



Qu'est-ce que la politique monétaire?

Koshy Mathai

LA POLITIQUE monétaire a connu de nombreux avatars, mais quelles qu'en soient les apparences, elle consiste à ajuster l'offre de monnaie pour stabiliser le binôme inflation–production.

La plupart des économistes admettent qu'à *long terme* la production est donnée, et que toute variation de la masse monétaire entraîne uniquement une variation des prix. Mais à *court terme*, comme les prix et les salaires ne s'adaptent pas immédiatement, les variations de la masse monétaire peuvent agir sur la production. C'est pourquoi la politique monétaire — dont se chargent généralement les banques centrales, comme la Fed aux États-Unis ou la BCE en Europe — est un instrument effectif dans la réalisation des objectifs d'inflation et de croissance.

Par exemple, en récession, les consommateurs regardent à la dépense. Les entreprises produisent moins, commencent à licencier et n'investissent plus. Qui plus est, les exportations nationales risquent de ne plus trouver de débouchés. Il se produit donc une compression de la *demande globale* à laquelle les autorités peuvent réagir en menant une politique à contrecourant. La politique monétaire est ainsi souvent désignée comme l'instrument *countercyclique* par excellence.

Cette démarche contracyclique vise l'expansion de la production (et de l'emploi), mais elle entraîne un gonflement de la masse monétaire et, partant, une hausse des prix. Lorsque la production s'approche de la pleine capacité, toute augmentation de la demande renchérit les facteurs de production, dont les salaires. Les travailleurs utilisent alors leur complément de revenu pour acheter plus, d'où des prix et des salaires encore plus élevés, et une poussée généralisée de l'inflation, ce que les gouvernants préfèrent en général éviter.

Un double objectif

La politique monétaire doit donc concilier les objectifs de prix et de production. De fait, même les banques centrales qui, comme la BCE, visent exclusivement l'inflation reconnaissent généralement qu'elles se soucient de la stabilisation de la production et du maintien d'un niveau proche du plein emploi. Dans le cas de la Fed, à qui le Congrès des États-Unis a explicitement confié un «double mandat», l'objectif d'emploi est officiellement reconnu et placé sur un pied d'égalité avec celui d'inflation.

La politique monétaire n'est pas le seul levier pour gérer la demande globale. La politique budgétaire — liée à la fiscalité et aux dépenses — en est un autre, et les gouvernements y ont recours dans la crise actuelle. Il faut cependant un certain temps pour légiférer en matière d'impôts et de dépenses, et une fois que les changements ont été promulgués il est souvent

politiquement difficile de faire marche arrière. À cela s'ajoute le risque que les consommateurs n'aient pas la réaction voulue à la relance budgétaire (un allègement fiscal pourrait, par exemple, les inciter à épargner plutôt qu'à dépenser). On comprend donc pourquoi la politique monétaire est généralement considérée comme la première ligne de défense pour stabiliser l'économie en conjoncture descendante (l'exception étant celle des pays à taux de change fixe, où elle est entièrement subordonnée à l'objectif de taux de change).

Une politique indépendante

Bien qu'elle soit l'un des instruments économiques les plus importants pour les gouvernements, la plupart des économistes estiment que la banque centrale (ou un organisme connexe) — c'est-à-dire une entité indépendante du gouvernement élu — est mieux à même de la conduire. Cette idée remonte aux études d'il y a une trentaine d'années, qui mettaient en lumière la problématique de la *discordance temporelle*. À l'époque, les responsables de la politique monétaire, qui étaient moins indépendants du gouvernement, estimaient pouvoir gagner à promettre une faible inflation afin de maîtriser les anticipations inflationnistes des consommateurs et des entreprises. Au gré de la conjoncture, ils risquaient cependant d'avoir ensuite du mal à résister à une expansion de la masse monétaire et donc de provoquer une «inflation-surprise». Cette surprise pouvait dans un premier temps doper la production en rendant la main-d'œuvre relativement peu coûteuse (les salaires mettent un temps à s'adapter) et réduire la valeur de la dette publique réelle, ou corrigée des effets de l'inflation. Mais les agents économiques s'apercevaient rapidement de ce «biais d'inflation» et relevaient en conséquence leurs anticipations de prix, rendant ainsi d'autant plus difficile le travail des gouvernants soucieux de parvenir à une faible inflation.

Pour surmonter le problème de la discordance temporelle, certains économistes ont préconisé l'adhésion à une règle limitant le pouvoir discrétionnaire d'ajustement de la politique monétaire. Cela dit, l'adhésion crédible à une règle (qui du reste peut être complexe) n'est pas aisée. Une autre solution a été proposée, qui elle aussi était censée protéger contre les ingérences politiques et renforcer la confiance dans la détermination des autorités à combattre l'inflation, et consistait à déléguer la politique monétaire à une banque centrale *indépendante* globalement éloignée du processus politique — comme cela était déjà le cas dans plusieurs pays. Les faits montrent que l'indépendance de la banque centrale va de pair avec une inflation plus faible et plus stable.

La conduite de la politique monétaire

Comment une banque centrale peut-elle changer la politique monétaire? Le plus simplement en modulant la masse monétaire, en général par des opérations d'«open-market» consistant à échanger des titres publics à court terme avec le secteur privé. Si la Fed, par exemple, achète ou emprunte des bons du Trésor à des banques commerciales, elle alimente les comptes — réserves — que les banques sont tenues d'avoir auprès d'elle. Cette opération a pour effet d'accroître la masse monétaire. En revanche, si elle vend ou prête aux banques des titres du Trésor, le paiement qu'elle reçoit en contrepartie entraîne une compression de la masse monétaire.

Au fil des ans, beaucoup de banques centrales ont expérimenté les cibles explicites de croissance monétaire, mais ces cibles sont progressivement tombées en désuétude, car il est devenu plus difficile d'apprécier la corrélation entre monnaie et prix. Beaucoup ont opté pour le ciblage de l'inflation — à lui seul ou conjointement à un objectif implicite de croissance ou d'emploi.

Lorsqu'une banque centrale parle officiellement de politique monétaire, elle insiste sur les taux d'intérêt souhaitables, plutôt que sur un volume particulier de monnaie (encore que les taux souhaités puissent résulter de certaines variations de la masse monétaire). Les banques centrales tendent à privilégier un «taux directeur» — en règle générale un taux à court terme, au jour le jour, que les banques se facturent entre elles quand elles s'empruntent mutuellement. Lorsque la banque centrale injecte des liquidités dans le système en achetant ou en empruntant des titres, ce qu'il est convenu d'appeler un *relâchement* de la politique monétaire, les taux diminuent. L'inverse se produit lorsqu'elle opère un *resserrement* en épongeant les réserves. La banque centrale espère que les variations du taux directeur se répercuteront sur tous les autres taux d'intérêt importants pour l'économie.

Mécanismes de transmission

Les ajustements de politique monétaire ont un effet important sur la demande globale et, partant, sur la production et les prix. Ils se transmettent à l'économie réelle par divers mécanismes (Ireland, 2008).

On pense d'abord au *mécanisme des taux d'intérêt*. Si la banque centrale durcit sa politique, par exemple, les coûts d'emprunt augmentent, les consommateurs sont moins enclins à acheter les produits qu'ils seraient normalement disposés à financer — par exemple une maison ou une voiture — et les entreprises hésitent à investir. Ce ralentissement de l'activité devrait aller de pair avec une baisse de l'inflation, car, si la demande diminue, les prix en font généralement autant.

Mais l'histoire ne s'arrête pas là. L'augmentation des taux d'intérêt tend aussi à réduire la valeur nette des entreprises et des particuliers — ce qu'il convient d'appeler le *mécanisme bilanciel* —, qui ont alors plus de mal à obtenir des crédits quel qu'en soit le taux, d'où une diminution des dépenses et des pressions sur les prix. Une montée des taux peut aussi rendre les banques moins rentables et donc moins disposées à prêter — c'est le *mécanisme des prêts bancaires*. Les taux élevés entraînent généralement une appréciation de la monnaie, car les investisseurs étrangers sont en quête de rendements supérieurs et augmentent donc leur demande de la monnaie locale. Par le truchement du *mécanisme du taux de change*, les

exportations diminuent, car elles deviennent plus coûteuses, et les importations augmentent, car elles le sont de moins en moins. Il s'ensuit une compression du PIB.

La politique monétaire a un autre effet important sur l'inflation par le biais des anticipations — qui finissent par se réaliser. De nombreux contrats sur les prix ou les salaires sont convenus à l'avance, à partir de prévisions d'inflation. Si les décideurs relèvent les taux d'intérêt et font savoir que d'autres augmentations sont à venir, ils peuvent arriver à convaincre le public qu'ils tiennent vraiment à maîtriser l'inflation. Les contrats à long terme prévoient donc des augmentations de prix ou de salaires plus modestes, ce qui aura pour effet de maintenir l'inflation effective à un faible niveau.

Lorsque les taux ne peuvent pas descendre plus bas

Ces deux dernières années, les banques centrales du monde entier ont considérablement réduit leur taux directeur — parfois à zéro — et ainsi épuisé toute marge de coupes ultérieures. Elles ont cependant trouvé des moyens moins conventionnels de poursuivre une politique de relâchement.

L'un d'entre eux consiste à acheter de grosses quantités d'instruments financiers sur le marché. C'est ce qu'il convient d'appeler l'*assouplissement quantitatif*. Il a pour effet d'accroître le bilan de la banque centrale et d'injecter de nouvelles liquidités dans l'économie. Les banques se procurent des réserves additionnelles (les dépôts auprès de la banque centrale) et la masse monétaire augmente.

Il est une option connexe — l'*assouplissement du crédit* — qui peut aussi entraîner un gonflement du bilan de la banque centrale, mais ici c'est davantage sa *composition* qui est visée — à savoir les types d'actifs acquis. Dans l'actuelle conjoncture de crise, de nombreux marchés de crédit spécifiques ont été bloqués, empêchant au mécanisme du taux d'intérêt de fonctionner. Les banques centrales ont réagi en les ciblant. Par exemple, la Fed a mis en place un mécanisme spécial pour racheter des billets de trésorerie (des titres d'entreprises à très court terme) afin d'alimenter les fonds de roulement. Elle a aussi racheté des titres adossés à des crédits hypothécaires pour étayer le financement immobilier.

D'aucuns avancent que l'assouplissement du crédit pousse la politique monétaire trop près de la politique industrielle, en ce sens que la banque centrale oriente les flux financiers vers certains secteurs particuliers. Mais l'assouplissement quantitatif n'est pas moins controversé. Il représente l'achat d'un actif plus «neutre» comme une dette publique, mais il oriente la banque centrale vers le financement du déficit budgétaire, au risque de compromettre son indépendance.

À l'heure où l'économie mondiale semble se redresser, le principal souci est maintenant de tracer une stratégie de sortie : comment les banques centrales peuvent-elles dénouer leurs interventions exceptionnelles et resserrer leur politique pour faire en sorte que l'inflation ne devienne pas un problème à terme? ■

Koshy Mathai est représentant résident du FMI à Sri Lanka.

Bibliographie :

Ireland, Peter N., 2008, "Monetary Transmission Mechanism," in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, ed. by Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blum (Houndmills, Basingstoke, United Kingdom: Palgrave MacMillan, 2nd ed.).