de leur valeur future anticipée
- La BC doit parvenir à ancrer les anticipations en les guidant par ses prévisions
- « Markets do the job » (Blinder, 2004)

OBJECTIFS, INSTRUMENTS ET Stratégies

- Principe de Tinbergen
 - Interprétation stricte : à chaque objectif son instrument
 - Interprétation souple : au moins autant d'instruments que d'objectifs
- Principe de Mundell : chaque instrument doit être affecté à l'objectif pour lequel il est le plus efficace

Les nouveaux objectifs, instruments, et canaux de la politique monétaire

SYNTHESE

Nouveaux objectifs, instruments et canaux

Éléments de la stratégie	Avant la crise	Pendant la crise
Objecifs finaux	<ol style="list-style-type: none"> 1) Stabilité des prix 2) Croissance 3) Lissage du taux directeur 	<ol style="list-style-type: none"> 1) Stabilité financière 2) Récession/déflation
Instruments	<ol style="list-style-type: none"> 1) Taux d'intérêt 2) Communications 	<ol style="list-style-type: none"> 1) Bilan (taille, structure) 2) Taux d'intérêt 3) Communication 4) Macroprudentiel
Canaux	<ol style="list-style-type: none"> 1) Anticipations 2) Taux d'intérêt 3) Canal du bilan des firmes 	<ol style="list-style-type: none"> 1) Canal du prix des actifs 2) Canal du bilan bancaire 3) Canal du crédit bancaire 4) Canal de la prise de risque