



HAL
open science

Politique monétaire

Jacques Fontanel

► **To cite this version:**

Jacques Fontanel. Politique monétaire. Analyse des politiques économiques, Université Pierre Mendès France Grenoble, 2004. hal-02871570

HAL Id: hal-02871570

<https://hal.univ-grenoble-alpes.fr/hal-02871570>

Submitted on 17 Jun 2020

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Politique monétaire

Jacques Fontanel

In

**Analyse des politiques économiques,
Université Pierre Mendès France Grenoble**

Grenoble, Octobre 2004

Résumé : La monnaie est porteuse de choix. C'est un équivalent général et un instrument d'anticipation des actions économiques. La politique monétariste proposée par Milton Friedman s'est imposée au début des années 1980, elle a pour objectif essentiel de lutter contre l'inflation, et non pas en faveur du plein emploi comme la pensée keynésienne. Il s'agit de contrôler la masse monétaire ou les taux d'intérêt. La banque centrale utilise notamment les réserves obligatoires, les opérations d'open market ou le refinancement. Les débats sur l'Union européenne concernent notamment une politique monétaire trop restrictive, le Pacte de stabilité, les déficits budgétaires et l'endettement public.

Currency is a carrier of choice. It is a general equivalent and an instrument for anticipating economic actions. The monetarist policy proposed by Milton Friedman was imposed at the beginning of the 1980s. Its main objective is to fight against inflation, and not in favour of full employment as Keynesian thought. It is about controlling the money supply or interest rates. The central bank uses, for example, reserve requirements, open market operations or refinancing. Debates on the European Union concern in particular an overly restrictive monetary policy, the Stability Pact, budget deficits and public debt.

Monnaie, Politique monétaire, inflation, dettes publiques, déficit budgétaire, Pacte de stabilité, euro, Banque centrale européenne

Currency, Monetary policy, inflation, public debt, budget deficit, Stability Pact, euro, European Central Bank

La monnaie est généralement définie par ses fonctions. C'est un instrument d'échange et de paiement et une créance sur la production nationale. La monnaie constitue la liquidité par excellence, elle est « porteuse de choix », elle permet, dans un espace monétaire particulier, de l'échanger, à tout moment, contre n'importe quel bien ou service. La disponibilité de la monnaie fait de chacun d'entre nous des acheteurs potentiels. En France, les billets de banque libellés en francs sont des reconnaissances de dettes de la Banque de France et ils constituent un moyen d'échange et de paiement obligatoire sur le territoire national. Sa circulation dépend essentiellement de la confiance que lui accordent les agents économiques. La monnaie est aussi une unité de compte, elle permet surtout de comparer les valeurs. C'est enfin un instrument de réserve de valeur. La possession de la monnaie n'implique pas dépense immédiate. Elle offre le choix entre la dépense, la thésaurisation et l'épargne. La monnaie est un instrument d'anticipation des actes économiques. En fait, la monnaie est un équivalent général, fondé sur la confiance des agents économiques, confiance qui s'exprime à l'intérieur d'une communauté qui est généralement la nation. C'est un actif financier particulier, multiforme, en relation constante avec les instruments de crédit. Sa création répond à des règles précises, que le système monétaire et financier fait respecter. Enfin, l'Etat peut être amené à utiliser les variables monétaires dans le cadre de la politique économique.

Il y a plusieurs concepts de monnaie vécue. Les agrégats de monnaie sont des indicateurs statistiques qui reflètent la capacité de dépense des agents économiques. Ce sont des moyens de paiement des agents non financiers, sans grands risques de perte en capital et facilement convertibles en moyens de paiement. La définition de ces agrégats suppose que l'on trace une frontière entre les différents types de placements financiers afin de déterminer la simple réserve de moyens de paiements (instruments monétaires) et la volonté d'épargne durable (instruments non monétaires). Les agrégats retenus et calculés par la Banque centrale, allant de M1 qui comprend les moyens de paiement (billets, monnaies divisionnaires, dépôts à vue en francs mobilisables par chèques gérés par les établissements de crédit, le Trésor, les CCP et la Caisse des Dépôts et Consignation) à L qui exprime l'ensemble des liquidités et actifs financiers liquides qui peuvent, à tout moment, être transformés en moyens de paiement. La distinction entre Monnaie et Liquidité est fondée sur la spécificité des placements gérés par les établissements

de crédit qui seuls sont susceptibles de créer de la monnaie. C'est cette masse monétaire que la Banque Centrale peut se proposer de faire évoluer en fonction des objectifs généraux de la politique économique.

I. – Les principales théories

La politique monétaire est un concept relativement récent. La politique monétaire est l'action entreprise par les autorités monétaires pour changer la quantité, la disponibilité ou le coût de la monnaie, dans le but d'atteindre certains objectifs de politique économique. Ce n'est qu'à partir du moment où la théorie quantitative de la monnaie (exprimant l'idée selon laquelle une variation de la quantité de monnaie conduit à une variation proportionnelle et synchrone des prix) a été remise en cause, que les économistes se sont interrogés sur la possibilité pour un Etat d'agir sur les variables réelles de l'économie en faisant varier les taux d'intérêt ou la quantité de monnaie disponible. Les débats ont principalement été menés par Keynes, Patinkin, Friedman, Gurley et Shaw, Pesek et Saving. Actuellement, deux grands courants théoriques de la politique monétaire dominent : la pensée néo-keynésienne et la pensée monétariste.

A. *La pensée néo-keynésienne*

Les néo-keynésiens (Eckstein, Okun, Tobin) sont attachés à l'économie individualiste de marché, qu'ils recommandent pour la remarquable capacité de son système de prix à produire de l'information, pour son exceptionnelle utilité technique comme instrument de mesure du niveau des ressources, pour l'incontestable pouvoir stimulant de la compétition et pour son apport à la démocratie politique et à la décentralisation des décisions économiques. Cependant, ils ne partagent pas la confiance des néo-classiques dans le fonctionnement des mécanismes auto-correcteurs de rétablissement spontané de l'équilibre de plein emploi dans une économie de marché. La politique monétaire a une utilité limitée. Pour les néo-keynésiens, il existe une substituabilité plus grande entre la monnaie et les actifs financiers qu'entre la monnaie et les biens réels. Lorsque les agents économiques détiennent trop de monnaie par rapport aux encaisses désirées, une modification du taux d'intérêt et une évolution du niveau et de la structure des placements financiers permettent un retour à l'équilibre. Ce n'est que dans une seconde étape que la variation du taux d'intérêt est susceptible de modifier la demande de biens réels des ménages et des entreprises et de provoquer une croissance de l'activité économique. Les néo-keynésiens n'ont pas modifié fondamentalement le schéma keynésien, ils mettent l'accent sur le fait que l'élasticité de la demande de monnaie par rapport au taux d'intérêt est élevée et qu'une variation relativement faible du taux d'intérêt induit une modification sensible de la demande d'encaisses du public. Une politique d'abondance monétaire peut être vouée à un échec relatif si la monnaie

supplémentaire en circulation gonfle les encaisses thésaurisées des agents économiques sans entraîner une expansion de la demande. La politique monétaire n'a d'influence que si les agents économiques réagissent positivement à l'augmentation de la masse monétaire, en modifiant leurs comportements d'investissement et de consommation. Par contre, une politique budgétaire induit une relance nette et immédiate de la demande, grâce notamment aux commandes publiques. La politique monétaire joue cependant un rôle plus important dans l'analyse néo-keynésienne que dans la réflexion keynésienne. En effet, elle démontre d'abord que les coûts d'opportunité limitent les tentations d'indépendance de la « thésaurisation-déthésaurisation » des comportements des agents économiques à l'égard du taux d'intérêt, ensuite que l'effet richesse (effet Metzler) exerce une action indubitable s'il existe notamment des capacités de production sous-utilisées, enfin que le degré de substituabilité de la monnaie aux actifs financiers est déterminant (s'il est faible, le paradigme néo-classique de substituabilité entre actifs monétaires et actifs réels prédomine alors) et que l'efficacité de la politique monétaire dépend de l'élasticité de la demande d'investissement par rapport aux taux d'intérêt (si elle est forte, la politique monétaire est efficace). Cependant, pour les néo-keynésiens, l'inflation se situe d'abord dans les coûts de production des entreprises et la monnaie n'y joue alors qu'un rôle indirect, d'une part en accroissant les coûts et d'autre part en limitant, à terme, la croissance par la perte de compétitivité qu'elle est susceptible d'entraîner.

B. La pensée monétariste

Milton Friedman, en voulant montrer l'importance de la monnaie et contester la politique budgétaire keynésienne, a été le grand initiateur de la théorie monétaire de l'école de Chicago¹. Il propose une fonction de demande de la monnaie, qui explique le mécanisme de transmission de la politique monétariste. Cette demande a la forme suivante :

$$M^D = f(Y_p, r_b, r_e, \pi^e)^2$$

où :

M^D est la demande de la monnaie,

Y_p est le revenu permanent,

r_b est le taux d'intérêt des actifs financiers,

¹ Friedman Milton, (1968), "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, vol. 58, p. 1-17., Friedman Milton, (1969), *The optimum quantity of money and other essays*. London, Macmillan.

² Friedman mentionne aussi le capital humain comme actif, mais il ne l'applique pas à son équation.

r_e est le taux de paiement des dividendes,
 π^e est le niveau d'inflation,

La demande de la monnaie (M^D) a une relation positive avec le revenu permanent (Y_p), et négative avec les autres trois variables. Il y a un effet de substitution entre les actifs (*bonds* et *equities*) et les biens, car une augmentation de l'offre monétaire présente une préférence par les biens. Cet accroissement du produit national engendré par l'offre monétaire est le mécanisme de transmission monétariste. Cependant, l'augmentation du produit national nominal, si elle peut être réelle à très court terme, conduit à une inflation. Celle-ci limite alors le produit national réel et elle conduit à une perte progressive de la compétitivité des produits nationaux du fait de la hausse des prix.

Pour Friedman, la politique monétaire ne vise pas l'objectif du plein emploi. La masse monétaire détermine les fluctuations du revenu national. Les autres outils de politique économique conduisent à des effets de réallocation qui sont plutôt néfastes à l'économie. Un déficit budgétaire provoque l'accroissement de la masse monétaire et donc une inflation porteuse de crise économique. La politique monétaire n'a, à terme, d'influence que sur le niveau des prix. Un délai important est nécessaire pour que les banques réagissent à une politique monétaire active, de telle sorte qu'elle agit souvent à contretemps (de neuf à dix-huit mois). Tout système monétaire devrait alors obéir à des règles rigoureuses et simples. Friedman va proposer une « règle monétaire » présentant le même caractère d'automatisme que l'étalon or, sans être à la source de déséquilibres économiques. Il propose alors une croissance automatique de la masse monétaire à un taux fixe, en correspondance directe avec la croissance du Produit National Brut et une augmentation régulière de l'émission de monnaie de l'ordre de 3 à 4% l'an. Dans ce dessein, les établissements de crédit devraient toujours conserver des réserves en monnaie fédérale à 100%, ce qui les priverait de tout pouvoir créateur. Dans ces conditions, ils deviendraient de simples organismes décentralisés de la Banque Centrale, laquelle devrait faire respecter la règle d'or en pratiquant des opérations sur le marché de l'*open market*, en régularisant la structure des taux d'intérêt et en assurant la liquidité des banques. Cette analyse a suscité de violentes polémiques et les critiques ont porté notamment sur la relation entre la masse monétaire et le revenu permanent, le caractère équilibrant du système de changes flottants, la stabilité dans le temps de la demande de monnaie, les effets d'anticipation, la définition d'un taux optimal d'endettement. Cependant, sous une forme atténuée, les principes de la politique monétaire défendus par les monétaristes ont souvent été utilisés simultanément avec des instruments budgétaires keynésiens.

Pour les monétaristes, le marché est très efficace pour réaliser simultanément les intérêts individuels et collectifs. C'est la vieille idée de la main invisible. L'Etat doit limiter son action au simple maintien des règles

juridico-économiques qui permettent le fonctionnement des mécanismes auto-régulateurs du marché. L'Etat ne doit donc pas intervenir dans la vie économique, car son action conduit à des blocages, au dysfonctionnement de l'économie capitaliste et à la bureaucratie. L'Etat est la cause principale de la crise économique contemporaine, notamment avec la croissance des déficits budgétaires qui ont contribué à la croissance exagérée des masses monétaires nationales (cause fondamentale de l'inflation) et à l'essor du marché des eurodollars. L'inflation généralisée est le résultat de cette politique. Si dans un premier temps une offre de monnaie supplémentaire réduit le chômage, elle le fait au prix de l'inflation, inflation qui est, à plus longue échéance, un facteur de chômage ; il existe en effet un taux de chômage naturel qui ne dépend que des variables réelles. La lutte contre l'inflation implique l'amélioration de la fluidité du marché du travail, la suppression des conventions de revenu minimum, la limitation des contraintes à l'embauche et au licenciement et le refus de la bureaucratie. Les politiques keynésiennes cherchent à maintenir le chômage au-dessous du niveau naturel, suscitant ainsi des politiques monétaires laxistes installant l'inflation dans l'économie nationale de manière durable. Or, l'inflation érode la compétitivité des entreprises et elle limite le potentiel de croissance. Pour les monétaristes, un déséquilibre entre les encaisses effectives et les encaisses désirées conduit les agents économiques à modifier à la fois la structure et l'importance de leur portefeuille et la demande de biens réels. Une Nation désire à tout moment détenir une quantité de monnaie en rapport plus ou moins constant avec le revenu national réel. Cette encaisse désirée est dépendante du revenu et de façon inverse du taux d'intérêt. Le taux d'intérêt n'est pas le lien unique entre l'offre de monnaie et le revenu réel. L'équilibre monétaire est alors conçu comme la norme de la politique économique. Son objectif c'est d'abord et avant tout la stabilité des prix, car l'inflation est le plus grand danger de l'économie libérale. Il est donc nécessaire d'abandonner les politiques discrétionnaires de l'Etat et de les remplacer par des politiques automatiques qui accompagneraient de manière souple les automatismes du marché.

La contrainte financière est bien connue des entreprises. Pourtant, dans l'univers néo-classique parfait, la théorie de Modigliani et Miller (1958) considère que la structure financière des entreprises importe peu et que seul compte en définitive le rendement réel du capital. Le crédit bancaire ne jouerait alors aucun rôle dans une économie de marché parfait. Or, une économie d'endettement, dans laquelle la finance directe s'est atrophiée et où la plus grande part du financement externe des entreprises provient des banques, est précisément la représentation la plus évidente de la négation de l'hypothèse de perfection des marchés et de l'homogénéité des agents économiques. Le développement des marchés internationaux de capitaux met en évidence l'intérêt de la diversification des actifs financiers sur le potentiel de croissance des pays, par l'influence qu'elle exerce sur le niveau

et la rentabilité de l'investissement. Il existe un quadruple fondement aux mécanismes de transmission de la politique monétaire sur l'économie réelle :

– Pour le détenteur d'un actif financier, toute variation du cours de cet actif induit une modification de sa richesse et influence donc son comportement de dépense. C'est un effet richesse.

– Lorsque le taux d'intérêt augmente, le coût de l'investissement croît. Les entreprises diminuent alors leurs programmes d'investissements productifs et les ménages réduisent leurs achats de logement notamment. C'est l'effet coût de capital.

– Plus l'intermédiation financière et bancaire est importante et plus la sensibilité des agents économiques aux taux d'intérêt produit des effets économiques significatifs. C'est l'effet diversification des actifs financiers.

– Si le crédit bancaire est rationné, les agents économiques doivent modifier leurs plans de dépenses et d'investissements. La politique de crédit exerce un effet direct sur l'activité économique si, au taux d'intérêt proposé, l'offre de crédit est inférieure à la demande, si le marché financier est peu développé par rapport au marché bancaire et si l'autofinancement des entreprises n'est pas très important. C'est l'effet liquidité.

La question est d'établir quel est l'objectif de la politique monétaire entre la stabilisation des prix, la croissance soutenue, l'équilibre externe ou tout ensemble. Une politique monétaire d'inclination monétariste (normative) a comme objectif la croissance d'une définition de la monnaie (M_1 , M_2 , M_3 , M_4). Une politique basée sur l'utilisation du taux d'intérêt est plutôt d'obédience keynésienne. Pour évaluer si la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne est dans le cadre théorique du monétarisme, il faudrait premièrement définir la politique monétaire, ensuite exposer les principales idées de Friedman concernées à la politique monétaire, et finalement, les comparer avec le rôle que le Traité de Maastricht a concédé à la BCE.

II. – Les instruments

La politique monétaire est destinée à influencer la demande effective. L'action des autorités publiques consiste à modifier la quantité ou le coût de la monnaie en vue d'atteindre des objectifs généraux de politique économique. Cependant, la quantité de monnaie disponible dans un pays est un concept qui dépend des qualités et des caractéristiques mouvantes des actifs financiers. Si la monnaie est le plus liquide des actifs financiers, il existe aussi des actifs très « monétisables » qui fournissent un pouvoir d'achat presque immédiat. Les banques commerciales ne peuvent pas émettre de la monnaie en toute liberté. Elles ont plus un pouvoir multiplicateur qu'un pouvoir créateur, ne pouvant créer qu'en proportion des fonds qu'elles ont reçus. Les autorités monétaires peuvent alors agir sur les variables économiques réelles en utilisant les instruments monétaires. Keynes affirmait que la

quantité de monnaie n'est pas déterminée par le public, mais par l'action de la banque centrale, ce qui fait abusivement l'hypothèse de l'inélasticité de l'offre de monnaie aux taux d'intérêt. La politique monétaire est généralement fondée sur les taux et/ou sur les contrôles directs.

– *L'action par les taux* concerne à la fois les taux d'intérêt et les taux de change. La politique des taux d'intérêt est principalement développée sur le marché monétaire sur lequel s'échangent les liquidités en compte à la Banque Centrale entre les institutions financières ; en faisant varier le taux de refinancement exigé des banques, en vendant ou en achetant des titres sur l'*open market*, la Banque Centrale agit directement sur le comportement des agents économiques, en diminuant ou en augmentant le coût des emprunts. La politique de réescompte produit des résultats similaires, puisqu'elle consiste à augmenter ou à diminuer le taux de réescompte fixé par la Banque centrale en échange des actifs financiers recevables. Il existe plusieurs taux d'intérêt correspondant à plusieurs actifs financiers. Cependant, la réglementation, l'importance du rôle monétaire de la Banque Centrale, le poids économique et social de l'Etat et les variables explicatives communes des actifs financiers (liquidité, risque, rendement) permettent de définir des taux aisément repérables et maîtrisables par les autorités publiques. L'action par les taux d'intérêt ne se limite pas à la seule économie nationale, elle va influencer les mouvements internationaux de capitaux et donc les taux de change. En situation de changes fluctuants, les autorités monétaires se préoccupent de l'évolution de la valeur internationale de leur monnaie, malgré les recommandations contraires des ultra-libéraux. L'intervention de la Banque Centrale rompt temporairement l'équilibre du marché et provoque des arbitrages sur taux d'intérêt couverts en change ; elle brise la correspondance entre le différentiel du taux d'intérêt et le différentiel des taux de change. Si la Banque Centrale achète de la monnaie nationale à terme, elle provoque une hausse des cours à terme, obligeant les détenteurs d'avoirs en devises à se placer sur la monnaie nationale par des opérations de swaps et les opérations sur le marché à terme se répercutent sur le marché au comptant. La Banque Centrale peut alors faire financer une partie du déficit de la balance des paiements par les banques commerciales et protéger, pour une période limitée, ses réserves de devises. La politique monétaire prend en compte les contraintes internationales.

– *Le contrôle des quantités* peut s'exercer aussi bien sur l'offre de monnaie disponible que sur les entrées et sorties de devises ou de monnaie nationale. L'Etat peut décider par exemple de hausser le niveau des réserves obligatoires exigées des banques commerciales, soit sur les crédits, soit sur les dépôts. Il dispose d'autre part de plusieurs instruments complémentaires comme le coefficient de retenue des effets à moyen terme et le contrôle direct du volume des crédits distribués, notamment en période de forte inflation pendant laquelle les entreprises sont faiblement sensibles à une

hausse des taux d'intérêt. L'encadrement du crédit est une procédure de contrôle de la masse monétaire, qui a le défaut de limiter la concurrence et de favoriser les clients les plus importants. L'Etat peut enfin contrôler les mouvements de capitaux, en ne rémunérant plus les comptes étrangers ou en recyclant les capitaux. Les pouvoirs publics peuvent aussi instituer un contrôle des changes qui consiste à interdire les relations directes entre les résidents et les non-résidents et à contrôler les relations des banques résidentes dans leurs opérations avec l'extérieur.

— *Les études empiriques* ne permettent pas toujours de mettre en évidence les effets réels de chaque instrument et leur efficacité relative. Plusieurs facteurs accroissent ou confirment cette difficulté ; les objectifs de la politique monétaire coïncident avec les objectifs d'ensemble de la politique conjoncturelle, mais ils n'indiquent pas aux autorités monétaires les modalités d'action satisfaisantes (et ce, malgré l'utilisation d'objectifs intermédiaires, véritables indicateurs du fonctionnement adéquat de la politique monétaire dans le temps), le coût et la quantité de monnaie centrale ne varient pas de manière indépendante (contrairement à l'hypothèse keynésienne traditionnelle), la relation entre masse monétaire et revenu national n'est pas univoque, les effets d'une politique monétaire sont diffus et ils font intervenir des phénomènes de rétro-action complexes ; par exemple, une politique expansionniste conduit à une augmentation du revenu national, à une hausse de la demande d'encaisses-transactions, à un effet de hausse des taux d'intérêt susceptible de limiter l'action stimulante recherchée. Dans un pays comme la France, caractérisée comme une économie d'endettement, l'Etat dispose de moyens considérables pour agir sur les instruments monétaires et financiers de politique économique.

III. — La politique monétaire de l'euro

L'union économique et monétaire a fait l'objet d'importantes négociations. Les marges de manœuvre des Etats ont été réduites. Du fait de la création d'une monnaie commune et unique (l'euro), des règles précises ont été fixées en vue de soutenir la valeur de l'euro. En effet, une augmentation de l'endettement public conduit à des tensions inflationnistes. Or, s'il y a une politique monétaire commune, il n'en va pas de même pour le budget, sauf pour sa partie communautaire (1,27% du PIB). Dans ces conditions, un pays qui ne respecte pas les règles porte atteinte aux solidarités nécessaires pour maintenir la valeur de la monnaie commune. Le pacte de stabilité définit les seuils de 3% du PIB de déficit public et 60% du PIB de l'endettement public à ne pas dépasser. Dans ce cas, des mesures doivent être prises, assorties de sanctions plus ou moins importantes selon la gravité du cas. Les Etats à ne pas dépasser un seuil de 3% de leur déficit, quant à la politique monétaire,

elle est depuis l'introduction de l'Euro du seul ressort d'une institution supranationale comme la Banque Centrale Européenne (BCE).

A. L'organisation

Pour fixer le statut et les règles de fonctionnement de la BCE, les auteurs de Maastricht se sont inspirés à la foi de l'exemple de la Bundesbank et de la Fed. Le système européen de banques centrales (SEBC) se compose de la Banque centrale européenne (BCE) et des banques centrales nationales (BCN) des quinze États membres de l'Union européenne. L'« Euroystème » désigne la BCE et les BCN des États membres ayant adopté l'euro. Quant aux BCN des États membres ne participant pas à la zone euro, elles font partie du SEBC. À ce titre, elles sont habilitées à conduire une politique monétaire nationale, mais elles ne participent pas à la prise des décisions concernant la politique monétaire unique de la zone euro ni à leur mise en œuvre. L'objectif principal de l'Euroystème est de maintenir la stabilité des prix. Dans ces conditions, il est fondé sur la théorie monétariste, laquelle considère que l'inflation est toujours un problème d'abord monétaire. Sans compromettre cet objectif, l'Euroystème apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté. Les modifications à la politique monétaire sont décidées par le conseil des gouverneurs de la BCE qui se réunit généralement deux fois par mois. Pour la BCE, l'objectif de stabilité des prix se traduit généralement par une inflation annuelle à la consommation de moins de 2%. Bien que ce conseil gère la politique monétaire et décide des taux d'intérêt, les opérations concrètes sont généralement effectuées de manière décentralisée par les banques centrales des pays de la zone euro.

B. Les taux d'intérêt

Plusieurs taux d'intérêt constituent des instruments privilégiés.

– *Le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancements* (taux refi) est un signal important de la politique monétaire. C'est le taux plancher pour les appels d'offres à taux variables pour les opérations principales de refinancement du système financier européen. En fournissant des liquidités de manière régulière ces opérations constituent le principal moyen de refinancement du secteur financier.

– *Le taux de la facilité de prêt marginal* représente le coût obtenu par le secteur financier pour obtenir des banques centrales des liquidités en échange de certains éléments d'actifs.

– *Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt* définit le taux obtenu par les institutions financières qui souhaitent effectuer des dépôts auprès de la banque centrale

C. *Les instruments de la politique monétaire*

Ces instruments sont nombreux : – les réserves obligatoires ; – les facilités permanentes ; – l'*open market*.

– *Les réserves obligatoires* contraignent les établissements de crédits à constituer des réserves auprès du SEBC en fonction de l'importance des dépôts qu'ils gèrent. Par ce canal, le SEBC agit directement sur les demandes de refinancement des banques. Ces réserves obligatoires s'appliquent à l'ensemble des établissements de crédits. Le ratio de réserve est de 2% pour certaines catégories de dépôts, mais il peut varier. Les réserves sont rémunérées sur la base du taux des opérations principales de refinancements (taux refi). La politique de réserve a pour objectif de stabiliser les taux d'intérêt du marché et de créer un besoin structurel de refinancement. Elle permet donc à la BCE d'intervenir efficacement comme pourvoyeur de liquidités.

– *Les facilités permanentes* ont pour objectif la régulation des liquidités « au jour le jour ». Ces opérations jouent un rôle important en encadrant les évolutions quotidiennes des taux d'intérêts du marché. Il existe deux facilités permanentes. D'abord, la facilité de prêt marginale vise à satisfaire les besoins de liquidités temporaires auprès de la banque centrale nationale par une mise en pensions de titres, lesquels sont rendus à l'institution financière au terme du prêt. Ensuite, la facilité de dépôts rémunérés permet aux institutions financières de faire des dépôts de 24 heures auprès des banques centrales nationales.

– *Les opérations d'« open market »* permettent d'offrir ou de retirer des liquidités sur le marché monétaire interbancaire. L'*open market* doit avoir beaucoup de souplesse et conduire les banques à pratiquer une gestion prévisionnelle de leurs liquidités. Le SEBC a instauré un mécanisme d'instruments techniques : les opérations de cessions temporaires (achats ou ventes d'actifs par le SEBC effectués dans le cadre d'accords de pension ou de prêts adossés à des garanties), les opérations fermes (ventes d'actifs par le SEBC), les opérations d'échange de devises et les reprises de liquidités en blanc (sans garantie). Deux procédures sont utilisées : les procédures d'appels d'offre de liquidités conformément à un calendrier clairement défini s'adressent à l'ensemble des banques, alors que les procédures bilatérales impliquent une banque et le SEBC. Par l'intermédiaire de ce marché, quatre opérations principales peuvent être engagées.

– D'abord, les « *opérations principales de refinancement* », opérations les plus importantes conduites par la BCE, servent à injecter des liquidités dans le secteur financier. Ces opérations fonctionnent par voix d'appel d'offre³

³ Les institutions financières concernées démontrent leur désir d'acquérir des fonds en faisant connaître le montant désiré, ainsi que le taux auquel elles veulent faire leurs transactions. La soumission comportant le plus haut taux d'intérêt est acceptée la première.

portant sur des opérations de cession temporaire d'une durée habituelle de deux semaines, le taux refi (taux minimal de soumission) étant alors appliqué. Elles jouent un rôle déterminant dans le pilotage des taux d'intérêts, la gestion des liquidités bancaires et donc l'orientation de la politique monétaire.

– Ensuite, les « opérations de refinancements à long terme » apportent un complément de liquidités, mais elles n'ont pas une vocation de politique monétaire affirmée.

– Les « opérations de réglage fin » se proposent d'atténuer les mouvements indésirables des taux d'intérêts liés en fonction des fluctuations imprévues de la liquidité bancaire. Dans ces conditions, elles sont réalisées au coup par coup.

– Enfin, les « opérations à des fins structurelles » ont pour objectif de modifier à plus long terme la position nette du SEBC.

Si les décisions de politique monétaire sont prises au niveau de la BCN, la gestion de la politique monétaire est décentralisée. Les BCN continuent à être en rapport direct avec les établissements qui dépendent de leur secteur géographique, elles mènent les opérations d'open market, accordent les facilités permanentes et gèrent les réserves obligatoires. Pour cela, il faut un marché interbancaire unifié. Celui-ci cherche à modifier à plus long terme la position nette du SEBC face au système bancaire.

D. La politique monétaire engagée

La politique monétaire de la BCE s'appuie sur le Pacte de Stabilité et, par conséquent, elle assume les caractéristiques suivantes :

- Ses décisions sont totalement indépendantes de l'influence des Etats de la zone euro ;
- Le résultat de ses actions est dépendant de sa crédibilité (question de confiance, centrale dans les questions monétaires) ;
- Elle recherche d'abord la stabilité des prix ;
- Elle utilise de manière discrétionnaire les instruments de sa politique monétaire, et notamment les facilités permanentes, les opérations d'open market, la base monétaire et les réserves obligatoires ;
- L'évolution de la masse monétaire (M3) est une valeur de référence, mais d'autres indicateurs sont utilisés comme les indices de prix, la politique budgétaire, la balance de paiements ou les courbes des taux d'intérêt.

L'UEM a une politique économique complexe (*Policy Mix*) qui résulte de la combinaison de la politique budgétaire (Pacte de stabilité) et monétaire (avec la responsabilité de la régulation de la zone euro à la BCE, dont objectif

Ensuite, dans un ordre décroissant des taux soumis, les autres offres sont acceptées. Les offres effectuées à un taux inférieur au taux refi sont rejetées.

principal est la stabilité des prix). La priorité est donnée à la politique monétaire, car le délai de mise en œuvre de la politique monétaire est plus court que celui de la politique budgétaire et elle peut être modifiée beaucoup plus aisément. Si elle est inspirée du monétarisme, cette politique se différencie au moins sur trois points par rapport aux dogmes fixés par M. Friedman :

– Pour Friedman, c'est l'offre monétaire qui va affecter la croissance du produit, mais pour la BCE la masse monétaire n'est qu'une valeur de référence.

– Les monétaristes se proposent d'utiliser une augmentation de la masse monétaire pour favoriser la substitution des actifs financiers par des biens matériels. La BCE cherche surtout à influencer les marchés en utilisant les opérations d'*open market* ou de facilité permanente. Elle fait appel à la confiance et au réglage des marchés, plus qu'aux mécanismes de transmission dont le caractère n'est pas toujours aussi déterministe que la théorie monétariste veut bien en faire l'hypothèse.

– Finalement, la BCE a une politique discrétionnaire pour accomplir son objectif principal, qui s'inscrit plus dans le cadre théorique de la nouvelle école classique.

En conclusion

Les débats sur l'Union monétaire européenne

Les analystes de la crise économique qui a sévi en Europe au début du XXI^e siècle ont cherché des coupables. L'unification européenne a parfois été accusée. L'union européenne est amputée d'un élément majeur de sa politique économique, c'est-à-dire le budget. Le traité de Maastricht a transféré à la BCE le droit de réguler, de gérer et de décider de la politique monétaire des Etats membres de la zone euro en l'astreignant de règles drastiques en matière de respect des déficits budgétaires.

– Une politique monétaire trop restrictive

Le traité de Maastricht a fixé comme rôle majeur à la BCE la stabilité des prix. Dans ces conditions, une politique de création monétaire très restrictive au vue de la situation économique actuelle a été mise en place. Cette politique est menée quelles que soient les conditions économiques des Etats membres. De ce fait, le regretté James Tobin prix, Nobel d'économie, pouvait affirmer que si l'économie européenne n'est pas en bonne forme, la Banque Centrale Européenne porte la responsabilité de cette situation, parce qu'elle ne poursuit pas une politique à l'image de la Banque centrale américaine. Le pacte de stabilité semble constituer une erreur dans la conjoncture économique actuelle. Même si sa légitimité de principe est reconnue, son application trop stricte est contestée, notamment par l'Allemagne et la France. Il n'en reste pas moins vrai que ces grands pays ont dû infléchir leur politique pour respecter leurs engagements. Aujourd-

d'hui, les investissements d'équipements à rentabilité lente, engrais de l'économie à long terme, souffrent d'une aide publique insuffisante et ils sont handicapés par des taux d'intérêts réels trop élevés.

– *L'assouplissement du Pacte de stabilité*

L'union européenne est en période de stagnation économique, l'activité peine à repartir et de ce fait la baisse des recettes accroît le déficit budgétaire comme le précise Joseph Stiglitz, prix Nobel d'économie. « Depuis Herbert Hoover, les économistes responsables ne disaient plus qu'il fallait se focaliser sur ce déficit conjoncturel, mais sur le déficit structurel : celui qui aurait existé si l'économie avait fonctionné au niveau du plein emploi »⁴. La politique monétaire doit être conjuguée avec une politique budgétaire plus équitable et responsable.

– *L'élimination des dépenses d'investissements du calcul des déficits budgétaires*

La comptabilité publique doit bénéficier des mêmes règles que celle des entreprises privées, dans la mesure où toute entreprise privée ne comptabilise pas dans ses charges d'exploitation ses dépenses d'investissements. Elles s'inscrivent à l'actif de son bilan et viennent s'amortir sur une durée proportionnelle à leur horizon économique. Il faudrait faire de même pour les dépenses publiques. Au fond, la politique budgétaire n'est pas seulement un problème de quantités globales, elle implique des structures de recettes (qui paie ?) et de dépenses (armée ou éducation ?). Le système éducatif est onéreux. S'il était payé par ses utilisateurs, le déficit public serait moindre.

Dans les missions de BCE, les objectifs de croissance et d'emploi devraient être pris en compte, au même titre que la lutte contre l'inflation. L'objectif d'un nouveau pacte serait de mettre au premier plan la croissance et l'emploi.

Bibliographie

- Alternatives Economiques, Mai 2003.
- Artus, P., Wyplosz, C. (2002), Politique monétaire de la Banque centrale européenne, Rapport du Conseil d'Analyse économique, La Documentation Française, Paris.
- Barre, R., Fontanel, J. (1991), Principes de politique économique, PUG, Presses Universitaires de Grenoble, Grenoble, 1991.
- Cahiers français (2000), Monnaie et politique monétaire, La Documentation française, n°297. Juillet-août.
- Crozet, J.Y. (1991), Analyse économique de l'Etat, Armand Colin, Paris.
- Crozier, M. (1979), Etat modeste, Etat moderne, Fayard, Paris.
- Eisner, R. (1994), The misunderstood economy, Harvard Business Press, Boston.
- Fitoussi, J-P. (2002), la règle et le choix : de la souveraineté économique en Europe, La République des Idées.
- Flouzat, D. (2003), Les stratégies monétaires, PUF, Paris.
- Fontanel, J. (2000), Les fondements de l'action économique de l'Etat Université Pierre Mendès France, Grenoble. 2000, Côté Cours,
- Fontanel, J. (2001), L'action économique de l'Etat, L'Harmattan, Paris.

Fontanel, J. (2002), Globalisation économique et sécurité internationale. Introduction à la géoéconomie. Collection "Côté Cours", Grenoble, 2nd. Edition, 2004.

Fontanel, J., Samson, I. (2002), L'Etat, un agent économique contestable, mais irremplaçable, Humanisme et entreprise, Neuilly-sur Seine.

Fontanel, J. (2003). State and market in a context of economic globalization: Pax Economica. *Market and State*, Economic Academy Moscow, Jun 2003, Moscou, Russia

Fontanel, J. (2004), La politique antitrust et les législations économiques, in Analyse des politiques économiques, Fragments de cours. UPMF.

Fontanel, J. (2004) Géoéconomie de la globalisation, Collection « Côté cours », 1^e édition : EAD, UPMF, Grenoble.

Friedman, M. (1968), The role of Monetary Policy, American Economic Review, vol. 58

Friedman, M. (1969), The optimum quantity of money and other essays, Mac Millan, London.

Greffe, X. (1993), Comprendre la politique économique, Economica, Paris.

Greffe, X. (1994), Economie des politiques publiques, Dalloz, Paris.

Reich, R.B. (1992) The work of Nations, Vintage Books, New York.

Porter, M. (1987), The competitiveness of Nations, McMillan, New York.

Sen, A. (1983) Development : Which way now ?, Economic Journal Vol 93.

Trotignon, J., Yvars, B. (2002), Economie monétaire européenne. Hachette Supérieur, Les Fondamentaux, Paris.