

Louis Job

Professor in Economics

Dean of Social Sciences and Humanities Schools

University of Versailles-Saint Quentin-en-Yvelines

Strategies de politique monétaire: analyse d'expériences et propositions

Alors que ces derniers mois et ces dernières semaines ont été marqués par d'importants déséquilibres au niveau financiers et monétaires, cette contribution présente une réflexion sur les théories des politiques monétaires et sur leur mise en œuvre aux Etats-Unis, dans la zone Euro et dans la République Slovaque. Nous procédons à une analyse des fondements théoriques des stratégies monétaires et nous proposons une démarche que nous appliquons à différentes expériences monétaires et notamment à celle retenue en Slovaquie.

La politique monétaire est une composante de la politique économique et elle a un objectif de stabilisation de l'activité économique. Ce rôle stabilisateur avait déjà été mis en évidence par H.Johnson (1962). M.Friedman (1982) s'est explicitement dégagé des objectifs considérés comme appartenant à la « Sainte Trinité », composée du plein emploi, de la croissance économique et de la stabilité des prix et il a préconisé de s'en tenir à l'objectif de la politique monétaire à la stabilité des prix. La politique monétaire a fait l'objet de fortes controverses théoriques et, en tout état de cause, comme il s'agit d'un dispositif destiné à l'action, son efficacité est nécessaire. Afin de lutter contre les anticipations d'inflation, elle met l'accent sur un ancrage nominal.

Compte tenu de la richesse des travaux dans ce domaine, on serait tenté de parler, en paraphrasant R.Clarida, J.Gali et M.Gertler (1999), de Science de la politique monétaire. Toutefois, la situation financière mondiale actuelle et les controverses autour des stratégies adoptées par les banquiers centraux comme A.Greenspan & B.Bernanke nous éloignent d'une véritable science et peuvent faire penser à une certaine improvisation. Ainsi on peut lire dans la presse réputée et spécialisée : « Ne brûlons pas B.Bernanke » (Les Echos du 30 janvier 2008) et « Le procès Greenspan » (Les Echos du 9 avril 2008). De même, la position de J-C Trichet, gouverneur de la BCE fait également l'objet de critiques.

Afin d'évaluer les différentes stratégies mises en œuvre, nous envisagerons les questions des motifs (le pourquoi) et celles des modalités (le comment) de la politique monétaire qui comprend des objectifs finals, des objectifs intermédiaires et des instruments. Cette politique participe à la régulation économique et elle doit contribuer au bien-être collectif. Les

instruments doivent être utilisés de façon cohérente par le banquier central, désormais indépendant. Au sujet de ces instruments, nous porterons une attention particulière au choix entre l'agrégat monétaire et le taux d'intérêt. "Nous mettrons par ailleurs, l'accent sur la crédibilité qui est un élément essentiel du succès de la stratégie mise en œuvre.

En première partie, après avoir présenté ses dispositifs, nous examinerons les différentes stratégies possibles et nous verrons les applications qui ont été faites aux Etats-Unis avec les décisions de la Réserve Fédérale (Fed) et dans la zone Euro avec les décisions de la Banque Centrale Européenne (BCE).

Nous pourrions faire apparaître les insuffisances des mesures mises en œuvre et nous avancerons alors, en seconde partie, des éléments pour proposer une structure plus robuste de la politique monétaire. Nous nous appuierons sur un modèle qui tient compte des rigidités nominales, des asymétries d'information, des processus d'apprentissage et qui, par conséquent, s'éloigne de l'hypothèse d'anticipations rationnelles. Nous envisagerons alors la stratégie de ciblage d'inflation et nous verrons quelques-unes de ses applications.

En définitive, nous proposons de nous orienter vers un dispositif plus opérationnel des politiques monétaires afin de formuler quelques recommandations.

Partie 1 : Dispositifs institutionnels, controverses théoriques et expériences

Comme nous l'avons déjà évoqué avec M.Friedman, une banque centrale peut adopter différents objectifs dans sa stratégie de politique monétaire et nous pouvons en identifier 6 :

- la stabilité des prix ;
- la croissance économique ;
- le niveau de l'emploi ;
- la stabilité des taux d'intérêt ;
- la stabilité des marchés financiers ;
- la stabilité des taux de change.

D'une façon générale, les objectifs finals de la politique monétaire sont ceux de la politique économique. Ainsi, dans le Traité sur l'Union européenne, signé à Maastricht en février 1992, le chapitre 2, consacré à la politique monétaire précise dans l'article 105 que l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix.

A côté des objectifs finals, il convient de distinguer les objectifs intermédiaires et les objectifs opérationnels.

Les objectifs intermédiaires sont de trois sortes et sont ciblés sur des variables mesurant des quantités ou des prix. Nous avons les agrégats monétaires, les taux d'intérêt et les taux de change. Ces variables doivent être mesurables, aisément disponibles pour être utilisées par les autorités monétaires, être contrôlées par ces autorités et les effets sur l'objectif final doivent être prévisibles

La base monétaire (monnaie banque centrale) et le taux d'intérêt à court terme servent d'objectifs opérationnels.

La qualité de la relation entre, d'une part, la masse monétaire ou les taux d'intérêt et, d'autre part, les objectifs finals comme l'inflation, la croissance ou l'emploi, est essentielle.

Les instruments de la politique monétaire :

Les opérations d'open market et les facilités permanentes (de prêt et de dépôt) permettent à la banque centrale de réguler le taux de l'argent au jour le jour en agissant sur les conditions de l'offre sur le marché de la monnaie centrale. Parmi les opérations d'open market, les opérations de refinancement constitue un instrument essentiel.

Le taux de refinancement est le principal taux directeur de la BCE ; il est maintenu fixe et il se situe actuellement à 4 % et il est encadré par le taux de facilité de prêt marginal (5 %) et par le taux de facilité de dépôt marginal (3%). Le Refi est maintenu à un niveau élevé pour lutter contre l'inflation qui s'élève depuis le troisième trimestre 2007 et s'établit à 3,5 % en mars 2008 dans la zone €.

Aux Etats-Unis, le taux des fonds fédéraux (Fed Funds) est le principal taux directeur de la Fed. Depuis l'été 2007, ce taux diminue et il se situe aujourd'hui à 2,25 %. Quant au taux d'escompte, il se situe à 2,50 %.

Le système des réserves obligatoires qui consiste à rémunérer les dépôts effectués auprès des banques centrales permet d'influencer les conditions de la demande.

La stratégie monétaire de la banque centrale est construite à l'aide des cibles (objectifs) intermédiaires et opérationnels, c'est-à-dire les agrégats monétaires et les taux d'intérêt.

En retenant la stabilité des prix comme objectif final et le contrôle de l'agrégat monétaire M3 comme objectif intermédiaire, la BCE a repris le ciblage quantitatif monétaire de la Bundesbank. La théorie quantitative de la monnaie en constitue le fondement théorique. En effet, nous retrouvons là l'approche friedmanienne de la politique monétaire, selon laquelle les autorités monétaires doivent cibler et annoncer à l'avance la croissance de l'agrégat monétaire qu'elles retiennent. En revanche, elles doivent éviter de manipuler les taux d'intérêt et les taux de change (M.Friedman, 1982). Cette approche s'appuie aussi sur la relation fishérienne entre la croissance de l'agrégat de monnaie et l'accroissement du niveau général

des prix. Cette croissance monétaire dépend du niveau de variation fixé pour les prix, la production et la vitesse de circulation de la monnaie. M.Friedman se prononce très clairement contre une politique discrétionnaire et préconise l'application d'une règle, telle que la règle du k%, qui correspond au taux d'accroissement annuel de l'agrégat de masse monétaire. Plus fondamentalement, cette proposition renvoie au débat théorique sur la relation entre chômage et inflation, dans le cadre de la relation de Phillips augmentée des anticipations :

$$\Pi_t = \Theta \Pi_{t-1} + (\Lambda + z) - \alpha u_t$$

Avec $\Theta = 0$, chez A.Phillips.

Π est le taux d'inflation, Λ est le taux de marge et z , une variable composite qui exprime l'influence des autres facteurs sur le salaire.

Alors que M.Friedman adoptait l'hypothèse des anticipations adaptatives, les auteurs du courant des nouveaux classiques ont fait l'hypothèse des anticipations rationnelles, selon laquelle, l'espérance de l'erreur aléatoire des agents économiques est nulle.

Cela nous conduit à la courbe d'offre de R.Lucas (1972) et (1973) :

$$Y_t = Y_w + b(p_t - p_t^a) + v_t$$

Avec Y_w : le niveau potentiel du revenu, qui est la composante walrasienne (naturelle) de la relation.

b : le coefficient d'élasticité du travail (ou du chômage) par rapport aux prix.

$(p_t - p_t^a)$: traduit l'erreur d'anticipation sur les prix

v : exprime l'aléa.

La courbe d'offre de R.Lucas est croissante et elle s'écarte de la composante naturelle en fonction des erreurs d'anticipations sur les prix. Dans le modèle de surprise de R.Lucas, les chocs non anticipés sont essentiellement dus à des variations non anticipées de l'offre de monnaie, c'est-à-dire de la masse monétaire. A court terme, avec les erreurs d'anticipation sur la masse monétaire, il n'y a plus neutralité de la monnaie.

Cette position théorique est également exprimée par des auteurs comme T.Sargent & N.Wallace (1975) qui, dans des modèles avec anticipations rationnelles, ont également défendu la thèse de surprise monétaire et de l'inefficacité des politiques discrétionnaires.

La politique monétaire adoptée par la BCE en juin 1998 s'appuie en partie sur ce type de modèle. En effet, elle repose sur deux piliers. Le premier pilier, qui constitue le point fondamental, donne une place prépondérante à la monnaie et fixe une valeur de référence à la

croissance de l'agrégat large M3 qui comprend les billets, les pièces, les comptes à vue, les comptes à terme d'une durée inférieure à 2ans, les titres d'OPCVM et les titres de créances négociables d'une durée inférieure à 2ans. Le deuxième pilier fait référence à une large gamme d'indicateurs économiques (des variables réelles, telles que les écarts de production et des coûts de production) et financiers (telles que les niveaux et les structures des taux d'intérêt).

A la suite des travaux de J.Gurley & E.Shaw et comme l'indiquait déjà H.Johnson (1962), on constate empiriquement que les innovations financières ont accru l'instabilité de la fonction de demande de monnaie et cela remet en cause l'efficacité d'une politique monétaire fondée sur le contrôle d'un agrégat monétaire de référence. Plus précisément, la prise en compte de l'effet de substitution entre la monnaie et les titres financiers rend instable les paramètres de la fonction de demande de monnaie dans la zone € (Banque de France, 2005). Dans le même sens, le Rapport annuel 2006 de la BCE indique que l'accroissement de M3 s'est établi entre 8,6 % et 9,8 % en 2006 (BCE, 2007) alors que le taux fixé en octobre 1998 était de 4,5 %. Cet accroissement s'explique à certaines périodes par la recherche de liquidité (i.e la composante M1), à d'autres, par la réorientation vers les dépôts à terme ou vers les instruments négociables.

En d'autres termes, compte tenu de l'instabilité de cet agrégat, mal contrôlé par les autorités monétaires, la politique monétaire mise en œuvre par la BCE manque d'efficacité. En outre, en visant principalement la stabilité des prix, i.e la lutte contre l'inflation, le manque de dynamisme économique de la zone € , notamment relativement à la croissance américaine, peut être souligné.

Ces limites ont conduit la BCE à présenter une nouvelle stratégie de politique monétaire en mai 2003, qui n'affiche plus deux piliers mais une analyse des évolutions et chocs économiques et une analyse des tendances monétaires (Bulletin de la BCE, 2003, in F.Mishkin & alii, 2004). En définitive, la stratégie de la BCE a été qualifiée de mixte car elle s'attache aux deux aspects de la stabilité monétaire. Pour asseoir sa crédibilité, la BCE cherche à ancrer les anticipations d'inflation à court-moyen terme et à limiter l'incertitude sur l'évolution à long terme du niveau général des prix (Ch. Bordes & L.Clerc, 2004).

Finalement, les analyses théoriques, empiriques et l'étude des expériences de politique monétaire indiquent que les autorités monétaires cherchent à ancrer leur stratégie sur une variable nominale qui puisse servir d'ancre. Cela devrait permettre de résoudre le problème de l'incohérence temporelle des politiques discrétionnaires. En outre, l'ancrage nominal peut être implicite ou explicite. Nous avons vu jusqu'ici le ciblage monétaire ou la politique d'objectif

monétaire quantitatif, nous pouvons également faire référence à une politique d'objectif de change ou à une politique de croissance de PIB nominal ou une politique de cible d'inflation. Dans la politique d'objectif de change, on choisit comme ancre un pays dans lequel l'inflation est faible. C'est le cas de la stratégie basée sur la participation à un mécanisme de change ou avec l'adoption d'un système de parités glissantes. La stratégie de politique monétaire pourra avoir plus d'efficacité si elle s'appuie sur un modèle plus adéquat à la réalité et si le message du banquier central est plus transparent.

Dans la partie suivante (partie 2), nous allons nous appuyer sur un modèle économique avant d'examiner et d'évaluer la politique de ciblage d'inflation.

Partie 2 : Un modèle néo-keynésien et des exemples de politique de ciblage d'inflation

Rappelons tout d'abord que pour être crédible et efficace, une stratégie monétaire doit être comprise. Le modèle économique est donc destiné à construire une règle.

Nous nous appuyons sur le modèle néo-keynésien prospectif développé par R. Clarida, J. Gali & M. Gertler (1999) et repris, par exemple, par O. Loisel (2006) qui parle de modèles d'équilibre général dynamiques stochastiques.

Contrairement aux modèles avec anticipations rationnelles, ce modèle suppose la non neutralité de la monnaie et il introduit des rigidités de prix, de l'information imparfaite, des comportements opportunistes, des processus d'apprentissage. En fait, il est construit autour de 3 équations et il propose des règles de politique monétaire pour comprendre la formation du taux d'intérêt nominal :

$$\text{Equ.(1) IS : } x_t = E_t(x_{t+1}) - \sigma[i_t - E_t(\pi_{t+1}) - r_t]$$

$$\text{Equ.(2) Courbe de Phillips : } \pi_t = \beta E(\pi_{t+1}) + \kappa x_t + u_t$$

$$\text{Equ.(3) Fonction de perte sociale : } L_t = E[\sum_k [(\pi_{t+k})^2 + \lambda(x_{t+k} - x^*)^2]]$$

Avec x : l'écart de production

x^* : le niveau de production d'équilibre

π : le taux d'inflation

i : le taux d'intérêt nominal de court terme.

r^n : le taux d'intérêt naturel

u : désigne le choc d'offre

Sur la base de la minimisation de la fonction de perte intertemporelle, on va rechercher des règles efficaces de politique monétaire qui apparaissent sur la frontière de la politique efficace qui relie la variabilité de l'inflation à celle de la production. Comme l'indiquent Clarida, Gali & Gertler (1999), on est alors conduit à une politique monétaire optimale et à une règle telle que :

$$i_t = r^n + E(\pi_{t+1}) + [E(x_{t+1}) - x_t] + \pi_t$$

dont la règle de J.Taylor (1999) en est une forme et s'écrit :

$$i_t = r^n + \pi^a + 0,5 (\pi_t - \pi^*) + 0,5 (y_t - y_t^*)$$

avec :

i : le taux d'intérêt nominal

r^n : le taux d'intérêt naturel

π^a : le taux d'inflation anticipé

π^* : la cible d'inflation

y^* : le taux de croissance potentielle

y : le taux de croissance effectif

Ce modèle constitue donc la référence des politiques de ciblage d'inflation (B.Bernanke, T.Laubach, F.Mishkin & A.Posen, 1999). B.Bernanke et ses co-auteurs ont précisé que le ciblage de l'inflation est un cadre de politique monétaire caractérisé par : l'annonce publique d'un objectif quantitatif officiel (ou d'une fourchette) pour le taux d'inflation sur une période de temps déterminée et par l'annonce officielle au public que le principal but de long terme de la politique monétaire est une inflation basse et stable.

La Nouvelle-Zélande a été la première à partir de 1984 et officiellement à partir de 1989 à adopter une cible explicite d'inflation. Elle a été ensuite imitée par plusieurs pays, tels que le Canada, le Chili, le Royaume-Uni, la Suède, l'Espagne, la République Tchèque (en 1998), la Pologne (en 1998), et par plusieurs autres pays.

En dépit de quelques critiques (L.Ball & N.Sheridan, in FMI, 2003), le bilan des expériences de ciblage d'inflation semble être positif. En effet, cette stratégie peut être aisément comprise par le public et sa réussite n'est pas conditionnée par l'existence d'une relation stable entre la monnaie et l'inflation.

En outre, la politique monétaire peut retenir non seulement un ancrage nominal implicite mais aussi explicite. De plus, comme le soulignent Clarida, Gali & Gertler (1999), pour lutter efficacement contre l'inflation, la politique monétaire devrait être proactive (préemptive) et non pas seulement retrospective.

Enfin, cette approche permet l'élaboration d'une règle d'évaluation de la politique monétaire et la règle proposée par J.Taylor qui prend en compte non seulement l'écart d'inflation mais aussi l'écart de production. Nous pouvons souligner ici qu'elle ne néglige pas l'objectif d'activité ou d'emploi (J-P Pollin, 2002).

Ce sont ces avantages qui permettent d'expliquer l'extension internationale de cette stratégie monétaire. Dans cette perspective, nous souhaitons maintenant donner quelques indications sur la stratégie monétaire retenue dans la République Slovaque (M.Neupauerova, 2007).

Ce n'est qu'à partir de 1990 que les mécanismes de marché ont été mis en place et la Banque Nationale de Slovaquie, créée en novembre 1992, a débuté son activité en janvier 1993.

Le régime de changes fixes a été en vigueur jusqu'en 1998 et l'ancrage nominal s'est effectué sur le taux de change jusqu'à cette date. L'objectif de stabilité des prix a été retenu comme objectif final et l'inflation nucléaire, définie par différence entre l'inflation totale, l'augmentation des prix régulés (tels que les prix de l'énergie) et les taxes fiscales, a été retenue comme indicateur à suivre. Depuis 2006, l'inflation est mesurée par l'IPCH, selon la norme de l'Union européenne.

	2002	2003	2004	2005	2006
Π (taux inflat)	4,5	8,5	7,5	3,9	3,7
g (taux de croissance)	4,4	4,2	5,5	6,1	?

Compilation effectuée à partir de M.Neupauerova (2007)

Il est intéressant de prendre en compte l'évolution du taux de chômage qui est passé de 14,3% en 2004 à 11,6% en 2005.

Nous noterons donc que la baisse de l'inflation s'accompagne de la croissance économique et d'une diminution du taux de chômage même s'il reste élevé.

L'année 2005 a été marquée par des changements importants :

Précisons, en effet, que la République Slovaque est entrée dans le mécanisme de change européen (MCE2) en novembre 2005, avec un cours pivot de 38,45 SKK / €.

En matière de stratégie monétaire, la Slovaquie a adopté le ciblage d'inflation implicite à partir de 2000 et le ciblage explicite d'inflation à partir de 2005.

L'agrégat monétaire M3 a remplacé M2 à partir de 2005

Le taux d'intérêt est désormais le principal instrument de politique monétaire utilisé pour atteindre la cible finale qui est, rappelons le, l'obtention d'un taux d'inflation faible et stable.

La politique monétaire est calculée sur la base d'un modèle économétrique trimestriel prospectif, « le gap model », élaboré par la Banque Nationale Slovaque (BNS), à partir duquel est calculée une règle de Taylor. Le taux d'intérêt de base (BR) est le principal instrument de la politique monétaire. Il est bien corrélé avec le taux d'intérêt 3 mois (BRIBOR) et avec le taux d'inflation.

Un première esquisse de règle monétaire a été proposée par M. Neupauerova (2007) qui s'écrit :

$$\ln(\text{BR}) = 0,00959 + 0,917 \ln(\text{BR}-1) + 0,1103 \ln \text{IGAP} + 0,406 \ln \text{YGAP}$$

avec IGAP : l'écart d'inflation

et YGAP : l'écart d'output

Les différents paramètres de cette équation sont statistiquement significatifs, notamment le taux d'intérêt de base de l'année précédente.

Cette étude nous permet de mettre en évidence d'ores et déjà, les changements opérés par les autorités monétaires slovaques mais aussi le rôle joué par la stratégie monétaire de ciblage d'inflation.

A l'issue des confrontations théoriques et d'expériences monétaires, nous soulignerons en guise de conclusion provisoire l'intérêt du modèle théorique qui a servi de fondement à l'analyse des stratégies monétaires. Nous avons, en effet, pu déterminer une règle de comportement optimal du banquier central indépendant. De plus, la règle d'évaluation qui en découle est relativement aisée à comprendre et elle constitue alors une bonne base de communication destinée à l'ancrage des anticipations des agents économiques. Nous avons également pu montrer le rôle déterminant joué désormais par le taux d'intérêt.

En outre, bien qu'il ne soit pas exempt de critiques, le ciblage d'inflation paraît être une stratégie monétaire pertinente (optimale) pour la collectivité. Comme certains ont dit que la

politique monétaire était un Art et nous ne trancherons pas pour l'instant en matière de choix de stratégie monétaire. Il reste à minima à préciser l'impact exercé par les prix d'actifs financiers sur la politique monétaire ainsi que le détail des canaux de transmission de cette politique financiers. De même, l'analyse empirique de la stratégie appliquée en République Slovaque mérite d'être prolongée et ce type de travail pourrait être étendu à d'autres pays entrés en 2004 dans l'Union européenne.

Bibliographie :

- Bernanke, B, T.Laubach, F.S.Mishkin & A.S.Posen ; Inflation Targeting : Lessons from the International Experience, Princeton University Press, 1999.
- Clarida, R, J.Gali & M.Gertler ; The Science of Monetary Policy : A New Keynesian Perspective, Dec.1999.
- Friedman, M ; Monetary Policy, Journal of Money, Credit and Banking, vol14, Feb.1982.
- Johnson, H.G ; Théorie et Politique Monétaire, American Economic Review, vol.52, June 1962, reproduit dans R.S.Thorn, 1971.
- Mishkin, F.S et Ch.Bordes, P.C.Hautcoeur et D.Lacoue-Labarthe ; Monnaie, banque et marchés financiers, Pearson Education, 2004(d'après la 7^{ème} édition).
- Pollin, J-P ; Pour une stratégie de cible d'inflation dans la zone euro, Revue d'Economie Financière, n°65, 2002.
- Loisel, O ; La crédibilité de la politique monétaire dans une perspective néo-keynésienne, Bulletin de la Banque de France, n°149, mai 2006.
- Bordes, Ch & L.Clerc ; La BCE, cinq ans de politique monétaire unique, Cahiers Français, n°319, 2004.
- BCE ; Rapport Annuel 2006, 2007.
- Lucas, R ; Expectations and the Neutrality of Money, Journal of Economic Theory, 4, 1972.
- Lucas, R ; Some International Evidence o Output-Inflation Tradeoffs, The American Economic Review, June 1973.
- FMI Bulletin, vol.32, n°13, 2003.
- Neupauerova, M ; Nature et Evolution de la Politique Monétaire en Slovaquie depuis 1990, Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université de Kosice, octobre 2007.
- Sargent, T & N.Wallace ; Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Money Supply, Journal of Political Economy, vol.83, 1975.
- Taylor, J ; Monetary Policy Rules, NBER, 1999.