

Chapitre 4 - Les objectifs de la politique monétaire

EXTRAIT DU PROGRAMME : 3. L'équilibre macroéconomique et l'analyse des politiques économiques. Justifications et limites de l'intervention de l'État dans l'économie. Politiques économiques : nature, objectifs et instruments.

PLAN DU COURS

- I. DEFINITIONS**
- II. HISTORIQUE DE LA CONCEPTION DE LA POLITIQUE MONETAIRE A TRAVERS L'EVOLUTION DE LA COURBE DE PHILLIPS**
 - A. AVANT LES ANNEES 60 : LES POLITIQUES MONETAIRES CONTRA-CYCLIQUES**
 - B. A PARTIR DES ANNEES 60 : LES MONETARISTES ET LES ANTICIPATIONS ADAPTATIVES**
 - C. A PARTIR DES ANNEES 70 : LES NOUVEAUX CLASSIQUES ET LES ANTICIPATIONS RATIONNELLES**
 - D. A PARTIR DES ANNEES 80 : LES NOUVEAUX KEYNESIENS ET LES RIGIDITES NOMINALES**
 - E. A PARTIR DES ANNEES 2010 : LA POLITIQUE MONETAIRE DE CONTROLE DES TAUX D'INTERET A LONG TERME AU RESSERREMENT MONETAIRE**
 - F. A PARTIR DE 2022 : LE RESSERREMENT DES POLITIQUES MONETAIRES**
- III. OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONETAIRE**
 - A. OBJECTIF DE STABILITE DES PRIX**
 - B. OBJECTIFS DE CROISSANCE, D'EMPLOI ET STABILISATION DE L'ECONOMIE**
 - C. CONSEQUENCE ET SOLUTIONS AU BIAIS INFLATIONNISTE**
- IV. L'INDEPENDANCE ET LA TRANSPARENCE DES BANQUES CENTRALES SONT AU SERVICE DE LEUR CREDIBILITE**
 - A. L'INDEPENDANCE DES BANQUES CENTRALES ASSURE LA CREDIBILITE DES BANQUES CENTRALES**
 - 1. QU'EST-CE QUE L'INDEPENDANCE DES BANQUES CENTRALES ?**
 - 2. LA CRITIQUE DE L'INDEPENDANCE DES BANQUES CENTRALES : L'ARITHMETIQUE DEPLAISANTE**
 - B. LA TRANSPARENCE DES BANQUES CENTRALES ASSURE LEUR CREDIBILITE**
 - C. L'INDEPENDANCE ET LA TRANSPARENCE DES BANQUES CENTRALES PEUVENT CEPENDANT FRAGILISER LES ECONOMIES**

MOTS CLES : anticipations naïves/adaptatives/rationnelles, courbe de Phillips, rigidités nominales, keynésiens/monétaristes/nouveaux classiques/nouveaux keynésiens, incohérence temporelle, biais inflationniste, indépendance, transparence, crédibilité, règle monétariste du $k\%$, taux d'intérêt directeur, arithmétique déplaisante, paradoxe de la crédibilité.

THEORIES/AUTEURS : Nicholas Kaldor (1971)^{***}, Richard Musgrave (1959)^{***}, Alban Phillips (1958)^{***}, Paul Samuelson et Robert Solow (1960)^{***}, Milton Friedman^{***}, Robert Lucas (1972)^{***}, John Muth (1961)^{***}, Stanley Fischer (1977)^{***}, Olivier Blanchard (2021), Joseph Gagnon et Madi Sarsenbayev (2022), Finn Kydland et Edward Prescott (1977)^{***}, Robert Barro et Robert Gordon (1983)^{***}, Carl Walsh (1995)^{***}, Kenneth Rogoff (1985), règle monétariste du $k\%$, Alex Cukierman, Steven Webb et Bilin Neyapti (1992), Thomas Sargent et Neil Wallace (1981)^{***}, Claudio Borio et Ilhyock Shim (2007)^{***}, Maximilian Grimm, Òscar Jordà, Moritz Schularick et Alan Taylor (2023)^{***}.

BIBLIOGRAPHIE :

Drobinski, V. (2021). Introduction à l'économie. Ellipses :

Chapitre 11, Section 2 - La critique de la politique monétaire.

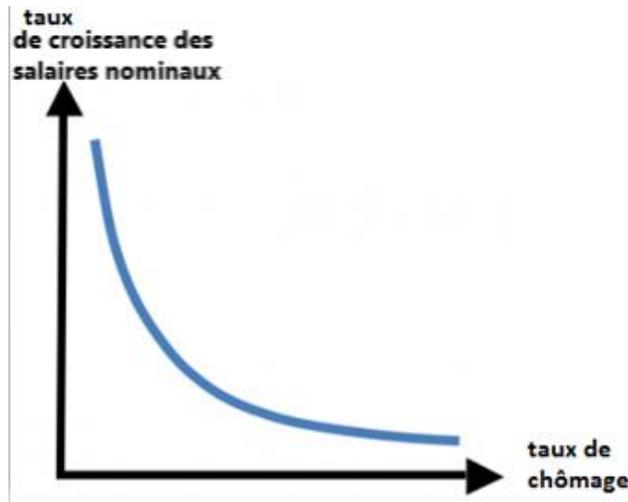
Chapitre 9, Section 2 - L'efficacité de la politique conjoncturelle. La politique monétaire.

QUELQUES SUJETS POUR S'ENTRAINER / REFLECHIR :

- ◆ L'inflation est-elle réellement de retour ? [Sujet écrit ENS 2022]
- ◆ Politique monétaire et création monétaire [Sujet écrit ENS 2015]
- ◆ L'efficacité des politiques économiques [Sujet écrit ENS 2012]
- ◆ Les métamorphoses de la politique macroéconomique au cours des 25 dernières années ont-elles rendu la régulation conjoncturelle plus efficace ?
- ◆ Faut-il cibler l'inflation ?
- ◆ Politique conjoncturelle ou permanente ? [Sujet oral ENS 2022]
- ◆ La BCE doit-elle relever ses taux d'intérêt ? [Sujet oral ENS 2021]
- ◆ Quel est le rôle du taux d'intérêt dans l'économie ?
- ◆ Courbe de Phillips : intérêt et limites

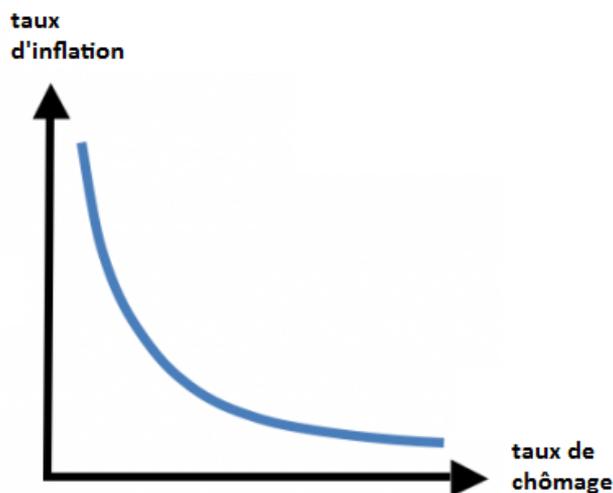
EXERCICE N°1 : Conception de la politique monétaire et évolution de la courbe de Phillips

DOCUMENT N°1 : La courbe de Phillips (1958)



Question 1.1 Par quels mécanismes économiques une relation décroissante entre taux de chômage et taux de croissance des salaires nominaux peut-elle s'expliquer ?

DOCUMENT N°2 : La courbe de Phillips proposée par Paul Samuelson et Robert Solow (1960)

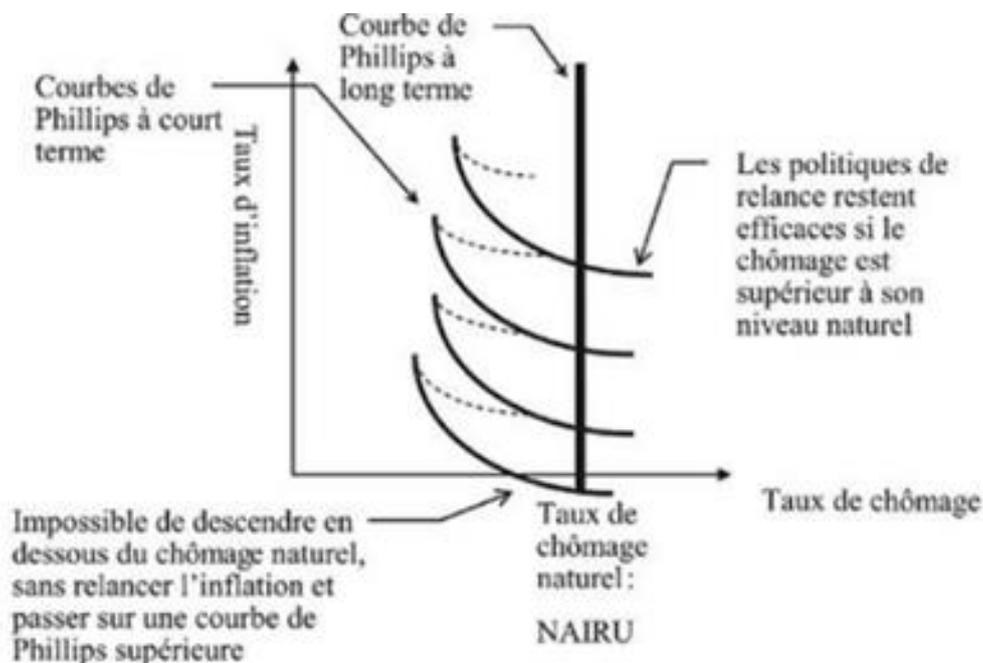


Hypothèses :

- La **prédominance des charges salariales** dans les coûts de production des entreprises.
- Méthode de **fixation des prix de vente** : **coût de production + marge fixe = prix de vente**.
- Productivité du travail **constante**.

Question 1.2 En vous appuyant sur les hypothèses précédentes, expliquez le lien qui a été fait par Paul Samuelson et Robert Solow entre taux d'inflation et taux de croissance des salaires nominaux.

DOCUMENT N°3 : La courbe de Phillips augmentée des anticipations (adaptatives) par Milton Friedman et Edmund Phelps



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

Question 1.3 En utilisant le concept des anticipations adaptatives, expliquez pourquoi à l'arbitrage entre inflation et chômage existe à court terme mais plus à long terme d'après le courant des monétaristes.

EXERCICE N°2 : Les conséquences des politiques monétaires restrictives

Et si le combat était enfin gagné ? Car l'inflation baisse, cela ne fait plus aucun doute. Les prix n'ont augmenté en juillet que de 4,3 % par rapport à juillet 2022, indique l'Insee, alors que l'augmentation sur un an était encore de quasiment 6 % en avril. C'est une bonne nouvelle, mais il est encore bien trop tôt pour crier définitivement victoire.

D'abord, parce qu'une baisse de l'inflation, qui mesure l'évolution des prix sur une année, signifie certes une croissance moins rapide des prix, mais une croissance continue tout de même. Dans l'ensemble, les prix en juillet 2023 sont toujours 12 % plus élevés qu'en janvier 2020. Ensuite, cette décre de l'inflation comporte de nombreux risques.

LA STRATÉGIE DE LA BCE EN QUESTION

La banque centrale européenne (BCE) voit dans cette perte de vitesse le résultat de sa politique de hausse de taux entamée il y a un peu plus d'un an. Fin juillet dernier, elle a remonté pour la neuvième fois son principal taux directeur de 0,25 point de pourcentage pour le porter à 4,25 %, après l'avoir maintenu à 0 entre 2016 et 2022. Le changement est net et cette stratégie a, en effet, d'ores et déjà des

conséquences directes sur le coût du crédit. Notamment des crédits immobiliers qui représentent l'immense majorité des crédits souscrits par les ménages français (87 %, contre 13 % pour les crédits à la consommation). En juillet, dans l'Hexagone, le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits immobiliers s'élevait à 3,05 % (hors frais et assurance), contre 2,36 % en février.

Les volumes de nouveaux crédits baissent eux aussi. « La production de crédits se situe toujours à un niveau supérieur à celui qui prévalait avant la période de taux exceptionnellement bas », précisent toutefois les Notaires de France [1]. 12 milliards de nouveaux crédits ont été accordés en juillet, contre 15 milliards en décembre et moins de 8 milliards en moyenne par mois sur la période 2012-2014.

Du côté de l'investissement des entreprises, l'effet de la hausse des taux ne se fait pas encore pleinement sentir. La croissance des crédits ralentit, certes, mais reste significative (+ 4,4 % en juillet, après + 5,7 % en avril). « Les décisions d'investissement sont prises sur le long terme. Il n'est donc pas étonnant que la transmission de la politique monétaire se fasse moins vite que du côté des ménages, explique Eric Dor, économiste à l'Insee. Ce sera un point à surveiller dans

les prochains mois. » D'autant que l'Insee constate dès à présent une baisse de l'investissement dans les services immobiliers et dans la construction.

Pour l'instant, « c'est la croissance des crédits de trésorerie à court terme qui diminue, tandis que les crédits pour des besoins d'équipement progressent à un rythme stable, détaille Véronique Janod, économiste chez Natixis,



N° 438 SEPTEMBRE 2023 / ALTERNATIVES ÉCONOMIQUES

qui anticipe une résistance de l'investissement dans les prochains mois, pour deux raisons. La course de vitesse à mener sur la transition climatique demande des investissements aux entreprises, qui bénéficient par ailleurs des plans de relance gouvernementaux mis en œuvre après la pandémie. »

D'autres entrevoient à l'inverse un risque que la remontée des taux des crédits aux entreprises en dissuade une partie de réaliser certains investissements, y compris liés à la transition climatique. Et ce, alors qu'il nous faut trouver chaque année pas moins de 66 milliards d'euros pour réaliser nos objectifs de décarbonation, dont la moitié devra être apportée par le secteur privé, a récemment chiffré un rapport de Jean Pisani-Ferry et Selma Mahfouz.

Pour éviter un tel effet adverse, l'ONG Positive Money propose notamment à la BCE de différencier sa politique de taux pour prêter de l'argent moins cher aux banques qui fourniraient ensuite

des crédits pour des activités « vertes » à des entreprises ou des ménages, par exemple pour une rénovation énergétique.

Autre critique : l'institution est désormais accusée d'en faire trop face à l'inflation, au risque de mettre à l'arrêt les économies

forte », a averti Christine Lagarde, la présidente de la BCE.

4,25 %

C'est le niveau du principal taux de refinancement de la BCE, contre 0 % entre 2016 et 2022.

européennes. Surtout que la BCE incite fortement les Etats à suivre sa stratégie en réduisant leurs dépenses. « Les pouvoirs publics devraient retirer rapidement (...) les mesures de soutien [liées à la crise énergétique, NDLR]. Cela est essentiel pour éviter d'accroître les pressions inflationnistes à moyen terme, qui exigeraient sinon une réponse de politique monétaire plus

Supermarché à Montaigne (75). L'inflation ralentit mais les prix continuent d'augmenter, ce qui impacte la consommation, moteur de la croissance française.

© PHOTOFEST/ISTOCK - JORIS LUCAS/50PX

Source : Alternatives Economiques, septembre 2023.

Tournez la page →

Question 2.1 Identifiez les principales conséquences des politiques monétaires visant à lutter contre l'inflation.

Question 2.2 Montrez à l'aide du modèle IS-LM l'impact d'une politique monétaire restrictive.

EXERCICE N°3 : Les objectifs finaux de la politique monétaire des Banques centrales américaine et européenne

Banque centrale européenne :



« L'objectif principal du Système Européen des Banques Centrales (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/sur le fonctionnement de l'UE.

« Haut niveau d'emploi et une croissance durable et non-inflationniste ». Art. 2 du traité de Maastricht/sur le fonctionnement de l'UE.

Réserve fédérale américaine :

« 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).



Question 3.1 Identifiez les objectifs finaux de politique monétaire au sein de l'Union européenne et aux Etats-Unis.

Question 3.2 En quoi ces objectifs finaux divergent-ils ?

EXERCICE N°4 : Les autres objectifs de la politique monétaire des Banques centrales américaine et européenne

DOCUMENT N°1 : Les objectifs des Banques centrales américaine et européenne

	Texte officiel	Stabilité des prix	Stabilité du taux de change	Stabilité de la production	Stabilité financière
Réserve Fédérale (FED)	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.
BCE	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.

DOCUMENT N°2 : La stabilité climatique, un nouvel objectif de la Banque centrale européenne

« le développement **durable** de l'Europe fondé sur [...] un niveau élevé de protection et d'**amélioration** et de la **qualité** de l'environnement. » Article 3 du Traité sur l'Union européenne.

Interview de François Villeroy de Gaulhau, gouverneur de la Banque de France, janvier 2021.

Votre collègue Isabel Schnabel, membre du comité exécutif de la BCE, a prononcé récemment un discours très volontariste sur la nécessité d'intégrer la lutte contre le changement climatique dans les objectifs de la politique monétaire. Soutenez-vous cette évolution ?

Nous en discuterons dans l'Eurosystème à travers notre revue stratégique menée jusqu'à l'automne 2021, mais je vous livre ma conviction personnelle. C'est au nom même de notre mandat de stabilité des prix que nous devons nous préoccuper du changement climatique : celui-ci peut avoir des effets importants sur l'évolution des prix et de la croissance.

A long terme, le changement climatique risque d'entraîner un choc stagflationniste, moins de croissance et plus d'inflation. Et une taxe carbone – indispensable – aura des effets sur les prix relatifs des produits touchés. Mais les effets se lisent dès aujourd'hui. Nous ne

pouvons plus dans nos modèles d'analyse, dans nos prévisions, ignorer le changement climatique. C'est un énorme travail méthodologique, mais il est impératif.

Autre levier : vous savez que la Banque centrale prête de l'argent aux banques et que pour cela elle leur demande des garanties, que lui fournissent les banques. Nous estimons la valeur financière de ces garanties, comme n'importe quel prêteur. Il me paraît essentiel que nous intégrions les risques climatiques dans cette évaluation. Je souhaite ardemment que nous arrivions à définir ces principes d'ici à l'automne prochain ; la BCE sera alors la banque centrale pionnière dans la lutte contre le changement climatique.

Source : Alternatives Economiques, janvier 2021.

Question 4.1 Expliquez en quoi la stabilité climatique est en train de devenir un nouvel objectif pour la Banque centrale européenne.

EXERCICE N°5 : La théorie du biais inflationniste de Robert Barro et Robert Gordon (1983)

Admettons que la banque centrale européenne ajoute à son objectif prioritaire de stabilité des prix, un objectif de croissance et de plein emploi.



Aujourd'hui, face au ralentissement économique, la banque centrale européenne calcule un niveau optimal d'inflation permettant de limiter le niveau du chômage en zone euro. Elle injecte en conséquence de la monnaie dans l'économie de telle sorte à obtenir ce niveau souhaité d'inflation *et* de taux de chômage.

Or les agents économiques sont par hypothèse parfaitement rationnels...

Question 5.1 Déterminez comment un agent économique rationnel va réagir face à une injection de monnaie dans l'économie par la Banque centrale européenne.

Question 5.2 En déduire l'impact sur la conduite de la politique monétaire optimale par les autorités monétaires. Démontrez alors que l'action de la banque centrale n'est jamais crédible.

Question 5.3 Proposez des idées pour assurer la crédibilité des banques centrales.

EXERCICE N°6 : Banques centrales, une indépendance dépendante ?

[...] Officiellement, les banques centrales sont indépendantes. Mais le sont-elles vraiment ? Les doutes s'accroissent. L'inflation qu'elles sont censées éviter tourne autour de 10 %. Fin septembre, la Banque d'Angleterre a acheté en catastrophe des bons du Trésor pour voler au secours des fonds de pension, alors même qu'elle avait annoncé plus tôt qu'elle allait au contraire en vendre pour freiner l'inflation.



En février, les banques centrales des pays occidentaux ont gelé les avoirs de leur homologue russe, sur injonction de leurs gouvernements, sans piper mot. Et alors qu'elles étaient censées ne pas acheter de titres de dette publique, elles en détiennent désormais... le quart ou le tiers du stock total, voire la moitié au Japon. Tout semble donc se passer comme si les banquiers centraux étaient dans la main des gouvernants. Et cela peut paraître normal, car ils leur ressemblent de plus en plus : ils doivent faire des arbitrages politiques.

Au départ, tout était simple. L'indépendance leur avait été accordée pour lutter uniquement contre l'inflation - par un vote du Parlement pour la Banque de France, par un traité constitutionnel pour la Banque centrale européenne.

Ensuite, leurs missions se sont multipliées. Depuis la grande crise financière de 2008, tout le monde trouve normal qu'ils s'efforcent aussi de garantir la stabilité financière, sans qu'aucune loi ne leur confie cette surveillance. L'économiste Michel Aglietta avait souligné dès ce moment que les banques centrales

risquaient de devoir faire des arbitrages à caractère politique entre stabilité monétaire et stabilité financière, ce qui questionnait la nécessité de leur indépendance. Quand Christine Lagarde a pris la tête de la Banque centrale européenne, elle en a pourtant rajouté, expliquant que l'auguste institution devait aussi se soucier des changements climatiques et des inégalités.

Mais une banque centrale peut-elle être complètement indépendante ? Ou totalement dépendante ? « *Le débat est aussi vieux que la banque centrale elle-même* », estime Eric Monnet, économiste et historien. Ce professeur de l'Ecole d'économie de Paris, passé par la Banque de France, explique que la banque centrale a été créée pour sortir la création monétaire du Trésor, la séparer de la politique budgétaire. Il faut ensuite la contrôler sans pour autant la soumettre au pouvoir.

Jusqu'à la Seconde Guerre mondiale, la solution était... un actionnariat privé (les mythiques « deux cents familles ») avec des dividendes plafonnés, des missions assignées de service public et un contrôle du Parlement. Après-guerre, les règles du jeu ont changé, avec un statut public, de nouvelles missions comme la surveillance bancaire et la politique macroéconomique, puis la possibilité du gouvernement de donner des instructions.

A partir des années 1960, de nouveaux fondements théoriques de l'indépendance ont été forgés par des économistes [...]. Milton Friedmann soutient que les banques centrales dépendantes sont plus inflationnistes, ce qui sera confirmé par des travaux empiriques. William Nordhaus avait supposé qu'un gouvernement peut être tenté de surchauffer l'économie à l'approche d'une élection pour faire baisser le chômage.

L'indépendance juridique des banques centrales s'impose à partir des années 1980, au nom de la lutte contre l'inflation. [...] Et le droit fige cette conception.

Quelle que soit la loi, l'indépendance n'est jamais illimitée. Exemple : les gouverneurs de banque centrale sont choisis par l'exécutif, sous le contrôle du législatif. En échange, ils ne peuvent pas être démis de leurs fonctions. Autre exemple : alors que la politique de change a des implications monétaires évidentes, elle est définie par l'exécutif (secrétariat au Trésor aux Etats-Unis, conseil des ministres de l'économie et des finances en Europe).

« *La banque centrale a le devoir de rendre compte à des institutions publiques* », affirme Hélène Rey, professeur à la London Business School. Encore faut-il que ces institutions, à commencer par le parlement, soient outillées pour pouvoir débattre pied à pied avec les banquiers centraux, complète Eric Monnet.

En 1955, la France avait accordé au Maroc « *l'indépendance dans l'interdépendance* ». Ça n'avait pas duré bien longtemps. Pour les banques centrales, c'est plus simple : à chaque époque, elles sont condamnées à inventer de nouvelles formes d'interdépendance avec l'Etat et la démocratie.

Source : Jean-Marc Vittori, Les Echos, 09 décembre 2022.

Question 6.1 Prenons l'exemple d'une politique budgétaire expansionniste durable et soutenue menée par un gouvernement, conduisant à une insoutenabilité de la dette publique. En vous aidant du document précédant, déterminez quelle politique conjoncturelle peut être logiquement mise en place.

Question 6.2 Déterminez dans quelle mesure la politique monétaire est liée au gouvernement, même lorsqu'elle est confiée à une entité indépendante.