**LA POLITIQUE MONETAIRE DANS L’uem**

La politique monétaire est l'un des principaux outils de politique économique pour la régulation conjoncturelle, c’est-à-dire la gestion du cycle. Confiée dans la plupart des pays occidentaux à une banque centrale indépendante, elle a principalement pour objectif d'assurer la stabilité des prix. A cet effet, elle veille à ce que la masse monétaire en circulation soit suffisante et le niveau des taux d'intérêt approprié.

**la stabilité des prix est le plus souvent l'objectif final principal de la politique monétaire**. La stabilité des prix favorise en théorie une répartition efficace des ressources réelles

1. évite ainsi le brouillage de l'information véhiculée par des changements de prix relatifs ;
2. elle permet aux prix des biens et services d'indiquer le résultat de la rencontre entre l'offre et la demande sur chaque marché ;

1. elle évite que des ressources réelles ne soient détournées pour se prémunir contre les risques d'inflation ou de déflation.

* à cet objectif final peuvent se greffer d’autres préoccupations mais de manière plus officieuse, telle que l’**évolution du prix des actifs** (car elle peut conduire à une mauvaise allocation des ressources d’une part, et à une hausse du niveau général des prix d’autre part).
  + avec le développement dans les dernières années de la décennie 1990 puis l’éclatement au début du 21ième siècle de la bulle boursière, puis plus récemment d’une possible immobilière, le débat a refait surface de savoir si la politique monétaire devait inclure un objectif relatif au prix des actifs. Il n’y a **guère de consensus** à ce jour.
  + la **ligne de conduite de la BCE** est que « bien que les cours boursiers ne constituent pas un objectif approprié de politique monétaire, une stratégie crédible visant à préserver la stabilité des prix peut largement contribuer au fonctionnement efficace du marché des actions »
  + vision quelque peu idéaliste et utopique du poids de la politique monétaire sur ces marchés, et guère vérifiée dans les faits : ni la bonne volonté de la politique monétaire américaine ni celle de la politique monétaire européenne n’ont empêché la bulle boursière ; les marchés boursiers européens (comme les marchés obligataires) sont plus sensibles aux évolutions outre-Atlantique qu’aux évolutions strictement européennes.
* le taux de change de **l'euro** n'est **pas** non plus un **objectif officiel** de la politique monétaire.
  + mais, comme pour les prix d’actifs, si les variations du change menacent la stabilité des prix, la banque centrale pourrait décider d'intervenir (soit directement sur le marché des changes, soit indirectement par les taux d’intérêt et donc sur la croissance et donc, peut-être !, sur le change) : c'est d'ailleurs ce que stipule très précisément le Traité de Maastricht, que la **politique de change doit être cohérente avec l'objectif principal** de la politique monétaire de la BCE, à savoir la stabilité des prix.
  + on peut considérer que **la stabilité des prix est menacée en cas** de dépréciation importante de la monnaie : dans ce cas, la BCE chercherait à soutenir sa monnaie (en vendant des devises étrangères de ses réserves pour acheter sa propre monnaie). Récemment, la BCE a été confrontée au cas inverse, celui d'une forte appréciation de l'euro : si elle était intervenu, cela aurait été pour faire baisser l'euro (en vendant de l'euro et en achetant des devises étrangères) et au motif du risque que cette appréciation faisait peser sur la croissance européenne (et non sur l'inflation puisqu'en l'occurrence l'appréciation joue en faveur de la stabilité des prix).
  + de telles **interventions** équivalent à une **création** (dans le cas actuel) ou à une **destruction de monnaie** ; elles peuvent être **stérilisées** afin d'en annuler l'impact (resp. positif ou négatif) sur la masse monétaire par une action sur la création monétaire interne (resp. restrictive ou expansive).
  + en pratique, les choses ne sont pas aussi simples que cela parce que s'agissant de la **mise en œuvre** même de la politique de change, le Traité stipule une **interdépendance étroite entre le Conseil de l'UE et la BCE**, mais la BCE est seule compétente pour décider de l'opportunité de recourir aux interventions sur le marché des changes, dans le respect de son indépendance, des tâches qui lui sont confiées par le Traité et par ses statuts, et de son objectif principal de maintien de la stabilité des prix. Les dispositions institutionnelles et pratiques de la zone euro dans le domaine de la politique de change (telles le **rôle autonome de la banque centrale et l'absence d'un ministre des finances de la zone euro**, même si depuis peu a été créé un poste de Président de l’Eurogroupe) ne garantissent pas une politique cohérente. Cette difficulté d’une communication claire, d’une même voix, d’un message commun est un des problèmes auxquels la BCE est confrontée et y perd de sa crédibilité.

# I Rappels sur l'offre de monnaie et définitions de base

## 1. La création de monnaie par les banques

La monnaie est offerte par les banques ; elles créent de la monnaie par un simple jeu d'écritures, en portant des sommes au crédit des comptes des différents agents économiques. Elles procèdent à cette création monétaire pour répondre aux besoins de liquidités des agents non bancaires (administrations, ménages, entreprises). La création de monnaie consiste toujours en la transformation de créances sur les agents non bancaires (créances sur l'étranger, crédits à l'économie, créances sur le Trésor public) en moyens de paiement immédiatement utilisables pour effectuer des règlements. Ces différentes créances constituent les **contreparties de la masse monétaire**.

## 2. Les besoins des banques en "monnaie banque centrale"

Cependant, le pouvoir de création monétaire par les banques n'est pas sans limite. Les banques ne fabriquent pas les billets et les pièces de monnaie dont le monopole d'émission est réservé à la banque centrale. Les banques se procurent les billets réclamés par leurs clients en procédant à des retraits sur les comptes qu'elles détiennent à la banque centrale, et qui servent, notamment, à effectuer les règlements entre banques.

Une banque ne peut créer de la monnaie que si elle dispose d'avoirs en **monnaie banque centrale**, un stock de billets et de pièces de monnaie dans ses coffres et un compte créditeur à la banque centrale. Le système bancaire ne peut alimenter les comptes ouverts auprès de la banque centrale que si cette dernière accepte de refinancer une partie des créances détenues par les banques, c’est-à-dire de reprendre à son compte certaines de ses créances et de créditer en contrepartie le compte des banques.

Quand une banque particulière a un besoin en monnaie banque centrale qui dépasse ses avoirs, elle peut emprunter ces avoirs à la banque centrale ou bien à d'autres banques qui ont des comptes créditeurs à la banque centrale. Les échanges de liquidités entre banques et l'essentiel des refinancements accordés par la banque centrale se font sur le marché monétaire.

## 3. La base monétaire et le multiplicateur de crédit

Cette monnaie banque centrale constitue la base nécessaire de la création monétaire. Cette **base monétaire** (ou encore la liquidité bancaire) comprend les avoirs des banques en compte à la banque centrale et les billets détenus par les banques. Plus cette base monétaire est importante, plus la création monétaire peut être développée. La création monétaire est proportionnelle à la base monétaire : la proportion est appelée **multiplicateur de crédit**. Pour un multiplicateur donné, la capacité de création monétaire des banques dépend directement de leurs avoirs en monnaie banque centrale.

## 4. Le contrôle de la création de monnaie

En théorie, la banque centrale peut contrôler la création monétaire des banques en contrôlant la quantité de monnaie banque centrale qu'elles peuvent se procurer (la base monétaire) et le coût des opérations de refinancement (les taux d'intérêt). Concrètement, la banque centrale opère ce contrôle de la liquidité bancaire à l'aide de plusieurs instruments :

1. réescompte,
2. interventions sur le marché monétaire,
3. open-market,
4. réserves obligatoires.

le **réescompte** est le **refinancement d'une créance directement auprès de la banque centrale** (sans passer par le marché monétaire) qui fixe les créances éligibles (mobilisables) au réescompte, le volume du réescompte et le taux d'escompte.

les **interventions** sur le marché monétaire **interbancaire** consistent **à prêter contre des liquidités banque centrale** au jour le jour ou de façon irrrégulière en fixant les quantités offertes et les taux d'intérêt demandés.

les **opérations d'open market** consistent à **offrir ou à demander des titres contre des liquidités banque centrale**. La banque centrale intervient alors comme une banque ordinaire qui offre des liquidités (quand elle demande – achète des titres) ou bien demande des liquidités (quand elle offre – vend des titres).

les **réserves obligatoires** sont un **pourcentage des dépôts** (et parfois des crédits) que les banques doivent détenir dans un compte non rémunéré à la banque centrale. Elles permettent d'augmenter ou de diminuer leurs besoins en monnaie banque centrale.

Grâce à ces différents instruments, la banque centrale **détermine la quantité de monnaie banque centrale** que les banques peuvent obtenir (la base monétaire) **et le coût** de cette monnaie centrale.

Indirectement, ces instruments doivent donc déterminer le comportement de création monétaire des banques auprès de leurs clients.

Lorsque que ces différents instruments sont (jugés) **peu efficaces**, les autorités peuvent intervenir par la **réglementation directe du crédit bancaire** (encadrement du crédit). L'encadrement du crédit a été pratiqué en France de 1973 jusqu'en 1984 et a été définitivement abandonné le 1er janvier 1987. Dans les modèles macroéconomiques simples, cette offre de monnaie est supposée parfaitement contrôlée par les autorités monétaires et donc exogène (seule une décision des autorités monétaires peut faire varier cette offre de monnaie). Il existe également toute une littérature sur l'endogénéité de l'offre de monnaie, sur les fonctions de réaction des banques centrales.

## 5. La masse monétaire : un objectif intermédiaire parmi d'autres

## La politique monétaire ne peut agir **directement sur le niveau des prix**, ni se contenter de contrôler directement le volume des crédits distribués par les banques. Elle ne dispose que d'instruments qui agissent sur l'inflation après des **délais importants** et selon des **mécanismes de transmission complexes**. Elle doit donc en permanence s'efforcer **d'anticiper sur les évolutions futures des prix** et de l'activité économique. Elle se base pour ce faire sur une batterie **d'indicateurs** économiques, monétaires et financiers précurseurs, dont la masse monétaire. La monnaie en circulation dans l'économie est un concept large. Pour mieux l'appréhender les différentes formes de monnaie ont été regroupées en agrégats monétaires, selon leur plus ou moins grande facilité d'utilisation comme moyen de paiement

## **M1** est composé des **pièces et billets** en circulation et des **dépôts à vue**

## **M2** comprend, outre M1, les **dépôts à terme** (inférieurs à 2 ans) et les dépôts avec préavis (inférieurs à 3 mois)

## **M3** regroupe, outre M2, les pensions, les **titres de créance** (émis pour une durée inférieure à deux ans), les titres **d'OPCVM** et les instruments du marché monétaire. L'ensemble des moyens de paiements inclus dans M3 constitue une définition globale de la monnaie disponible dans l'économie.

## Les agrégats de monnaie sont un indicateur privilégié pour les banques centrales dans la mesure où la **théorie quantitative de la monnaie**, pierre angulaire des théories monétaristes, stipule un lien à moyen-long terme entre masse monétaire (M), PIB (Y) et prix (P) en fonction d'une certaine vitesse de circulation V de la monnaie : PY = MV. Selon cette théorie, à fondement néoclassique, la quantité de monnaie détermine le niveau général des prix ; elle n'a aucune influence réelle sur l'économie (la monnaie est dite neutre) : une augmentation de la quantité de monnaie en circulation, pour V et Y constants, entraîne nécessairement de l'inflation (une hausse de P).

## La théorie quantitative de la monnaie a conduit nombre de banques centrales à se fixer un **objectif, intermédiaire**, de croissance annuel pour un **agrégat monétaire**. Ce fut le cas de la Banque de France dès 1977 jusqu'en 1999, date d'entrée en vigueur de la politique monétaire commune. C’est le cas de la **BCE** depuis. Dans la pratique, tous les pays qui ont connu un processus significatif de **libéralisation** et d'innovations financières ont vu se **dégrader la relation** entre leurs agrégats de monnaie et le PIB nominal. La fonction de demande de monnaie n'est finalement pas aussi stable que le prétendait Milton Friedman. Plutôt qu'un objectif intermédiaire contraignant, la masse monétaire est donc aujourd'hui considérée, même par la BCE, comme un indicateur, utile mais non unique, de l'évolution future des prix.

# II Les canaux de transmission de la politique monétaire

* on recense généralement **quatre canaux de transmission de la politique monétaire** : le canal du taux d'intérêt, le canal des prix d’actifs (dont le taux de change) – tous deux sont des canaux de transmission traditionnels, largement documentés ; le canal du crédit et le canal des anticipations.

L’importance de ces effets et la vitesse à laquelle ils agissent sur l’économie dépendent :

* des caractéristiques structurelles de l’économie
* de sa position dans le cycle
* et surtout de son système financier (économie d’endettement où prédomine la finance indirecte – économie de marché où prédomine la finance directe)
* l’impact de la politique monétaire dépend aussi d’autres facteurs tels que la crédibilité et la réputation de la BC.

Le délai est de six mois minimum mais un délai d’1 an (voire plus) est plus habituel.

## Le canal du taux d'intérêt

* le canal du taux d’intérêt peut être décomposé en **deux étapes** :
  + - 1. l’impact d’un mouvement du **taux directeur** sur l’**ensemble de la courbe des taux** d’intérêt
      2. l’impact des taux d’intérêt sur l’**activité** et les **prix.**
  + si la banque centrale ne maîtrise réellement que les taux à très court terme, l’évolution de ces derniers influence celle des taux d’intérêt à moyen et long terme car ceux-ci dépendent notamment des anticipations de taux courts à venir et des anticipations d’inflation.
  + la politique monétaire agit d’abord sur l’activité et ensuite sur les prix :
  + les effets des taux d’intérêt sur la **consommation des ménages** sont complexes puisque deux effets contraires sont en jeu : un effet revenu et un effet substitution. Dans le cas par exemple d’une hausse de taux, **l’effet revenu** a tendance à stimuler la consommation (la hausse du taux d’intérêt procure plus de revenus demain et incite à consommer plus aujourd’hui) tandis que **l’effet susbtitution** a tendance à la freiner (la hausse du taux d’intérêt accroît l’attractivité de l’épargne). L’effet susbtitution prime le plus souvent sur l’effet revenu, mais il ne joue que très graduellement et dépend des anticipations des agents quant au caractère durable ou non de la décision de la politique monétaire.
  + les effets de la politique monétaire sur l’activité touchent a priori plus rapidement les **dépenses d’investissement**, en particulier l’investissement **logement**. La hausse du coût de l’emprunt rend en effet plus difficile le financement des projets immobiliers.
  + pour les entreprises, la hausse des taux d’intérêt réduit le nombre de projets d’investissement profitables.
  + la hausse des taux se transmet ensuite aux prix, le fléchissement de l’emploi et de l’activité entraînant un ralentissement de la croissance des salaires puis de l’inflation (inversement, une baisse de taux stimule l’emploi, l’activité, et donc la croissance des salaires et des prix, et entraîne au final un resserrement de la politique monétaire).

## Le canal du taux de change et des prix d’actifs

* une variation des taux directeurs se répercute aussi, et de façon souvent plus rapide, sur l’activité et les prix par le canal du taux de change.
  + les liens entre taux d’intérêt et taux de change font essentiellement intervenir les anticipations du taux de change à terme selon la théorie de la **parité des taux d’intérêt d’intérêt non couverte :** *ê*=, avec *ê* la variation anticipée du taux de change et  le différentiel de taux d’intérêt entre le taux domestique et le taux étranger.
  + l’impact d’une variation des taux directeurs sur le taux de change est néanmoins incertain puisque la PTI non couverte fait intervenir également le taux étranger. A supposer qu’une hausse du taux directeur domestique entraîne bien une hausse du taux de change de la monnaie nationale (une appréciation), cette dernière freine les exportations, donc l’activité et donc l’inflation. A cet effet indirect sur les prix s’ajoute un effet direct, celui de la désinflation importée. Et inversement,…
* à ce canal du taux de change s’ajoutent d’autres modes de transmission de la politique monétaire par les **prix d’actifs financiers**. Si une hausse du taux directeur conduit à une hausse des taux longs alors, toutes choses égales par ailleurs, le prix des obligations diminuent. Il en va de même pour les actions. Un taux directeur plus élevé diminue le prix des actions parce que les rendements futurs anticipés sont actualisés à un taux plus élevé de telle sorte que la valeur actuelle des revenus diminue.
* Ces fluctuations de prix d’actifs financiers impliquent des **effets richesse** susceptibles de jouer sur la consommation des ménages, mais aussi sur l’investissement des entreprises par le biais du **q de Tobin**. Si la décision de politique monétaire se traduit par une baisse relative du cours des actions par rapport aux autres actifs (biens d’équipement), l’investissement diminuera puisqu’il sera plus cher pour les actionnaires de procéder à des investissements plutôt que d’acheter une autre entreprise comparable sur le marché.
* les effets de la politique monétaire sur le **prix de l’immobilier** s’inscrivent dans la même logique : à l’effet direct des variations de taux d’intérêt hypothécaires peuvent s’ajouter des effets richesse. Dans le cas d’une baisse du taux directeur, la diminution des taux sur les prêts hypothécaires accroît la demande de crédit des ménages. La hausse de la demande sur le marché de l’immobilier conduit à une hausse des prix (d’autant plus si l’offre ne suit pas), qui vient gonfler le **patrimoine immobilier** des ménages. Si les effets richesse (financière et immobilière) sont assez facilement mis en évidence dans les fonctions de consommation des ménages américains et britanniques, ils le sont plus difficilement dans les fonctions de consommation des ménages français, pour partie parce que les ménages français ont un plus petit patrimoine, ou en tout cas moins exposé aux prix des actions.

## Le canal du crédit

* le canal du crédit correspond aux effets de la politique monétaire sur les agents en matière de disponibilité des crédits bancaires. Deux types de canaux sont généralement mis en évidence : le canal de l’offre de crédit (canal étroit du crédit) et le canal de l’actif net (canal large du crédit).
  + le **canal de l’offre de crédit** suppose que la banque centrale influe sur les volumes de créances distribués par les banques commerciales et que les agents (en particulier les entreprises) n’ont pas accès à d’autres alternatives au financement bancaire en cas de baisse des crédits bancaires. Dans ce contexte, un resserrement de la politique monétaire réduit le volume des prêts à la clientèle et contraint ainsi le financement des entreprises. Ces contraintes viennent peser sur l’investissement et la croissance.
  + les critiques théoriques et la faible évidence empirique (parce que les entreprises ont en pratique d’autres moyens de financement) ont conduit progressivement à l’émergence du **canal large du crédit**. En présence d’asymétries d’information, le banquier octroie un crédit notamment en fonction des actifs (propriétés immobilières, actions, obligations…) que l’emprunteur peut apporter en garantie (collatéral). Or le prix de ces actifs est sensible à l’évolution des taux d’intérêt. En diminuant la valeur des actifs que l’emprunteur peut apporter en garantie, une hausse de taux d’intérêt peut entraîner une baisse de l’offre de crédit. Celle-ci, si elle ne peut être compensée par le recours aux financements désintermédiés (émissions d’actions ou d’obligations) - par exemple dans le cas des PME – correspond alors à une baisse des financements accessibles et conduit à une moindre croissance de l’activité.

*Le canal des anticipations*

* les changements du taux directeur peuvent agir sur les anticipations d’inflation et de croissance ainsi que sur la confiance en ces anticipations.

Les effets sont cependant difficiles à prédire. Ainsi, une hausse du taux directeur, reflétant l’idée que l’économie devrait croître plus rapidement que prévu, peut conduire à une révision à la hausse des anticipations de croissance et augmenter la confiance des agents. Elle peut, à l’inverse, être aussi interprétée comme le signe de tensions inflationnistes et conduire à une révision à la baisse des anticipations de croissance et réduire la confiance des agents.

Tout dépend de la crédibilité et de la stratégie de communication de la banque centrale. Si la banque centrale est crédible et a une stratégie de communication comprise des marchés financiers, le jeu des anticipations devraient aller dans un sens favorable à la politique monétaire (par exemple hausse de la confiance et révision à la baisse des anticipations d’inflation). C’est à ce niveau, celui de la manipulation des anticipations, que se trouve une autre grande différence entre la jeune BCE et l’expérimentée Réserve fédérale.

# III Le cadre institutionnel de la politique monétaire de la zone euro

Depuis le 1er janvier 1999, **l’Eurosystème**, c’est-à-dire l’ensemble formé par la BCE et les 12 banques centrales nationales des Etats membres de la zone euro (Allemagne, France, Italie, Espagne, Pays-Bas, Belgique, Autriche, Finlance, Grêce (depuis le 1er janvier 2001), Portugal, Irlande, Luxembourg) assume la responsabilité de la définition et de la mise en œuvre de la politique monétaire unique.

Le **SEBC** regroupe l‘eurosystème et les banques centrales des Etats non membres de la zone euro mais membres de l’UE25 (Royaume-Uni, Suède, Danemark, et depuis le 1er mai 2004 : République tchèque, Estonie, Chypre, Lettonie, Lituanie, Hongrie, Malte, Pologne, Slovénie, Slovaquie).

L’Eurosystème a, en vertu de l'**article 105-1 du traité de Maastricht**, pour "objectif principal de maintenir la **stabilité des prix**". L’article 105-1 ajoute que « sans préjudice de l’objectif de stabilité des prix, l’Eurosystème apporte son soutien aux politiques économiques générales de la Communauté en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté tels que définis par l’article 2 ».

Et l’**article 2** de préciser : « la Communauté a pour mission […] de promouvoir un développement harmonieux et équilibré des activités économiques dans l’ensemble de la Communauté ; une **croissance durable et non inflationniste**, respectant l’environnement, un haut degré de convergence des performances économiques ; un **niveau d’emploi et de protection sociale élevé**; le relèvement du niveau et de la qualité de la vie ; la **cohésion économique et sociale et la solidarité entre les Etats membres** ».

Le **Conseil des gouverneurs** est l'organe de décision suprême de l’Eurosystème : il est responsable de la formulation de la politique monétaire.

Le Conseil des gouverneurs définit la politique monétaire de la zone euro, y compris, le cas échéant, les décisions concernant les objectifs monétaires intermédiaires, les **taux directeurs et l'approvisionnement en réserves au sein de l’Eurosystème** et arrête les orientations nécessaires à leur exécution". Il comprend les **six membres du directoire et les gouverneurs des banques centrales nationales des Etats membres** de la zone euro. Il est présidé par le président de la BCE.

Le **directoire** de la BCE est lui chargé de **mettre en œuvre** la politique monétaire conformément aux orientations et aux décisions arrêtées par le Conseil des gouverneurs. Cette mise en œuvre est assurée de manière **décentralisée et harmonisée par les banques centrales nationales.**

Le **mandat** des membres du directoire est uniformément fixé à **huit ans. Il n'est pas renouvelable.** Le président, le vice-président et les quatre autres membres du directoire sont **nommés** d'un commun accord par les **chefs d'Etat ou de gouvernement** des Etats membres de l'Union monétaire, sur recommandation du Conseil, et après **consultation** (avis simple) du **Parlement européen et du Conseil des gouverneurs** de la BCE. Le néerlandais Wim Duisenberg a été le premier président de la BCE de juin 1998 (date effective de création de la BCE) à octobre 2003. Lui a succédé depuis le 1er novembre 2003 le français Jean-Claude Trichet (suite à un accord entre la France et l’Allemagne pour un premier mandat exceptionnellement partagé par deux hommes).

Le **cadre opérationnel** de la politique monétaire de la BCE se compose de **trois instruments principaux** : les opérations d’open market ; les facilités permanentes ; les réserves obligatoires.

les **opérations d’open market** sont conduites sous l’une des formes suivantes : opérations principales de refinancement ; opérations de refinancement à plus long terme ; opérations de réglage fin et opérations structurelles.

**Les opérations principales de refinancement sont le principal canal d’apport de liquidités aux banques et le taux d’intérêt auquel elles sont spécifiées** (soit le taux fixe en régime d’appel d’offres à taux fixe ou, depuis le 28 juin 2000 le taux minimal en régime d’appel d’offres à taux variables) **est le principal taux d’intérêt directeur de la politique monétaire de l’Eurosytème**. Leur fréquence étant hebdomadaire, les établissements de crédit ajustent leur trésorerie quotidienne sur le marché interbancaire au jour le jour, dont le taux d’intérêt (EONIA – Euro Overnight Index Average) fluctue autour du principal taux directeur.

les **facilités permanentes** se composent de la facilité de dépôt (qui permet d’absorber la liquidité excédentaire) et de la facilité de prêt marginal (qui permet de couvrir des insuffisances de liquidité). Le taux d’intérêt de la facilité de dépôt constitue le taux plancher de l’argent au jour le jour, et le taux d’intérêt de la facilité de prêt marginal le taux plafond, encadrant ainsi le taux des opérations principal de refinancement. En pratique, les établissements de crédit ont recours aux facilités permanentes pour assurer les ajustements résiduels de trésorerie qu’ils n’ont pu effectuer en cours de journée sur le marché interbancaire.

les **réserves obligatoires** représentent le montant des avoirs en compte que les établissements de crédit sont tenus de déposer dans les livres des banques centrales nationales de l’Eurosystème. Le niveau des réserves et les règles de constitution contribuent à amortir les fluctuations du taux d’intérêt au jour le jour (EONIA) sur le marché monétaire. **Le taux de RO est de 2 %**. Les réserves obligatoires jouent un rôle important dans la conduite de la politique monétaire.

* les statuts de la BCE et les conditions économiques qui ont présidé à sa création ont pesé lourdement dans la définition de ses **références**, en particulier dans la **fixation d'un objectif d'inflation plutôt bas** et dans la prise en compte d'un **pilier monétaire**. La stratégie des **deux piliers** exprime une **ambivalence non résolue** entre fidélité formelle à l'**héritage de la Bundesbank** et prise en compte des bonnes pratiques des banques centrales **anglo-saxonnes**. Si dans ses statuts, la BCE semble tout autant anglo-saxonne que germanique, dans la pratique, elle semble s'inspirer plus de la Bundesbank que de la Réserve fédérale !
* cette **stratégie** s’articule autour de 3 éléments principaux :

1. définition quantifiée de la stabilité des prix,
2. un rôle particulier assigné à la monnaie,
3. l’évaluation des perspectives d’évolution des prix reposant sur une large gamme d’indicateurs).

Initialement annoncée le 13 octobre 1998, a fonctionné de manière satisfaisante (aux dires de la BCE) pendant plus de quatre ans.

Le Conseil des gouverneurs a cependant jugé utile de procéder à une **évaluation** de cette stratégie à la lumière de l’expérience acquise, en tenant compte du débat public qu’elle suscite et d’une série d’études menées par les experts de l’Eurosystème.

Il résulte de cette évaluation quelques modifications subtiles, rendues publiques le **8 mai 2003** :

* + si la définition quantifiée de la stabilité des prix est inchangée, le Conseil des gouverneurs a décidé que, dans le cadre de la poursuite de l’objectif de stabilité des prix, il visera dorénavant à **maintenir le taux d’inflation (mesuré par la progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé IPCH) à des rythmes proches de 2 % à moyen terme (et non plus inférieurs à 2 %)**. Il s'agit d'un objectif à moyen terme, car les prix peuvent fluctuer à court terme sous l'effet notamment de modifications de la fiscalité (une hausse de TVA par exemple) ou de variations de prix des matières premières industrielles (telles que le pétrole) ou agricoles sur lesquelles la politique monétaire n'a pas de prise.
  + cette clarification souligne l’engagement de la BCE à aménager une marge de sécurité suffisante pour **se prémunir contre les risques de déflation** (alors présents à l’époque). Elle tient également compte de la sur-estimation potentielle de l’inflation par l’IPCH (un chiffre de 2 % correspondant à une inflation effective inférieure) et de la **diversité des situations nationales**.
* en ce qui concerne le **pilier économique**, il recouvre un ensemble de variables représentatives des évolutions économiques de la zone euro (évolution des coûts du travail, évolution des indicateurs de demande et de tensions sur les capacités de production), toutes censées donner des informations quant à l’évolution future des prix.
* en ce qui concerne le **pilier monétaire**, le Conseil des gouverneurs **compare** l'évolution effective de l'agrégat **M3** à une valeur de référence. Depuis décembre 1998, cette valeur de référence est fixée à **4,5 %**, compatible avec une inflation proche de 2 %, une croissance tendancielle du PIB en volume de l'ordre de 2 à 2,5 % par an (et une certaine vitesse de circulation de la monnaie). Des **écarts** importants et persistants de la croissance monétaire par rapport à cette valeur de référence devraient indiquer des **risques à moyen terme pour la stabilité des prix**.



## **IV Caractéristiques générales de la politique monétaire européenne depuis 1999**

* **depuis 1999**, la BCE n'a pas vraiment failli à sa tâche mais il existe une impression persistante qu'elle aurait pû mieux faire encore : le bilan offre **une image contrastée**. Elle a par exemple plutôt adroitement accompagné au cours de l'année 1999 la sortie de l'économie européenne du trou d'air causé par les crises asiatiques (été 1997) et russe (automne 1998). Cet épisode lui a permis de manifester sa vigilance à l'égard du risque déflationniste et d'afficher la réalité, a priori incertaine, d'une borne inférieure à la cible d'inflation : l'objectif d'une inflation proche de 2 % signifie aussi l'exclusion d'une inflation négative. Mais elle est critiquée pour son attentisme face au ralentissement durable de la croissance consécutif à l'éclatement de bulle Internet début 2000.
* en quatre ans (1999-2003), la politique de la BCE a parcouru un cycle complet, si l'on en juge par la trajectoire de son principal taux directeur (cf graphique). Cette **oscillation complète du taux directeur** est à l'image des fluctuations européennes : les cycles sont vraiment raccourcis (tandis qu'ils semblent s'allonger de l'autre côté de l'Atlantique !).



* si la BCE n'a pas vraiment démérité, elle ne s'est pas encore forgée des principes d'action qui emportent l'adhésion de tous (ménages, entreprises, hommes politiques, opérateurs de marché). Elle a dans l'ensemble mis en place une politique plus inerte que graduelle. Si au tournant de 2002-2003, son action est passée par des **baisses de taux** un peu plus nombreuses que celles de la Réserve fédérale, cela fait suite à un comportement bien plus **attentiste**. Les baisses ont été limitées et espacées dans le temps et ne donnent pas une orientation claire de la politique monétaire. De plus, elles étaient assorties d’un discours jugé rigide, prisonnier du pilier monétaire et d’une cible d’inflation proche de 2 %, de l’absence de coordination avec la politique budgétaire et de la diversité des situations nationales. Ces remarques valent pour aussi pour le statu quo monétaire depuis juin 2003. La politique monétaire ne ressort donc pas résolument expansionniste.
* la plus grande faiblesse de la BCE reste le **manque de confiance** qu'elle inspire aux agents économiques et aux marchés financiers. La crédibilité future de la BCE dépend entre autre de sa capacité à convaincre qu'elle œuvre pour l'intérêt général de l'UE, en assurant les conditions monétaires collectives les plus favorables au succés de chaque pays (vaste objectif compte tenu justement de la diversité – disparité des situations nationales).

## **V L’appréciation de la politique monétaire**

On utilise principalement deux indicateurs afin d’évaluer la situation de politique monétaire et de ses canaux de transmission ainsi que vérifier si la politique menée par la Banque centrale est optimale, par rapport à une règle de gestion de l’outil monétaire.

**Les indicateurs de conditions monétaires** sont construits en calculant l’impact de la politique monétaire et des variations de change sur l’économie. Les indicateurs de conditions monétaires combinent l’écart entre le taux d’intérêt mixte réel et la croissance potentielle et l’évolution du taux de change effectif réel par rapport à son niveau moyen. Ils tiennent compte donc autant du canal de transmission et de la contrainte interne de politique monétaire (le différentiel entre taux d’intérêt et le taux de croissance du PIB) que du canal de transmission et de la contrainte extérieure (le taux de change). Une augmentation (diminution) de l’indicateur signifie un durcissement (assouplissement) des conditions monétaires.

La quantification de l’impact d’une variation du taux d’intérêt et du taux de change sur l’économie fournit la pondération relative des deux composantes de l’indicateur (respectivement les taux d’intérêt et les taux de change). Ils sont basés sur des variantes du modèle macroéconomique international MIMOSA [voir document de travail OFCE 98-01, variantes Mimosa]. Une variante indique la réponse de l’économie (le niveau du PIB) à un choc permanent sur le taux d’intérêt ou sur le taux de change.

**Composantes de l’indicateur de conditions monétaires pour la zone euro**

En points de PIB



**La Règle de Taylor**

Depuis l’article de Taylor (1993)[[1]](#footnote-1), il est devenu fréquent d’apprécier les orientations de politique monétaire à l’aide d’une règle, dite de Taylor, représentative de la fixation des taux directeurs en fonction de l’inflation et de l’écart de production.

Taylor avait proposé la règle suivante pour les états-Unis :

(1) 

avec *i* : taux des *Federal Funds* ;  : taux d’inflation, en glissement sur un an ;  : écart de l’inflation à la cible de la banque centrale, évaluée à 2 % ; *gap* = 100\*(Y-Y\*)/Y\* avec *Y* : PIB en volume, et *Y\** : PIB potentiel ; une constante de 2, représentant le taux d’intérêt réel d’équilibre de longue période (que Taylor considère voisin du taux de croissance potentiel de l’économie).

Cette règle est devenue une référence majeure pour juger du caractère de la politique monétaire aux états-Unis comme en Europe. Dans le cas des états-Unis, et ce depuis la fin des années 1980, la politique monétaire est relativement bien retracée par cette règle. La règle de Taylor retrace également relativement bien la politique monétaire de la BCE. On peut retenir l’hypothèse que la BCE a une cible d’inflation de 1,5 %, puisque la BCE a défini la stabilité des prix comme une inflation inférieure 2 % (selon l’indice des prix à la consommation harmonisé). Cependant, si la BCE qui justifie sa politique en référence à ses deux piliers : la masse monétaire M3 et l’activité a depuis sa création privilégié le premier, depuis la mi- 2003 les moindres tensions inflationnistes ont fait que le deuxième pilier est passé au premier plan. La cible d’inflation a été ainsi redéfinie de « *inférieure à 2% »* à « *proche de 2% »*.

On retient un taux d’intérêt réel d’équilibre de longue période de 2 %, proche des estimations de croissance potentielle de la zone (estimée à 2,2 % par l’OCDE). On retient donc la règle (2) :

(2) 

Selon cette règle, la BCE a mené au début de son existence une politique monétaire initialement restrictive. La politique monétaire est devenue neutre à l’été 1999 et est expansionniste depuis. Les baisses de taux récentes ont renforcé ce caractère accommodant.



1. . John B. Taylor, 1993, « Discretion Versus Policy Rules in Practice », Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39. [↑](#footnote-ref-1)