

25

La politique monétaire

La politique monétaire est menée par la banque centrale. Elle le fait au moyen de son offre de monnaie et des taux d'intérêt qu'elle pratique, moyens par lesquels son influence sur l'économie est prépondérante

- La section 25.1 définit **l'objet** de la politique monétaire et évoque la question de son **indépendance**.
- La section 25.2 traite de son contenu dans les États modernes, en trois points : **objectifs, stratégies et instruments**.
- La section 25.3 est consacrée à un exposé de la **politique monétaire de la Banque Centrale Européenne** selon le même schéma : son objectif de stabilité des prix, sa stratégie de croissance de la masse monétaire, ses divers instruments d'émission de monnaie de banque centrale.
- La section 25.4 en appelle à la **théorie quantitative de la monnaie** et à diverses formes du **monétarisme** pour étayer les idées quant à l'**efficacité** des politiques monétaires.
- La section 25.5 avertit de ce qu'il faut tenir compte **d'autres facteurs**, plus circonstanciels que ceux mentionnés jusque-là, qui parfois peuvent rendre inopérante la politique monétaire.

Section 25.1

Définition et acteurs

Définition La politique monétaire est

D

25.1

l'ensemble des décisions par lesquelles sont modifiés la quantité de monnaie ou les taux d'intérêt dans l'économie, et qui visent à influencer, selon les circonstances, soit le niveau général des prix soit le niveau du revenu national d'équilibre.

Acteurs Ainsi que l'ont montré les chapitres 17 et 18, la quantité de monnaie présente dans l'économie ainsi que les taux d'intérêt pratiqués sur les marchés sont très largement déterminés par la banque centrale.

Dans la mesure où les objectifs de cette autorité monétaire sont identiques à ceux de l'autorité politique, à savoir ceux que nous avons exposés au chapitre précédent, la banque centrale mène cette politique en coordination avec le gouvernement. L'étroitesse et les formes de cette collaboration varient cependant selon les pays, d'autant plus que le degré d'indépendance ou de dépendance de la banque à l'égard de l'État est loin d'être le même partout.

Ainsi, la banque centrale des USA, la « Réserve Fédérale » comme on l'appelle, opère sous un statut de rigoureuse indépendance à l'égard du pouvoir politique. En ce qui concerne les pays de l'Union Européenne, l'indépendance de leurs banques centrales nationales à l'égard de leurs gouvernements respectifs a été clairement énoncée par eux-mêmes en 1992 dans le traité de Maastricht; il en va de même pour la Banque Centrale Européenne qui depuis 1999 a pris le relais des banques centrales nationales. L'influence sur ses décisions, tant des gouvernements nationaux que des instances supranationales de l'Union, se trouve considérablement réduite, sans pour autant être nulle.

Il n'en a pas toujours été ainsi, et la question des relations entre politique monétaire et pouvoir politique est une affaire ancienne et délicate. Ancienne, en raison de l'origine historique des banques centrales : ce sont des banques avant tout, et, à ce titre, des entreprises, dont l'origine est souvent privée; il en est resté par exemple que le résultat de l'action de leurs dirigeants n'est pas directement soumis à la sanction électorale. Mais depuis quelles ont le monopole de l'émission, les banques centrales dépendent du pouvoir politique : celui-ci fixe leurs statuts et nomme leurs dirigeants. Par là, ce pouvoir peut être dominant. Toutefois des freins existent, comme par exemple le fait que, dans beaucoup de pays, les nominations portent sur des périodes plus longues que celles des échéances électorales.

Que la question soit délicate découle surtout du fait que parmi les moyens de financement du secteur public (tarifs, impôts, et emprunts, avons-nous vu au chapitre 14), l'emprunt auprès de la banque centrale est sans doute celui qui est le plus discret, et donc électoralement le moins risqué, du moins à court terme. En cas d'exigences très fortes de cette nature de la part de l'exécutif, les dirigeants de la banque centrale peuvent se trouver dans l'impossibilité politique de refuser. Les pays de l'Union Européenne ont réglé ce problème en interdisant par le Traité le financement des pouvoirs publics (européens, nationaux et même locaux) par les banques centrales (art. 102, ex. Art. 104 a)

La forme extrême de la dépendance se rencontre dans les pays où sévit un régime dictatorial : le pouvoir y *impose* alors tout simplement sa politique à la banque.

Section 25.2

Le contenu de la politique monétaire

En cette matière, on fait généralement une distinction entre l'objectif ultime, les objectifs intermédiaires et les variables instrumentales.

§1 L'objectif ultime

Dans pratiquement tous les pays industrialisés, l'objectif ultime de la politique monétaire est, depuis de nombreuses années, la stabilité des prix, ou, en d'autres termes, la maîtrise de l'inflation. On dit aussi la stabilité interne de la monnaie. Cet objectif a, pour la banque centrale, priorité sur les deux autres objectifs décrits au chapitre 24.

Cependant, les mesures concrètes de politique monétaires n'atteignent leurs effets qu'avec un retard significatif, de l'ordre de deux ans dans les économies européennes, par exemple. Le « mécanisme de transmission », ou plus exactement sa lenteur, expliquent que le *niveau actuel* de l'inflation ne constitue pas un guide suffisant pour la politique monétaire : il faut voir plus loin. Se pose alors la question de la stratégie à adopter¹.

§2 La stratégie ou le choix d'un objectif intermédiaire

Une première stratégie possible consiste à « cibler » *directement l'inflation*. Une telle stratégie a été adoptée au Royaume-Uni ainsi qu'en Espagne, en Finlande (avant que ces deux derniers pays ne rejoignent la zone euro) ou encore en Suède. Dans un tel schéma, la banque centrale établit des prévisions d'évolution des prix dans le futur sur la base, notamment, d'un modèle de l'économie et si ces prévisions divergent de l'objectif de stabilité des prix (telle que définie soit par la banque centrale elle-même soit par le gouvernement), alors elle active ses instruments de politique monétaire afin de ramener l'inflation vers l'objectif retenu. L'efficacité d'une telle stratégie dépend cependant à la fois de la qualité des prévisions en matière d'inflation et de la stabilité du lien entre les mesures de politique monétaire et leur effet sur l'inflation.

Une autre stratégie consiste à fixer un *objectif intermédiaire*. Puisqu'il n'est pas facile de contrôler directement l'inflation car celle-ci est trop « lointaine », les autorités peuvent décider de fixer un objectif intermédiaire qui est en quelque sorte plus « proche » et donc potentiellement plus aisé à atteindre. Une telle stratégie n'a évidemment de sens que si le lien entre l'objectif intermédiaire et l'inflation est clairement établi et stable.

¹ En rapport avec la question de l'indépendance de la banque centrale, on notera qu'en août 2000, a été posée la question de savoir si la définition chiffrée de l'objectif d'inflation relevait du Conseil des Ministres de l'Union Européenne ou de la Banque Centrale Européenne.

En matière d'objectif intermédiaire, diverses possibilités existent. Nous en présentons deux exemples, dont le premier apparaît comme ingénieux dans le cas de petits pays, tandis que le deuxième est de loin le plus important pour l'Europe d'aujourd'hui.

Une première possibilité consiste à *choisir comme objectif intermédiaire la stabilité du taux de change vis-à-vis d'une autre monnaie*. L'idée est relativement simple : si l'économie est de taille réduite, et très ouverte sur l'étranger, la variation des prix des biens et services importés a une incidence importante sur l'inflation interne. Les prix à l'importation dépendent en effet de l'évolution des taux de change : ainsi, en nous situant à l'époque d'avant l'euro, si le franc belge se déprécie, les agents économiques belges payent plus cher en francs belges les importations dont les prix sont exprimés en monnaies étrangères. On parle d'inflation importée. Contrôler le taux de change permet donc de contrôler une bonne part de l'inflation intérieure. Une telle politique de change s'est avérée efficace pour des pays tels que l'Autriche, les Pays-Bas et la Belgique qui, jusqu'en 1999, ont arrimé leur monnaie au mark allemand.

Mais une telle approche est peu pertinente si l'économie dont il s'agit de maîtriser l'inflation est de grande taille et, en termes relatifs, plus fermée. Ainsi, pour la zone euro ou pour les États-Unis, l'incidence du taux de change sur la maîtrise de l'inflation est nettement plus limitée que pour un petit pays. Pour l'Europe dans son ensemble comme pour les USA, les exportations et importations ne représentent qu'une part relativement limitée de l'activité économique globale. De plus, si la Belgique, les Pays-Bas et l'Autriche avaient assez naturellement pris comme référence le mark allemand, il est plus malaisé de définir quelle monnaie pourrait servir d'ancre pour l'euro. À cet égard, l'expérience des années soixante durant lesquelles des politiques monétaires très laxistes ont été suivies aux États-Unis, alors que le dollar constituait un point d'ancre fixe pour les autres pays, a fourni à ceux-ci de sérieux avertissements.

Une autre possibilité est de *choisir comme objectif intermédiaire la maîtrise de la quantité de monnaie en circulation*, représentée par les « agrégats monétaires » tels que M1, ou M2, etc.

L'idée fondamentale qui sous-tend cette approche est la conviction que dans le long terme, la principale source d'inflation réside dans une croissance excessive des moyens de paiement en circulation. Dès lors, contrôler la croissance de l'offre de monnaie permet d'atteindre la stabilité des prix. Les États-Unis ont les premiers affirmé clairement le choix d'un tel objectif intermédiaire, au début des années 1970, suivis peu de temps après par l'Allemagne (1974), la France et l'Angleterre (1976).

§3 Les instruments

a Nature de l'intervention sur le marché monétaire

Comme on l'a vu au chapitre 18, le marché monétaire est le lieu où les banques qui dégagent un excédent de liquidité ont la possibilité d'échanger des fonds avec les banques qui éprouvent un déficit de liquidité. Et lorsque c'est l'ensemble du système bancaire qui présente un déficit, il y a recours à la banque centrale, qui fait l'appoint en émettant de la monnaie de banque centrale. Elle en détermine les conditions, c'est-à-dire le ou les taux d'intérêt de cette intervention. Par ces instruments, la banque centrale gère la *liquidité* (les quantités) et pilote les *taux d'intérêt* (les coûts) du marché monétaire.

b Action par la quantité de liquidité

Source de la liquidité : le crédit de banque centrale Un besoin net de trésorerie de l'ensemble du système bancaire signifie que, prises globalement, les banques commerciales désirent obtenir des billets (suite à la demande de la clientèle), et/ou détenir des sommes plus importantes dans leurs comptes courants à la banque centrale. Pour acquérir ces billets, ou acquérir ces sommes supplémentaires (et par là réduire leur besoin global de trésorerie), les banques peuvent les « acheter » à la banque centrale soit en lui cédant des monnaies étrangères, soit en lui demandant du crédit. C'est là² le cœur même de la politique monétaire. La planche 25.1 montre comment ces opérations s'inscrivent dans le bilan de la banque centrale.

Planche 25.1

Bilan de la banque centrale

Actif	Passif
• Avoirs extérieurs nets*	• Billets émis
• Crédits aux banques	• Comptes courants

* Encaisses en or et créances sur l'étranger en devises moins dettes envers l'étranger.

Le bilan d'une banque centrale est l'instrument de base pour comprendre son rôle exact dans l'offre de monnaie d'un pays. Il apparaît sous forme schématique au tableau 25.1 ci-dessus et peut se lire comme suit :

1° La banque centrale émet des billets (opération qui est inscrite au premier poste du passif) à l'occasion de deux types principaux d'opérations :

- (i) lorsque l'on vient lui vendre des monnaies étrangères (devises) — le montant des monnaies acquises par elle étant alors inscrit à l'actif (premier poste);
- (ii) lorsque l'on vient emprunter chez elle (c'est-à-dire demander du crédit)— le montant des sommes empruntées étant aussi inscrit à l'actif (deuxième poste).

2° Au lieu de lui faire émettre des billets, le client de la banque centrale (presque toujours une banque commerciale) peut demander, pour l'une ou l'autre de ces opérations, une inscription de la somme sur son compte courant à la banque centrale (ce qui apparaît alors au deuxième poste du passif plutôt qu'au premier).

Le bilan étant construit de la sorte, le total du passif est logiquement toujours égal au total de l'actif.

Des déterminants autonomes En fait, le volume des crédits ainsi accordés n'est pas vraiment sous le contrôle de la banque centrale. En effet, comme l'indique le bilan de la banque, ce volume est constitué par la différence entre d'une part les billets et comptes courants que ses clients bancaires souhaitent détenir, et d'autre part les réserves de change. Or le volume de billets utilisés dépend des habitudes et désirs du public en général, celui des dépôts en compte courant dépend du

² Parfois, le bilan de la Banque Centrale peut aussi enregistrer des crédits à d'autres agents économiques que les établissements de crédit, mais cette pratique est assez rare, et quand elle existe, ces crédits ne sont pas significatifs en termes de politique monétaire

comportement des banques commerciales, et les réserves extérieures en or et devises dépendent des échanges commerciaux et mouvements de capitaux entre le pays et le reste du monde. Ce sont là tous des facteurs qu'on appelle « autonomes », sur lesquels la banque centrale n'a pas de prise directe. L'arithmétique du bilan oblige à conclure, en première analyse, qu'il doit en être de même pour le montant des crédits accordés.

Gestion à la marge de la quantité de crédit La quantité de crédits sur laquelle peut agir la banque centrale étant ainsi contrainte par des facteurs autonomes, c'est par le coût de ces crédits (dont question ci-dessous) que s'exerce l'essentiel de la politique monétaire. Mais encore faut-il que ce coût s'applique à un volume suffisant. L'action de la banque centrale s'effectue en fait « à la marge », et porte sur des volumes relativement petits par rapport à l'ensemble de volumes échangés sur le marché monétaire ; mais elle doit tout de même porter sur une « masse critique », afin que ses effets se développent suffisamment vite et dans l'ensemble de l'économie.

D'ailleurs, si ce volume ne lui paraît pas suffisant, la banque centrale a le pouvoir de l'accroître en procédant à deux opérations qui ont pour effet de modifier la structure de son bilan :

- procéder à une *substitution d'actifs* : tout en gardant inchangé le total du bilan, la banque centrale peut décider de vendre des devises contre octroi de crédits en monnaie domestique. Cette substitution entre actifs permet d'accroître la masse de crédit jusqu'au niveau souhaité. Cependant, dans la mesure où de telles opérations ont un effet sur le taux de change, la banque centrale doit apprécier si elles sont cohérentes avec la situation et la politique suivie.
- *imposer aux banques commerciales des réserves obligatoires*, dont le montant³ est à déposer en compte courant auprès de la banque centrale. Ceci est une manière pour elle d'élargir le volume de crédit octroyé parce que les réserves ainsi obligatoirement déposées apparaissent à la fois au passif (au poste comptes courants) et à l'actif du bilan (au poste « crédit aux banques »). Ce dernier poste augmente d'autant⁴, ce qui est l'effet recherché⁵.

Un tel système de réserves obligatoires permet ainsi de maintenir le système bancaire « en banque », c'est-à-dire de l'obliger à recourir à la banque centrale, et donc de tenir compte de ses taux d'intérêt.

Action directe sur la quantité de monnaie en circulation Les réserves obligatoires peuvent aussi exercer une autre fonction, dite de contrôle de la masse monétaire : on a vu que l'offre de monnaie est influencée par le multiplicateur monétaire. Si le coefficient de réserve obligatoire augmente, le multiplicateur s'en trouve réduit, ce qui réduit la masse monétaire⁶.

³ Les réserves obligatoires sont généralement calculées comme un pourcentage des passifs des banques (ou des actifs ou calculées selon une formule complexe tenant compte des deux côtés du bilan).

⁴ En fait, les banques commerciales se trouvent obligées de s'endetter auprès de la banque centrale afin de pouvoir y faire les dépôts exigés !

⁵ Observons que les billets de banque ne sont donc pas indispensables pour mener la politique monétaire : l'imposition de réserves obligatoires suffit pour créer la monnaie de banque centrale nécessaire à sa mise en œuvre.

⁶ Ceci n'est cependant vrai que si les réserves obligatoires ne sont pas, ou sont seulement partiellement rémunérées par la banque centrale (pour des raisons d'élasticité de la demande de monnaie aux taux d'intérêt, mais le développement de ce mécanisme dépasse de loin le cadre de cet ouvrage).

c Action par les coûts

C'est essentiellement par le coût du crédit, c'est-à-dire les taux d'intérêt dont elle décide à tout moment, tant pour les crédits qu'elle accorde que pour les dépôts faits chez elle, que la banque centrale exerce son influence sur la masse monétaire et, par là, sur l'inflation. Le choix de ces taux est donc une arme majeure.

Des instruments de court terme Les taux que pratique la banque ont un effet déterminant sur l'ensemble des marchés financiers ; mais les instruments de crédit effectivement utilisés pour appliquer ces taux sont le plus souvent des instruments de très court terme (de maturités comprises dans une fourchette allant du jour le jour à quelques semaines). C'est donc sur les taux de court terme qu'elle exerce son pouvoir dominant.

Une des raisons d'un tel choix réside dans le fait que si les crédits étaient accordés pour de très longues périodes, le bilan de la banque centrale s'en trouverait « figé », réduisant d'autant la souplesse de la banque face à des évolutions de marché fluctuantes.

Des politiques de marché De ce fait, les banques centrales des pays industrialisés pratiquent ce que l'on appelle une politique *d'open market*, c'est-à-dire qu'elles concluent la plupart de leurs opérations de crédit selon les règles et usages des opérateurs des marchés (le *repo*, décrit au ch. 18, occupe aujourd'hui une place essentielle dans l'arsenal de nombreuses banques centrales) et non pas selon une approche « administrative » ou autoritaire⁷.

Ce choix reflète le désir des banques centrales de conduire la politique monétaire en s'appuyant sur les marchés plutôt qu'en les contraignant. L'idée, largement partagée aujourd'hui, est qu'il est plus efficace de travailler « avec le marché », de le sonder, de l'influencer, de l'écouter que de vouloir d'autorité fixer des taux d'intérêt qui s'appliqueraient à toutes les opérations entre agents économiques.

Mise en œuvre des réserves obligatoires et taux d'intérêt Les modalités de mise en œuvre des réserves obligatoires contribuent, quant à elles, à la stabilisation des taux d'intérêt du marché monétaire dans les pays où l'obligation est spécifiée comme une « obligation de moyenne ». Un exemple : une institution se voit imposer une réserve x (calculée en fonction des postes de son bilan auxquels s'applique le coefficient de réserve). Ce montant x ne doit pas être détenu en dépôt de manière permanente ; il suffit que sur l'ensemble d'une période fixée (un mois par exemple) la moyenne journalière de dépôt ait été de x , ce qui signifie donc que ce dépôt peut varier au cours du temps. Cette caractéristique a pour effet de contribuer à l'atténuation des fluctuations des taux d'intérêt sur le marché monétaire.

⁷ Dans des économies en développement, il n'est pas rare de trouver des mesures par lesquelles les autorités organisent administrativement la manière dont les banques commerciales exercent leur activité de crédit, soit en encadrant quantitativement les crédits, soit en fixant d'autorité leur coût.

Section 25.3

La politique monétaire de la Banque Centrale Européenne

Depuis le 1^{er} janvier 1999, l'« Eurosystème », entité qui comprend la Banque Centrale Européenne (BCE) et les banques centrales nationales des pays participants à l'Union Économique et Monétaire (douze au 1^{er} janvier 2001), mène une politique monétaire unique — comme s'il s'agissait d'un seul pays — dont toutes les opérations sont conduites en euros par la BCE depuis Francfort. Si d'un point de vue juridique il existe bien une différence entre la BCE et ses consœurs nationales, sur le plan de la politique monétaire, la distinction est sans intérêt.

§1 L'objectif ultime

L'article 105.1 du Traité sur l'Union Européenne spécifie que « L'objectif principal [...] est de maintenir la stabilité des prix ».

La stabilité des prix a été définie par la BCE comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation en Europe⁸ inférieure à 2%. La mention « inférieure à 2% » établit une limite supérieure au taux d'inflation considéré comme compatible avec la stabilité des prix. Parallèlement, l'emploi du terme « progression » dans la définition indique sans ambiguïté que la déflation, c'est-à-dire des baisses persistantes du niveau de l'indice des prix, ne serait pas jugée compatible avec l'objectif de stabilité des prix. Enfin, ce qui est visé est le taux d'inflation de l'ensemble de la zone euro, et non des taux nationaux particuliers.

Le choix de la stabilité des prix comme objectif prioritaire pour la BCE trouve sa justification dans l'histoire de certains pays dans lesquels l'inflation a laissé des souvenirs douloureux. Il se fonde aussi sur l'expérience des années 1970 et 1980 qui a conduit les autorités à constater que même les pays qui ont pratiqué une inflation élevée à cette époque n'ont pas pu empêcher le chômage de se développer⁹; il y a en fait convergence de vues entre les différents États membres à cet égard et la logique du Traité est claire : la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à la croissance et à l'emploi, consiste à maintenir la stabilité des prix.

§2 La stratégie

La stratégie de la BCE est fondée sur deux piliers. D'une part, la croissance de la quantité de monnaie, et plus particulièrement l'agrégat M3 pour laquelle la Banque annonce une « valeur de référence ». Par exemple, au début de son existence la

⁸ Zone euro c'est-à-dire les douze pays ayant adhéré à l'Union Économique et Monétaire (à savoir les quinze formant l'Union Européenne moins le Danemark, la Grande-Bretagne et la Suède).

⁹ Contrairement à ce que laissait espérer une théorie en vogue à l'époque, dite de la « courbe de Phillips ».

BCE a indiqué qu'un taux de croissance annuel de 4½ % de cet agrégat était une référence compatible avec l'objectif de stabilité des prix en Europe. À la fin de l'année 2000, cet objectif intermédiaire était toujours affiché comme référence.

Cependant le concept de valeur de référence n'implique nullement que la BCE réagisse mécaniquement à toute déviation de la croissance de M3 par rapport au taux retenu pour sa croissance. Avant de prendre des mesures de politique monétaire, il convient en effet de « valider » cette dernière en recourant à un deuxième pilier, qui consiste à tenir compte d'un ensemble d'indicateurs de la situation économique qui prévaut, tels que l'évolution du PIB, du taux de change de l'euro et surtout divers indices de prix (prix à la production, des biens importés, de l'énergie, etc.), révélateurs d'inflation éventuelle. Selon les valeurs que prennent ces indicateurs au moment d'une déviation de l'agrégat, l'action instrumentale de la BCE en vue d'une correction vers l'objectif intermédiaire est plus ou moins vigoureuse. Ainsi en août 2000, par rapport à l'objectif intermédiaire de 4,5 % de croissance de M3 — toujours affiché comme référence — la croissance effective en est supérieure, en raison du niveau du taux de change de l'euro, jugé trop faible.

Par rapport aux principes généraux exposés à la section précédente (§2), on peut donc qualifier d'hybride, ou d'éclectique, la stratégie de la BCE.

§3 Les instruments

Les instruments utilisés par la BCE s'inscrivent dans trois catégories.

a Les réserves obligatoires en comptes courants à la BCE

La Banque a mis en œuvre un système qui impose aux banques commerciales opérant en Europe des réserves obligatoires à détenir chez elle en compte courant. Ces réserves ont essentiellement pour rôle de donner au marché de la monnaie de banque centrale un volume suffisant pour que les taux d'intérêt qu'y pratique la Banque se diffusent largement dans l'économie. Cette ampleur contribue aussi à la stabilité des taux d'intérêt.

b Les opérations d'open market

La BCE dispose de quatre types d'opérations dans ce domaine. Les deux premiers types sont les principaux, à savoir les opérations principales de financement et les opérations de réglage fin (*fine-tuning*) de la liquidité.

- Au cœur du processus figurent les **opérations principales de financement (main refinancing operations, MRO's)** qui consistent en des allocations de crédit qui prennent la forme soit de *repos* (*repurchase agreements*) soit de prêts contre dépôts de sûretés. Ces allocations de crédit se font au travers de procédures d'adjudication qui ont lieu selon une fréquence hebdomadaire et leur échéance est de deux semaines. Le taux d'intérêt pratiqué par la Banque pour les MRO's est ce qu'on appelle son « **taux directeur** ». Le rôle de ces opérations est d'*assurer l'essentiel du refinancement* du secteur financier et, *via* leur taux d'intérêt, de *donner un signal de politique monétaire*.

- Selon les besoins, la BCE pratique également des **opérations de réglage fin de la liquidité** (*fine-tuning operations*). Ces opérations-là mettent en œuvre une panoplie d'instruments : *repos*, swaps de devises, dépôts interbancaires auprès de la banque centrale, ou encore simples achats et ventes d'actifs financiers de tous types. Au contraire des opérations principales de refinancement décrites ci-dessus, les opérations de fine-tuning reposent sur des adjudications rapides (*quick tender*), ayant lieu très fréquemment et réservés à un petit nombre de contreparties, ou encore sur des opérations bilatérales dans lesquelles la banque centrale s'adresse directement à ses contreparties. Le but est ici essentiellement de *piloter les taux d'intérêt* selon les évolutions de la liquidité bancaire.

La BCE organise également des *opérations de refinancement à long terme* qui ne représentent qu'une partie limitée du besoin global de refinancement du système financier et qui prennent une forme tout à fait comparable aux opérations principales. Cependant, leur fréquence est mensuelle et la maturité est de trois mois. Le taux d'intérêt de ces opérations n'a pas pour but de donner un signal particulier à l'intention du marché, mais correspond plutôt au souci d'assurer la transition entre les pratiques anciennes dans certains pays (comme le réescompte) et le nouvel instrumentaire. Même si elles figurent dans l'arsenal des instruments, ces opérations ne contribuent cependant pas à la conduite de la politique monétaire.

Enfin, la BCE peut également influencer la position structurelle de liquidité du secteur bancaire par des *opérations structurelles* en émettant des certificats de dépôts, s'il était jugé opportun de retirer de la liquidité du marché. Ces certificats qui constituent donc une dette de la banque centrale vis-à-vis des détenteurs, seraient émis selon une procédure d'adjudication et leur maturité devrait être inférieure à douze mois.

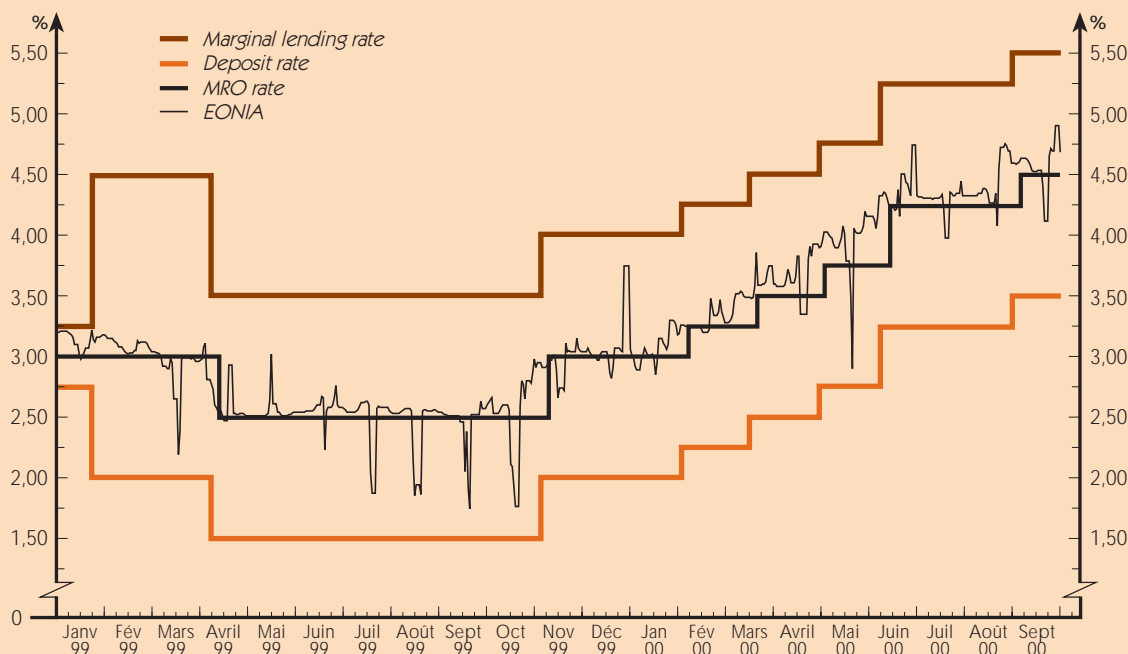
c Les facilités permanentes

Enfin, la BCE met en œuvre ce qu'on appelle deux « facilités permanentes » utilisables à tout moment par le système bancaire. D'une part, les intermédiaires financiers devant faire face à un excès de liquidité en fin de journée peuvent procéder à des **dépôts overnight** à la banque centrale. C'est ce qu'on appelle la facilité de dépôt. D'autre part et symétriquement, les intermédiaires devant faire face à un besoin de liquidité de fin de journée peuvent **emprunter overnight** également, les montants nécessaires pour couvrir leur besoin. C'est ce qu'on appelle la facilité de prêt marginal. Ni l'une ni l'autre de ces deux facilités ne font l'objet de limites quantitatives (sous réserve, bien entendu, que la contrepartie fournisse les sûretés nécessaires).

Le taux de la facilité de prêt, fixé bien plus haut que les taux du marché, constitue un plafond pour le marché monétaire (car personne n'acceptera jamais de payer un taux plus important que celui que demande, sans restriction de quantités, la BCE), tandis que le taux de la facilité de dépôt, bien en dessous des taux du marché, en est le plancher pour une raison symétrique. La BCE crée donc ainsi une sorte de corridor à l'intérieur duquel fluctuent les taux du marché monétaire pour des durées comparables (cf. la figure 25.2).



Figure 25.2 Les trois taux BCE et le taux EONIA



Au centre apparaît le taux des opérations principales de refinancement (*Main Refinancing Operations — MRO's*), encadré par les deux taux au jour le jour (*overnight*) (*marginal lending rate* et *deposit rate*). En trait fin, le taux EONIA montre que les taux observés du marché monétaire fluctuent effectivement dans le corridor ainsi formé, mais restent en moyenne proches du taux des opérations principales de refinancement.

Finalement, le taux principal par lequel la BCE signale et met en œuvre sa politique monétaire est la *taux des opérations principales de financement* conduites sur une base hebdomadaire, appelé plus haut son *taux directeur*.

Les deux taux correspondant aux *facilités overnight* servent quant à eux de support en encadrant l'ensemble des taux du marché monétaire.

On peut considérer ces trois taux comme les « taux officiels » de la Banque.

Section 25.4

Efficacité de la politique monétaire

Il a été mentionné plus d'une fois ci-dessus qu'entre objectif ultime et instruments de la politique monétaire, l'expérience passée a appris que le lien n'est pas mécanique, et est même souvent incertain. Quels recours offre la théorie économique à cet égard ?

Au niveau des idées fondamentales en la matière, il y a au moins quatre écoles de pensée qui se font activement la concurrence depuis les quarante dernières années. Elles sont fortement en relation les unes avec les autres et leur confrontation présentée ci-dessous ne manque pas d'intérêt. Elle est aussi très typique des grands débats macroéconomiques qui animent la vie professionnelle des économistes.

La première école de pensée, issue de la théorie quantitative de la monnaie, et appelée « monétariste », tend à faire de la politique monétaire l'instrument exclusif de la maîtrise de l'évolution des prix, mais aussi à la confiner dans ce rôle. Une autre école élargit les perspectives en considérant que la politique monétaire est aussi susceptible d'influencer le niveau du revenu national d'équilibre. Une troisième école, d'inspiration keynésienne conteste toutefois cet élargissement en identifiant des circonstances importantes dans lesquelles il est clair que la politique monétaire est inopérante. Finalement, une forme moderne du monétarisme, dite « monétarisme friedmanien », précise quelles doivent être les règles de bonne gestion d'une banque centrale lorsque l'économie est en croissance, si l'on veut éviter l'inflation.

§1 La théorie quantitative de la monnaie

Nous connaissons par le chapitre 18 l'équation des transactions, due à Irving Fisher :

$$MV = \sum_{i=1}^n p_i q_i = Y$$

dans laquelle M désigne la masse de monnaie, V la vitesse de circulation de la monnaie, p_i le prix unitaire du bien i , q_i la quantité du bien i , n le nombre de biens et services faisant l'objet de transactions, et Y le produit national¹⁰.

Le lien que cette formule établit entre la masse monétaire et le revenu national, par l'intermédiaire de la vitesse de circulation, a servi de point de départ au développement de la très importante **théorie quantitative de la monnaie**. Selon celle-ci,



25.1

toute variation de la quantité de monnaie présente dans l'économie (M) entraîne aussitôt une variation proportionnelle du produit national ($\sum p_i q_i$, c'est-à-dire Y), le coefficient de proportionnalité étant V , la vitesse de circulation de la monnaie.

Dans sa version initiale, qui a longtemps prévalu, la théorie postule en outre que la vitesse V est pratiquement *constante*.

Comme par construction l'équation des transactions est toujours vérifiée, quel que soit l'état de l'économie, elle oblige effectivement à dire que, si V reste constant, toute variation de M entraîne une autre de même ampleur à droite du signe d'égalité, c'est-à-dire de Y .

¹⁰ En posant la deuxième égalité, nous employons ici une formulation de l'équation qui ignore les transactions sur biens intermédiaires. Comme le raisonnement qui va suivre ne serait pas fondamentalement modifié si on les introduisait, nous ignorerons cette nuance.

Il y a lieu de se demander cependant s'il s'agit là d'une variation des quantités q_i , c'est-à-dire du produit national « réel », ou si ce sont les prix p_i qui varient, le changement du produit national n'étant alors que nominal. L'équation ne fournit pas en elle-même de réponse sur ce point. Aussi la théorie quantitative est-elle habituellement complétée par d'autres théories, qui viennent expliquer comment réagissent respectivement les prix et les quantités aux variations de la quantité de monnaie dans l'économie. C'est ici qu'interviennent diverses formes du monétarisme.

§2 Le monétarisme simple

Dans la version la plus simple du monétarisme, qui est aussi la plus extrême, il est postulé que le secteur réel de l'économie atteint spontanément un équilibre général quelconque, *indépendamment de ce qui se passe du côté de l'offre de monnaie, M* . Les variations éventuelles de la quantité de monnaie ne peuvent dès lors affecter, en vertu de l'équation des transactions, que les prix p_i ; les quantités q_i quant à elles n'en subissent aucune influence.

Cette version du monétarisme est l'expression d'une conception du circuit économique caractérisée par une scission quasi complète entre le secteur réel et le secteur monétaire. La monnaie, dans cette optique, n'est qu'un « voile » au travers duquel se font les transactions sur biens, services et facteurs réels; elle est « neutre » par rapport à celles-ci, c'est-à-dire que sa quantité présente dans l'économie est sans effet sur l'ampleur des transactions. On peut dire aussi, dans cette perspective, qu'une économie où circule de la monnaie est identique à une économie de troc.

Mais en même temps, la quantité de monnaie a pour effet majeur de déterminer le niveau général des prix : ce niveau est élevé si M est grand, et faible si M est réduit.

On conclut aisément de ce qui précède que

selon le monétarisme « simple », la politique monétaire à mener par la banque centrale doit porter exclusivement sur le contrôle de l'inflation.

25.2



L'action de la banque centrale sur l'offre de monnaie constitue, dans l'optique retenue, l'instrument de politique économique par excellence qui permet d'agir sur le niveau général des prix. Il faut par ailleurs prendre acte de son impuissance à influencer l'activité économique « réelle » et recourir éventuellement à d'autres instruments de politique économique si l'on veut agir à ce niveau.

§3 Le monétarisme « actif »

La vue totalement dichotomique des secteurs réel et monétaire qu'on vient d'exposer n'est pas partagée par tous les représentants de l'école monétariste.

Une perspective plus intégrée est offerte si l'on se rappelle que la création de monnaie résulte, le plus souvent, de la fourniture de crédit par la banque centrale et les banques privées. Or le crédit est lié à des transactions sur biens réels : lorsqu'il est refusé, des transactions n'ont pas lieu, et les productions correspondantes, s'il

est encore possible de les arrêter, ne voient pas le jour ; toute expansion du crédit donne lieu, au contraire, à des transactions qui autrement ne se feraient pas et, éventuellement, à des productions supplémentaires.

La quantité de monnaie est ainsi, en principe, susceptible d'influencer les quantités échangées et produites dans l'économie : elle n'est donc pas neutre par rapport au revenu national, tant réel que nominal. En d'autres termes, une économie monétaire est différente d'une économie de troc. Ceci conduit à une conception plus large de la politique monétaire :



25.3

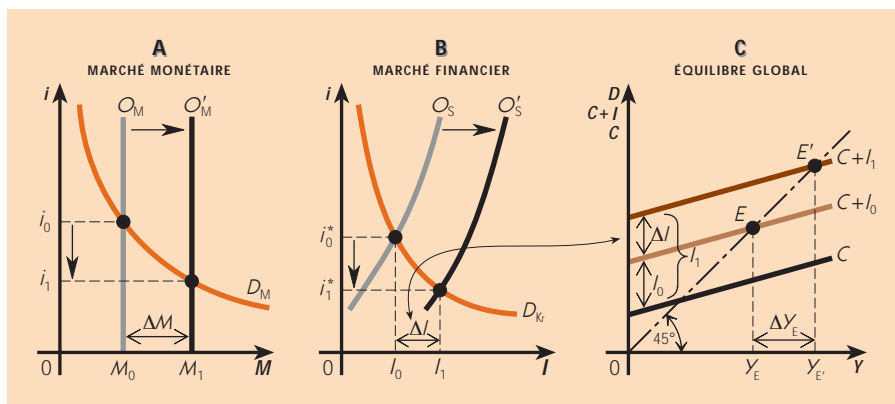
selon le monétarisme « actif », la politique monétaire peut et doit viser à contrôler non seulement l'inflation, mais aussi l'activité économique générale, c'est-à-dire le niveau réel du revenu national.

Quant à la question de savoir si les effets de variations de l'offre de monnaie portent plutôt sur les prix ou sur les quantités, la réponse dépend de l'état dans lequel se trouve l'économie : lorsque règne le plein emploi, un accroissement de cette offre ne peut semble-t-il entraîner qu'une hausse des prix et donc de l'inflation ; mais en période de sous-emploi en revanche, il y a place pour des productions accrues, et l'expansion monétaire peut assurer celle-ci sans qu'il y ait nécessairement hausse généralisée des prix.

La relation rappelée ci-dessus entre création de monnaie et crédit ne constitue qu'une justification plutôt intuitive de la conception « active » de la politique monétaire. Une argumentation plus forte a été donnée par l'analyse keynésienne elle-même. Celle-ci, partant d'un examen plus détaillé des relations entre la quantité de monnaie et le niveau du revenu national, fait valoir que cette action, lorsqu'elle est possible, a lieu surtout par l'intermédiaire des taux d'intérêt.

Supposons en effet qu'au départ l'équilibre global se situe en Y_E (figure 25.3C), et que sur le marché monétaire (figure 25.3A) le taux d'intérêt de court terme i_0 réalise l'équilibre entre la préférence pour la liquidité ou demande de monnaie (courbe D_M), et l'offre de monnaie O_M . En cas d'augmentation de cette dernière, la droite qui la représente se déplace en O'_M par exemple, et le taux d'intérêt à court terme tombe à i_1 . Toutefois, la totalité de la liquidité supplémentaire ainsi créée n'est pas nécessairement thésaurisée : une partie peut en être placée sous forme de titres à long terme (actions et obligations), ce qui se traduit sur le marché financier (figure 25.3B) par un déplacement vers la droite de l'offre d'épargne (de O_S à O'_S). Ceci entraîne une baisse du taux d'intérêt à long terme, et dès lors une hausse des dépenses d'investissement, puisque celles-ci sont fonction décroissante de ce taux. De leur montant I_0 pour un taux à long terme initial i_0^* les

Figures 25.3 Effets de la politique monétaire



dépenses d'investissement passent dès lors, pour le taux i_1^* , au niveau $I_1 = I_0 + \Delta I$. La dépense nationale passant à son tour à $C + I_1$, le multiplicateur augmentera le revenu de Y_E jusqu'en Y_E' (figure 25.3C).

Ce schéma, qui est fortement simplifié, suggère que l'interdépendance entre phénomènes monétaires et phénomènes réels est complexe. On notera aussi que l'action sur le revenu par ce moyen n'est possible, en termes réels, que si Y_E est un équilibre de sous-emploi keynésien, c'est-à-dire dans lequel le multiplicateur peut jouer; en période de plein emploi, ou de sous-emploi classique, toute stimulation de cet ordre ne saurait entraîner que de l'inflation¹¹.

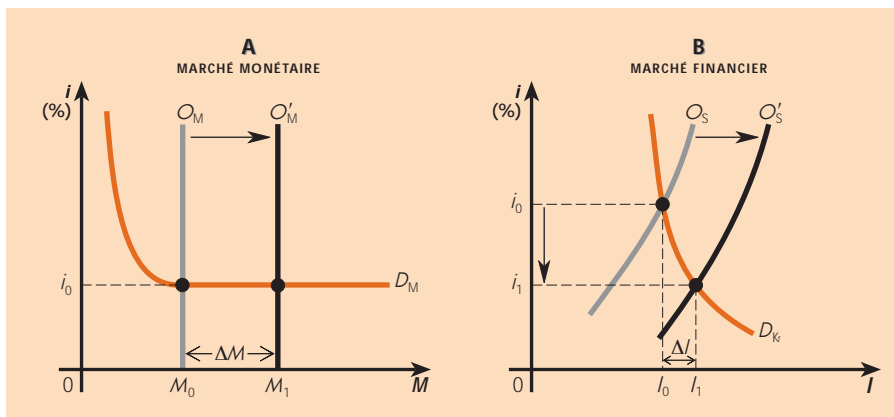
§4 Critique du monétarisme actif par l'école keynésienne

L'argumentation qu'on vient de présenter fut en fait développée par Keynes pour justifier un scepticisme fondamental quant à l'efficacité de la politique monétaire. Il l'utilise en effet pour montrer que deux obstacles sont susceptibles de s'interposer.

D'une part, il est possible que pour un taux d'intérêt très bas, la manipulation de la quantité de monnaie ne modifie pas ce taux. C'est le « piège de la liquidité » (*liquidity trap*), zone de la courbe de demande de monnaie que caractérise une très grande élasticité (figure 25.4A). À ce niveau, toute augmentation de l'offre de monnaie est absorbée dans les encaisses des particuliers, car le taux d'intérêt qu'ils pourraient obtenir par placement de ces encaisses (le coût d'opportunité de celles-ci) est trop faible.

D'autre part, même si ce phénomène monétaire ne joue pas et que l'étape du marché financier est atteinte, diverses raisons peuvent rendre les dépenses d'investissement faiblement sensibles à des fluctuations du taux d'intérêt; la courbe de demande de capital est alors inélastique par rapport à ce taux, et la baisse de celui-ci n'en accroît guère le volume. Il en est ainsi lorsque les chefs d'entreprise voient de façon pessimiste l'avenir et les perspectives de profit : même si le coût du capital est abaissé, ils n'accroissent pratiquement pas leurs investissements (figure 25.4B).

Figures 25.4 Causes d'inefficacité de la politique monétaire



Enfin, une troisième critique keynésienne porte sur l'hypothèse de base du monétarisme selon laquelle la vitesse de circulation de la monnaie, V , serait constante. Keynes affirme au contraire que celle-ci se modifie selon le degré de préférence des individus pour la liquidité. Si cette préférence est forte, la vitesse de circulation est faible, puisque la plus grande partie de la monnaie est conservée par les agents économiques; si au contraire la préférence pour la liquidité est faible, la vitesse de circulation de la monnaie est élevée.

¹¹ À moins que ne soit suffisamment reculée la limite du plein emploi, comme on le verra ci-dessous.

Cette préférence, qui n'est d'ailleurs pas autre chose que l'expression de la demande de monnaie, joue donc un rôle essentiel. Or, si V ne peut être considéré comme constant, l'équation des transactions ne permet plus d'énoncer la proposition de la théorie quantitative de la monnaie qui sert de fondement à tout le monétarisme; en effet, lors d'une variation de M , il se peut que survienne une variation de V de même ampleur mais en sens contraire, laissant le revenu tant réel que nominal inchangé.

En résumé, la critique keynésienne de l'efficacité de la politique monétaire consiste à dire que soit la variabilité de la vitesse de circulation, soit la possibilité du piège de la liquidité, soit encore l'éventuelle inélasticité de la demande d'investissement en période de sous-emploi, détruisent l'influence que cette politique pourrait avoir sur le niveau du produit national, au moment où on en aurait besoin; pour ces trois raisons, il faut considérer le monétarisme « actif » comme inopérant.

En conséquence, selon l'école keynésienne, si la politique monétaire reste un instrument adéquat pour lutter contre l'inflation, il convient plutôt de recourir, lorsqu'il faut agir sur le niveau réel du produit national, à l'action directe sur les grandeurs qui le déterminent : C , I , et G , c'est-à-dire aux diverses formes de la politique budgétaire.

§5 Le monétarisme friedmanien

L'économiste américain Milton FRIEDMAN a proposé de réhabiliter la théorie quantitative sous une forme nouvelle; il l'a fait dès les années 1950, mais ses idées ont obtenu un certain succès surtout depuis la décennie 1970, et elles ont donné depuis une vigueur nouvelle au monétarisme.

Admettant le bien-fondé de la critique keynésienne de l'hypothèse de constance de la vitesse de circulation de la monnaie (critique que l'observation statistique des faits avait entre-temps confirmée), Friedman a fait valoir à son tour que bien qu'il n'y ait pas une relation proportionnelle *constante* entre la quantité de monnaie et le niveau du revenu, la vitesse de circulation est néanmoins une *fonction* stable de variables statistiquement identifiables, tels notamment le taux d'intérêt, le niveau général des prix, et le niveau du revenu lui-même¹². V varierait donc selon des lois observables, et ceci pourrait suffire, logiquement, pour déterminer dans chaque circonstance, sur la base de l'équation des transactions, la proportion dans laquelle le revenu national réagira à une variation de l'offre de monnaie.

¹² Ceci découle de la manière dont M. Friedman a reformulé la fonction de demande de monnaie, reformulation que nous avons énoncée de la manière suivante au chapitre 16 :

$$M = M \left(Y, P, \frac{dP}{dt} \cdot \frac{1}{P}, i, r, w, u \right)$$

Celle-ci peut aussi s'écrire sous la forme :

$$M = Y / V \left(\frac{Y}{P}, \frac{dP}{dt} \cdot \frac{1}{P}, i, r, w, u \right)$$

où V est une fonction des six arguments figurant entre les parenthèses. Il en résulte que le rapport entre le revenu national Y et la quantité de monnaie M n'est plus constant mais dépend de V qui est fonction stable de variables précises. C'est aussi la conclusion de l'économiste français M. ALLAIS. On est cependant assez loin de la théorie quantitative originale, qui défendait l'existence d'une relation proportionnelle *fixe* entre M et Y .

Friedman reconnaît aussi, par là même, l'existence d'une influence de la quantité de monnaie sur le secteur réel de l'économie; il récuse donc la dichotomie radicale du monétarisme simple entre les secteurs réel et monétaire. Il observe d'ailleurs que lorsque règne le plein emploi, un accroissement de l'offre de monnaie n'entraîne exclusivement une hausse des prix *que si les limites du plein emploi ne reculent pas*; mais si les investissements reculent ces limites, de nouvelles transactions sont possibles, pour lesquelles des moyens de paiement monétaires sont nécessaires: l'accroissement de la quantité de monnaie disponible n'est alors nullement inflationniste, du moins pour la partie de celle-ci qui correspond à l'accroissement des possibilités réelles de l'économie. Ne pas faire cet accroissement provoquerait d'ailleurs, selon l'équation des transactions, de la déflation.

Mais Friedman est en même temps un chaud partisan de l'économie de marchés, professant comme ses devanciers une vision optimiste du fonctionnement de cette dernière; il considère en particulier que le processus compétitif non seulement suffit à conduire l'économie près du plein emploi et à assurer sa croissance, mais est aussi un excellent mode d'organisation pour assurer la réalisation de ces objectifs collectifs.

Pour lui, dès lors, la politique monétaire, et d'ailleurs la politique économique dans son ensemble, doivent être telles qu'elles entravent le moins possible ce processus: en matière de prix d'une part, il faut s'en servir pour éviter aussi bien l'inflation que la déflation, car ce sont là des entraves au bon fonctionnement du système; en matière de quantités d'autre part, il convient de s'abstenir de tout interventionnisme (notamment sur *C* et *I*) qui chercherait à les influencer dans un sens différent de ce que dicte l'évolution des marchés: à ce niveau, pense-t-il en effet, la « politique » ne saura jamais faire mieux que le marché.

Il s'ensuit que la gestion de l'offre de monnaie par la banque centrale doit se limiter, selon le monétarisme friedmanien, à *permettre* le maintien et l'accroissement du niveau de l'activité globale qui se réalise spontanément; elle ne doit pas entraver cet accroissement par une offre de monnaie trop restrictive (qui provoquerait de la déflation), ni par une offre trop abondante (qui susciterait l'inflation). De manière même plus précise:

selon le monétarisme friedmanien, la politique monétaire doit consister à faire croître l'offre de monnaie à un taux qui, majoré du taux de variation de la vitesse de circulation de la monnaie, serait égal à celui de la croissance du produit national en termes réels; le respect de cette règle simple donne les meilleures chances que cette croissance se réalise effectivement, et sans inflation.



25.5

Une expression formelle de cette règle, qui en renforce la justification, est donnée aux relations 25.5.

La règle suppose cependant que l'on puisse prédire de manière fiable tant la variation de la vitesse de circulation que le taux de croissance réel de l'économie. Sur ces deux points, et malgré ses propres efforts et contributions méthodologiques, Friedman constate qu'on est encore trop loin du compte. Les erreurs de prévision étant trop importantes, **il conclut qu'il vaut mieux s'en tenir à un taux constant de croissance de la masse monétaire**, et laisser l'économie s'ajuster spontanément à celui-ci.

Variations de la quantité de monnaie : fondement de la règle friedmanienne

Relations 25.5

La règle énoncée dans la proposition 25.4 peut être déduite comme suit d'une forme simplifiée de l'équation des transactions, à savoir :

$$M \times V = P \times Q$$

où P est une moyenne des prix et Q une représentation agrégée des quantités (le produit national en termes réels).

Soient dM une variation de la quantité de monnaie décidée par la banque centrale, dV la variation prévue de la vitesse de circulation, dP et dQ les variations des prix et des quantités qui en résultent.

On tire de l'équation, par différentiation, la relation suivante :

$$dM \cdot V + M \cdot dV = dP \cdot Q + P \cdot dQ$$

En divisant à gauche par $M \times V$, et à droite par $P \times Q$, on obtient après simplifications :

$$\frac{dM}{M} + \frac{dV}{V} = \frac{dP}{P} + \frac{dQ}{Q}$$

Cette expression suggère que si la banque centrale choisit dM/M (taux de variation de la quantité de monnaie) de manière telle que, compte tenu de ce que l'on prévoit pour dV/V (taux de variation de la vitesse de circulation), tout le membre de gauche soit égal à dQ/Q , qui est taux de croissance réel de l'économie, alors on a nécessairement $dP/P = 0$, c'est-à-dire un taux d'inflation nul.

On notera que dans une telle perspective, la banque centrale est considérée comme devant être, et rester, un organe rigoureusement indépendant du gouvernement ; et le rôle de la politique monétaire est alors essentiellement conçu comme celui d'assurer à tout moment au système économique une liquidité suffisante pour permettre la progression spontanée du produit global dans un contexte de stabilité du niveau général des prix¹³.

Friedman critique par ailleurs fortement la politique budgétaire, dont il est un adversaire acharné et talentueux. Il affirme en effet que la détermination du produit national par les variables réelles (C, I, G) n'est pas aussi assurée qu'on pourrait le croire : connaître l'effet d'une variation de G ou de I sur Y dépend de la connaissance des multiplicateurs correspondants. Or ceux-ci peuvent être nuls, comme on le sait, en cas d'équilibres non keynésiens ; et lorsqu'ils ne le sont pas, ils sont déterminés par la propension marginale à consommer, qui peut elle-même être instable, ou mesurée de manière non fiable. L'effet des politiques budgétaires est dès lors au moins aussi incertain que celui des politiques monétaires actives, et il est donc plus prudent de se limiter à ces dernières.

Le débat entre monétarisme friedmanien et politiques budgétaires keynésiennes se ramène ainsi à la comparaison de deux types de paramètres clés : la vitesse de circulation de la monnaie d'une part, et les multiplicateurs macroéconomiques d'autre part. Il conduit à ne pouvoir juger la fiabilité et l'efficacité de l'une ou l'autre politique que sur la base d'une connaissance empirique de ces deux paramètres.

¹³ Les États-Unis et la Grande Bretagne ont connu, au cours des années 1980–1985 une politique monétaire inspirée au départ par les idées de Friedman. L'inflation de plus de 10 % l'an qui avait sévi dans ces deux pays (et dans bien d'autres) pendant les cinq années précédentes fut ramenée à près de 0 % à fin 1985, à la suite d'une politique monétaire qui fut par moments très restrictive. On peut voir ici une illustration d'un aspect du monétarisme, celui qui concerne les prix. Mais en même temps, le chômage s'est fortement accru en Grande-Bretagne, et aux États-Unis il n'a pas baissé suffisamment. Dans la perspective strictement friedmanienne, ceci serait à attribuer au fait que les variations de l'offre de monnaie ont été trop irrégulières, plutôt que trop fortes.

Section 25.5

Évaluation d'ensemble

§1 Les limites de la politique monétaire

Les mécanismes décrits jusqu'à présent, qui indiquent comment la politique monétaire peut atteindre les buts fixés par les autorités monétaires, ne fonctionnent cependant pas avec autant de précision que pourrait le laisser croire un exposé nécessairement schématique. La réalité économique est complexe et la politique monétaire est soumise, en pratique, à bon nombre de contingences.

Ainsi en est-il, par exemple, des opérations d'*open market policy* : leur efficacité requiert notamment que les banques et autres intermédiaires détiennent un portefeuille important de titres car ces opérations reposent de plus en plus souvent sur des techniques de *repo*. Or la BCE est tenue par le traité de n'accorder des crédits que s'ils sont couverts par des sûretés.

§2 Le rôle des attentes

Les taux pratiqués par la banque centrale influencent le coût de refinancement des intermédiaires financiers, et sont donc répercutés sur les entreprises et les particuliers qui ajustent en conséquence leur demande de fonds. Le lien n'est pas nécessairement mécanique : une hausse d'un point du ou des taux officiels n'entraîne pas d'office une hausse égale des taux débiteurs pratiqués par les intermédiaires financiers, mais ceux-ci sont sans conteste influencés.

À cet égard, les phénomènes d'attentes sont très importants. Une hausse des taux de la banque centrale va sans aucun doute induire une hausse des taux du marché monétaire, mais peut conduire à une stabilisation ou même une diminution des taux à long terme. Ce sera le cas si les agents économiques perçoivent la mesure comme étant appropriée et bien calibrée, donc de nature à maîtriser l'inflation. Dans un tel cas de figure, les agents économiques convaincus que l'inflation reste sous le contrôle de la banque centrale vont réduire la prime de risque d'inflation qu'ils tendent à incorporer dans les taux longs. En d'autres termes ils éprouvent moins le besoin de se protéger contre une inflation future. C'est ici que la crédibilité d'une banque centrale prend tout son sens : ce que les agents économiques attendent, à tort ou à raison, de son intervention est parfois plus important que l'impact objectif de la mesure.

§3 Un frein plutôt qu'un accélérateur

La plupart des instruments de la politique monétaire sont mieux adaptés à une action visant à freiner l'octroi de crédits en période inflationniste qu'à en augmenter le volume en période de récession et de chômage.

En effet, s'il existe divers moyens efficaces pour empêcher les intermédiaires financiers d'octroyer trop de crédits, l'action des autorités monétaires, lorsqu'il s'agit d'accroître le crédit, est limitée à la suppression des entraves à l'offre ainsi qu'à l'abaissement des taux d'intérêt pour réduire le coût du crédit. Ces mesures peuvent s'avérer insuffisantes pour amener entreprises et particuliers à agir dans le sens désiré ; ceux-ci demeurent en effet seuls maîtres de leurs décisions : « si l'on peut mener un cheval à l'abreuvoir, on ne peut le forcer à boire ».

§4 Décalages dans le temps et conflits d'objectifs

En cas de *décalage dans le temps* entre la décision monétaire et la réalisation de ses effets, l'action entreprise peut s'avérer inutile, voire nuisible : ce serait le cas d'un accroissement de l'offre de monnaie en période de récession de l'activité économique, dont l'effet ne jouerait que lorsque celle-ci a retrouvé un niveau de plein emploi.

Enfin, comme évoqué au chapitre 24, il peut y avoir des *conflits d'objectifs* entre les institutions responsables, la banque centrale cherchant par exemple la stabilité des prix, le Gouvernement le plein emploi et le Trésor public le placement de ses emprunts.

§5 La monnaie est-elle un bien économique ?

De ces considérations, il ressort que la politique monétaire est sans doute un instrument important de politique économique dans le court terme, mais sa portée précise est souvent aléatoire. Quant à son impact de longue période, il ne nous paraît plus assuré que si cette politique est inspirée par la volonté fondamentale de toujours maintenir un degré « raisonnable » de liquidité dans l'économie.

On peut trouver dans ce cadre une réponse à la question posée au début de notre analyse monétaire : *en quoi la monnaie est-elle un bien économique ?* L'essentiel de cette réponse est en fait contenu dans la question : la monnaie est un bien économique si d'une part elle est effectivement monnaie, c'est-à-dire qu'elle possède tous les attributs de la *liquidité* ; et si d'autre part elle possède, comme tout bien économique, des propriétés de *rareté* : celle-ci découle entièrement, non pas d'une limitation physique de sa disponibilité, mais bien de l'adéquation de son offre aux besoins solvables de crédit de l'économie, comme on s'est efforcé de le montrer tout au long de ces pages.