

# Les objectifs de la politique monétaire

CPGE 1

Marine Salès-Juet

2023/2024

# Plan du cours

- 1 Définitions
- 2 Historique de la conception de la politique monétaire à travers l'évolution de la courbe de Phillips
- 3 Objectifs de la politique monétaire
- 4 L'indépendance et la transparence des banques centrales sont au service de leur crédibilité

# Plan

- 1 Définitions
- 2 Historique de la conception de la politique monétaire à travers l'évolution de la courbe de Phillips
- 3 Objectifs de la politique monétaire
- 4 L'indépendance et la transparence des banques centrales sont au service de leur crédibilité

## Définitions

- Ensemble des décisions et actions prises par les **banques centrales** visant à agir à **court** terme sur la situation économique en fonction des **déséquilibres existants**, par l'intermédiaire de la **quantité de monnaie en circulation** et/ou par l'intermédiaire du **taux d'intérêt directeur**.
- Objectifs **finaux** : Nicholas Kaldor (1971).
- Objectifs **intermédiaires** : quantité de monnaie et/ou sur le taux directeur.

# Plan

- 1 Définitions
- 2 Historique de la conception de la politique monétaire à travers l'évolution de la courbe de Phillips
  - Avant les années 60 : politiques monétaires contra-cycliques
  - A partir des années 60 : les monétaristes et les anticipations adaptatives
  - A partir des années 70 : les nouveaux classiques et les anticipations rationnelles
  - A partir des années 80 : les nouveaux keynésiens et les rigidités nominales
  - A partir des années 2010 : la politique monétaire de contrôle des taux d'intérêt à long terme
  - A partir de 2022 : le resserrement des politiques monétaires

## Avant les années 60 : politiques monétaires contra-cycliques

- Doctrine et théorie **keynésienne**.
- Avec l'appui de la **courbe de Phillips (1958)** : équation "**manquante**" du modèle IS-LM.
  - Lien entre les variables **monétaires** et **réelles**, entre le **court** terme et le **long** terme.

## La courbe de Phillips initiale

- **Alban Phillips**

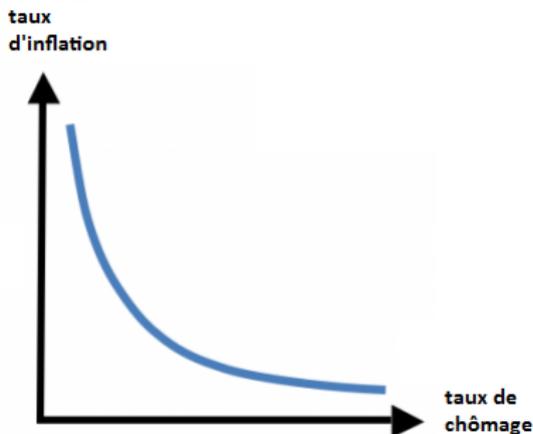
The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957

(1958) : relation statistique **décroissante** entre le taux de **chômage** et le taux de croissance des salaires **nominaux** en **Grande Bretagne** (1861-1957).

- Comment expliquer cette relation **décroissante** ?

# La courbe de Phillips de Solow et Samuelson

- **Paul Samuelson et Robert Solow**  
Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy (1960)



# La courbe de Phillips de Solow et Samuelson

- Hypothèses :

- ① **Prédominance** des charges salariales dans les coûts de production.
- ② Méthode de fixation des prix de vente par les entreprises selon le mode : **coût de production** + **marge** = prix de vente.
- ③ Productivité du travail **constante**.

## La courbe de Phillips de Solow et Samuelson

- Si le **salair nominal** augmente, du fait d'un taux de chômage relativement **faible** dans l'économie, le **coût de production des entreprises augmente** (hypothèse) et le profit des entreprises baisse **car** la productivité des travailleurs est **constante** (hypothèse).
- Or, si la méthode de fixation des prix dépend d'un niveau de marge **donné** (hypothèse), les prix **augmentent** nécessairement pour **compenser** la hausse des coûts de production.

⇒ Ainsi, si les salaires nominaux augmentent, les prix augmentent **nécessairement**.

## Avant les années 60 : politiques monétaires contra-cycliques

⇒ Mise en place de politiques monétaires **contra-cycliques** : on peut lutter contre la récession et la surchauffe par des politiques conjoncturelles efficaces de « **stop-and-go** » et par un réglage **fin** de la politique économique conjoncturelle.

⇒ Une politique monétaire **expansionniste** permet de **relancer** l'activité à **court** terme car les agents sont victimes de l'illusion monétaire et/ou les prix sont rigides à court terme, et dès que la relance commence à peser sur les prix à **moyen terme/long terme**, on met en place une politique monétaire **restrictive** pour calmer l'**inflation**.

# A partir des années 60 : les monétaristes et les anticipations adaptatives

- Remise en cause de l'**efficacité** des politiques conjoncturelles **contra-cycliques** :
  - **Stagflation**.
  - L'hypothèse des **anticipations adaptatives** de Milton Friedman (et Edmund Phelps).

## La courbe de Phillips augmentée des anticipations

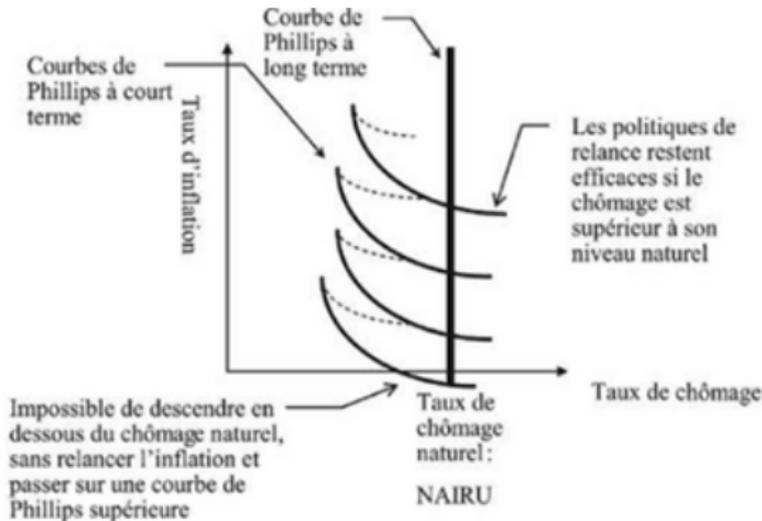
- **Court terme** : arbitrage inflation-chômage existe.
- **Long terme** : absence d'arbitrage inflation-chômage.

## La courbe de Phillips augmentée des anticipations

- **Court terme** : l'injection de monnaie crée de l'inflation mais les agents économiques ne s'en rendent pas compte → **Baisse des salaires réels** → Baisse des coûts de production des entreprises → Hausse de la production et de l'emploi.
- **Long terme** : négociation des salaires **nominaux** → **Hausse des salaires réels** → Hausse des coûts de production → **Baisse de la demande de travail** par les firmes.

⇒ Retour du taux de chômage à **son niveau naturel** mais avec **un niveau de prix plus élevé** que celui constaté avant la hausse de la masse monétaire.

# La courbe de Phillips augmentée des anticipations



Source : Denis ANNE et Yannick L'HORTY, *Economie de l'emploi et du chômage*, Coursus, 2013.

# A partir des années 60 : les monétaristes et les anticipations adaptatives

⇒ Ne pas mettre en œuvre de politiques monétaires **discrétionnaires** (ne répondant pas à une règle), génératrices d'**inflation** sans aucune hausse de l'emploi à **long** terme.

⇒ Règle du **K % monétariste**.

## A partir des années 70 : les nouveaux classiques et les anticipations rationnelles

- La "révolution" des anticipations **rationnelles**.
- La **nouvelle école classique** : Robert Lucas, Robert Barro, Thomas Sargent, Finn Kydland, Edward Prescott.

## A partir des années 70 : les nouveaux classiques et les anticipations rationnelles

- Robert Lucas Expectations and the Neutrality of Money (1972) : les agents utilisent **correctement** toute l'information disponible et ne se trompent pas **en moyenne**, même à court terme car ils ont en tête le « modèle » de l'économie.
- Concept des anticipations rationnelles présenté initialement par **John Muth (1961)**.

## A partir des années 70 : les nouveaux classiques et les anticipations rationnelles

⇒ Toute politique économique conjoncturelle (monétaire comme budgétaire) a donc **uniquement** des effets inflationnistes, et il est impossible de modifier le taux de chômage par rapport au **taux de chômage naturel**.

⇒ **Abandon** des politiques conjoncturelles **discrétionnaires** visant à **surprendre** les agents pour des **règles transparentes** et des politiques économiques **structurelles**.

## A partir des années 80 : les nouveaux keynésiens et les rigidités nominales

- L'efficacité d'une politique monétaire n'est pas conditionnée uniquement par la **rationalité des anticipations** formulées par les agents.
- **Problème : rigidités nominales** (sensibilité du salaire nominal **aux prix Vs réelles** : sensibilité du salaire réel au **taux de chômage**).

## A partir des années 80 : les nouveaux keynésiens et les rigidités nominales

- **Stanley Fischer** Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule (1977)
  - Anticipations **rationnelles**.
  - Rigidités **nominales** : contrats de travail re-négociables tous les 2 ans par exemple.
  - Décisions de politique monétaire prises **tous les ans**.

## A partir des années 80 : les nouveaux keynésiens et les rigidités nominales

- Les agents négocient leur salaire **aujourd'hui, pour deux ans**, compte tenu de la politique monétaire future anticipée **aujourd'hui**.
- En cas de choc **négalif non anticipé** touchant l'économie l'année prochaine, les autorités monétaires injectent **plus de monnaie que prévu** initialement.
- Les salaires nominaux **ne changent pas...** même si les salariés **savent** que leur pouvoir d'achat a baissé.

## A partir des années 80 : les nouveaux keynésiens et les rigidités nominales

- **Baisse du salaire réel** permise par la hausse des prix suscitant l'**augmentation du niveau d'activité** l'année prochaine.
- **Deux ans après**, les salariés vont revendiquer des hausses de leurs salaires nominaux ; les coûts de production des entreprises **augmentent** ; ce qui entraîne une hausse du chômage qui revient à son niveau **naturel**, associée à un niveau d'inflation plus élevé qu'*ex ante*.

## A partir des années 80 : les nouveaux keynésiens et les rigidités nominales

⇒ Dans une économie où les décisions de politique monétaire sont prises **toutes** les périodes tandis que celles concernant les **salaires** ne sont prises que toutes les deux périodes, avec des agents effectuant des anticipations **rationnelles**, la politique monétaire est **efficace à court** terme, mais plus à **long** terme.

## A partir des années 2010 : la politique monétaire de contrôle des taux d'intérêt à long terme

- Suite à la crise de 2007-2008 et à la crise du coronavirus, les banques centrales des principaux pays occidentaux ont craint une **trappe à liquidité** : politique monétaire de **court** terme **purement inefficace**.
- **Pour en sortir**, action nécessaire sur les **taux d'intérêt à long terme** pour inciter les agents économiques à **agir dès aujourd'hui (investir notamment)**, et ne plus adopter des **comportements d'attente**.

⇒ Politique de contrôle des **taux d'intérêt à long terme** (*Yield Curve Control*) par l'usage de politiques monétaires "**non conventionnelles**".

# A partir de 2022 : le resserrement des politiques monétaires

- 1 Identifiez les **conséquences actuelles** de la lutte engagée contre l'inflation par la Banque Centrale européenne.
- 2 Montrez à l'aide du **modèle IS-LM** l'impact d'une politique monétaire restrictive.

# Plan

- 1 Définitions
- 2 Historique de la conception de la politique monétaire à travers l'évolution de la courbe de Phillips
- 3 Objectifs de la politique monétaire
  - Objectif de stabilité des prix
  - Objectifs de croissance, d'emploi et de stabilisation de l'économie
  - Conséquence et solutions au biais inflationniste
- 4 L'indépendance et la transparence des banques centrales sont au service de leur crédibilité

# Objectif de stabilité des prix

- « *L'objectif principal du SEBC est de **maintenir** la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son **soutien** aux politiques économiques générales dans la Communauté en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté, tels que définis dans l'article 2.* » Art. 105 du traité de Maastricht (1992).

# Objectif de stabilité des prix

- « *haut niveau d'emploi et une croissance durable et non-inflationniste* ». Art. 2 du traité de Maastricht (1992).
- **Objectif intermédiaire** : croissance de l'agrégat monétaire M3 compatible avec un taux d'inflation **en dessous mais proche de 2 %**.



# Objectif de stabilité des prix

- « *maintenir en moyenne une croissance des agrégats monétaires et de la quantité de crédit compatible avec le potentiel de croissance de la production, de manière à tendre vers les objectifs suivants : **un taux d'emploi maximum, des prix stables et des taux d'intérêt à long terme peu élevés.*** » Humphrey Hawkins Act (1978).



# Objectif de stabilité des prix

- **Objectif intermédiaire** : objectif d'inflation fixé à **2 %** depuis 2012.
- La **Nouvelle Zélande** est le premier pays qui en 1989 s'est doté d'une politique de **ciblage de l'inflation** : rendre **public** le taux d'inflation annuel visé.

# Objectif de stabilité des prix

- Olivier Blanchard (2021), Joseph Gagnon et Madi Sarsenbayev (2022) plaident pour un objectif d'**au minimum 3 % jusqu'à 4 %** pour avoir **plus de marge** pour baisser les taux d'intérêt en **bas** de cycle.

# Objectif de stabilité des prix

- « *La stabilité des prix améliore la **transparence** du mécanisme de prix relatifs, évitant ainsi des **distorsions** et contribuant à assurer une **répartition efficace** des ressources réelles, à la fois dans le temps et en termes d'affectation. Une répartition plus efficace des ressources accroît le **potentiel productif** de l'économie.* »

# Objectifs de la politique monétaire

	Texte officiel	Stabilité des prix	Stabilité du taux de change	Stabilité de la production	Stabilité financière
<b>Réserve Fédérale (FED)</b>	Humphrey Hawkins Act (1978)	Oui	Non, mais peut intervenir sur le marché des changes en accord avec le Trésor.	Oui, au même niveau que la stabilité des prix.	Oui, rôle renforcé après la crise de 2007.
<b>BCE</b>	Traité de Maastricht (1992)	Oui	Non, mais le taux de change fait partie du second pilier de la stratégie monétaire. La BCE est seule autorisée à intervenir.	Oui, si l'objectif de stabilité des prix est atteint.	Pas explicitement mais en pratique, oui. Avec l'union bancaire et le comité européen du risque systémique : organismes « accolés » à la BCE.

Figure 1 – Les principaux objectifs des banques centrales occidentales

# Objectif de stabilité des prix

- La Banque centrale européenne (BCE) a publié en mars 2023 pour la première fois de son histoire des **données sur l'impact climatique de ses investissements**.
- L'**empreinte carbone** de ses portefeuilles en obligations d'entreprises a augmenté (+ 62 %) entre 2018 et 2022.

# Objectifs de croissance, d'emploi et de stabilisation de l'économie

- Objectifs « secondaires » parce que les politiques conjoncturelles « discrétionnaires », **qui ne répondent pas à une règle**, sont soumises aux problèmes d'**incohérence temporelle** et de **bias inflationniste** quand les agents sont **rationnels** (NEC).

# Objectifs de croissance, d'emploi et de stabilisation de l'économie

## Incohérence temporelle de Finn Kydland et Edward Prescott

Il y a **incohérence temporelle** quand une politique économique conjoncturelle **efficace** aujourd'hui ne l'est plus demain.

Rules Rather than Discretion : The Inconsistency of Optimal Rules Plans (1977)

# Objectifs de croissance, d'emploi et de stabilisation de l'économie

## Biais inflationniste de Robert Barro et Robert Gordon

Les autorités monétaires qui visent à soutenir la croissance en accroissant l'inflation ne sont **pas crédibles**. Leurs actions sont **inefficaces** et **nuisibles** à la stabilité des prix.

Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy  
(1983)

# Objectifs de croissance, d'emploi et de stabilisation de l'économie

- **Hypothèse** : anticipations **rationnelles**.
- **Mécanisme économique** : inflation "**surprise**".

# Objectifs de croissance, d'emploi et stabilisation de l'économie

- Alors même que le niveau d'inflation visé était **optimal aujourd'hui**, une fois qu'il a été **intégré** dans les comportements des agents, les autorités monétaires n'ont **plus intérêt** à respecter ce niveau d'inflation : création alors d'une **inflation "surprise"** par une injection de liquidités **inattendue**, mais qui sera **également anticipée** rationnellement par les agents économiques...
- La politique monétaire optimale **à un moment donné** ne l'est plus l'instant d'après.

# Objectifs de croissance, d'emploi et stabilisation de l'économie

- Les autorités monétaires qui visent à **soutenir la croissance** en accroissant l'inflation ne sont alors **pas crédibles**. Leurs actions sont **inefficaces** et **nuisibles** à la stabilité des prix.

## Conséquence et solutions au biais inflationniste

- **Risque** : les agents vont demander tout le temps des augmentations de salaire **pour se protéger** en cas d'accélération de l'inflation !  
Même si au final la banque centrale n'émet pas plus de monnaie et ne crée pas d'inflation... Risque **inflationniste** fort.

⇒ Il faut **ancrer** les anticipations en assurant la **crédibilité** des banquiers centraux.

## Solutions au biais inflationniste

- **Solution** : garantir l'**indépendance politique** des banquiers centraux !
- Carl Walsh Optimal Contracts for Central Bankers (1995).
- Kenneth Rogoff The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target (1985).
- Adopter des **règles de comportements ou d'objectifs** : **transparence**.

# Plan

- 1 Définitions
- 2 Historique de la conception de la politique monétaire à travers l'évolution de la courbe de Phillips
- 3 Objectifs de la politique monétaire
- 4 L'indépendance et la transparence des banques centrales sont au service de leur crédibilité
  - L'indépendance des banques centrales assure la crédibilité des banques centrales
  - La transparence des banques centrales assure leur crédibilité
  - L'indépendance et la transparence des banques centrales peuvent cependant fragiliser les économies

# Qu'est-ce que l'indépendance des banques centrales ?

- Deux **types** d'indice : **légaux** ou de **pratique effective**.
- Exemple : indice légal d'Alex Cukierman, Steven Webb et Bilin Neyapti Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes (1992).
  - Le **statut** de ses dirigeants : nomination, durée des mandats.
  - Les **modalités de formulation** de la politique monétaire.
  - Les **objectifs** de la banque centrale.
  - Les **restrictions existantes** quant aux possibilités de prêts à l'Etat.

## L'arithmétique déplaisante

- Face à une politique budgétaire **expansionniste** menant à une **insoutenabilité** de la dette publique, il existe une « arithmétique déplaisante » selon Thomas Sargent et Neil Wallace (1981) :
  - Régime de "**domination monétaire**" : le gouvernement s'adapte.
  - Régime de "**domination budgétaire**" : la banque centrale s'adapte.

# L'arithmétique déplaisante

« L'arithmétique déplaisante » de Thomas Sargent et Neil Wallace

La politique monétaire, même confiée à une entité indépendante, reste *in fine* liée au gouvernement.

Elle est soumise à une **arithmétique déplaisante**.

Some unpleasant monetarist arithmetic (1981)

## L'arithmétique déplaisante

- Si l'indépendance **réduit** certes le **risque de monétisation**, celui-ci existe toujours et elle peut ne pas être suffisante pour garantir la **crédibilité** de la banque centrale si, en parallèle, le gouvernement mène une **politique budgétaire laxiste**.

## L'arithmétique déplaisante

- Les vertus apparentes de l'indépendance sont donc à **nuancer**. De plus, l'indépendance peut être à l'origine d'un **déficit démocratique**. Il convient alors de l'accompagner par une obligation de **transparence** (« *accountability* »).

# La transparence des banques centrales assure leur crédibilité

- Fournir au grand public et aux marchés, **ouvertement, clairement et en temps voulu** toutes les informations utiles concernant sa stratégie, ses analyses et ses décisions.
- La banque centrale expose **clairement** son interprétation du mandat qui lui a été confié et se montre disposée à **communiquer** sur ses objectifs de politique monétaire.

# L'indépendance et la transparence des banques centrales peuvent cependant fragiliser les économies

## Le paradoxe de la crédibilité de Claudio Borio et Ilhyock Shim

Une **politique monétaire crédible de lutte contre l'inflation** pourrait contribuer à une **dynamique de fragilisation financière** de l'économie.

What Can Macro-Prudential Policy do to Support Monetary Policy ? (2007)

# L'indépendance et la transparence des banques centrales peuvent cependant fragiliser les économies

- Un **sentiment exagéré de sécurité** de la part des agents économiques de par l'action **crédible et durable** des autorités monétaires les amène à **prendre des risques** en particulier sur les marchés financiers !
- Des comportements **court-termistes**, risqués apparaissent, **préjudiciables à la stabilité financière**.

# L'indépendance et la transparence des banques centrales peuvent cependant fragiliser les économies

- Démonstré empiriquement par Maximilian Grimm, Òscar Jordà, Moritz Schularick et Alan Taylor (2023) : une politique monétaire accommodante **augmente largement la probabilité** qu'une crise financière survienne dans les 10 ans.

# L'indépendance et la transparence des banques centrales peuvent cependant fragiliser les économies

⇒ Inflation des prix des biens et services **bien maîtrisée** mais inflation du prix des **actifs financiers**.

⇒ **Conséquence possible** : la crise des *Subprimes*.