

## Politique budgétaire et politique monétaire

### Sommaire

- La politique budgétaire . . . . . 531
- La politique monétaire. . . . . 542
- Résumé . . . . . 555
- Applications . . . . . 556

**L**es politiques budgétaire et monétaire partagent le même objectif : contrôler la demande globale. Une demande globale trop élevée crée de l'inflation ; une demande trop faible entraîne une récession. Une croissance économique forte et stable exige un contrôle efficace de la demande globale.

Pour atteindre cet objectif, la politique budgétaire jongle entre les dépenses de l'État (une des injections du circuit économique) et les impôts et les taxes (une des fuites). La politique monétaire s'exprime, quant à elle, par le choix de l'offre de monnaie ou du taux d'intérêt. Une diminution du taux d'intérêt encourage les investissements et augmente ainsi la demande globale.

Les deux sections de ce chapitre examinent tour à tour la politique budgétaire et monétaire en détaillant leurs effets et leur efficacité respective.

### 1. La politique budgétaire

La politique budgétaire peut avoir deux rôles. Premièrement, elle permet de lisser l'activité économique en cas de pic d'in-

flation ou de déflation. Une politique d'expansion budgétaire peut être employée pour relancer une économie qui connaît une récession prolongée, comme ce fut le cas durant la grande dépression des années 30 ou, plus récemment, à la fin des années 90 au Brésil et dans le Sud-Est asiatique. Une politique budgétaire déflationniste peut être employée pour maîtriser et réduire l'inflation. Des politiques de ce type ont été mises en place dans les années 70, par exemple aux USA ou au Royaume-Uni. Ainsi, le premier rôle d'une politique budgétaire est de protéger l'économie des variations extrêmes qui engendrent de profonds et longs déséquilibres.

Deuxièmement, elle permet de lisser le cycle économique. L'idée ici est d'obtenir une croissance régulière pour éviter que la balance des paiements devienne déficitaire ou que l'économie entre en surchauffe. Le gouvernement modifie le niveau d'imposition de façon à obtenir une demande suffisante pour que l'économie connaisse une croissance constante. Il fait en sorte que les excès ou les déficits de demande globale ne prennent jamais trop d'importance (l'objectif précédent concernait les interventions lorsque ces écarts étaient importants). Toutefois, aucun économiste ne s'attend à ce que le réglage soit suffisamment fin pour qu'il n'y ait aucune variation de la demande. Ces variations existent, il s'agit de les maîtriser.

Avant d'étudier en pratique la gestion de la demande grâce à la politique budgétaire, nous devons connaître quelques termes.

#### 1.1. Les finances de l'État : quelques définitions

Les « dépenses » d'un État concernent une grande variété de domaines, qui peuvent dépendre de budgets

différents. Évoquer une politique budgétaire sous-entend d'abord qu'on précise le budget, l'origine des moyens et la destination des dépenses.

Le secteur public français correspond à l'État (les ministères et les fonctions régaliennes), auquel s'ajoutent les administrations publiques, les collectivités locales et les entreprises publiques (c'est-à-dire celles dont au moins 51 % du capital social est détenu par l'État ou conjointement par l'État et une ou plusieurs administrations nationales, régionales ou locales). Ces unités institutionnelles sont très différentes, par exemple les administrations publiques recensent des entités comme les universités, le CNRS, Pôle Emploi ou encore les hôpitaux. Appliquer une politique budgétaire unique pour l'ensemble de ces réalités serait un non-sens, d'où le recours à ces budgets. Néanmoins, ces politiques répondent toutes à la même règle de calcul comptable, qui consiste à mettre en regard les emplois et les ressources pour constater un déficit ou un excédent budgétaire.

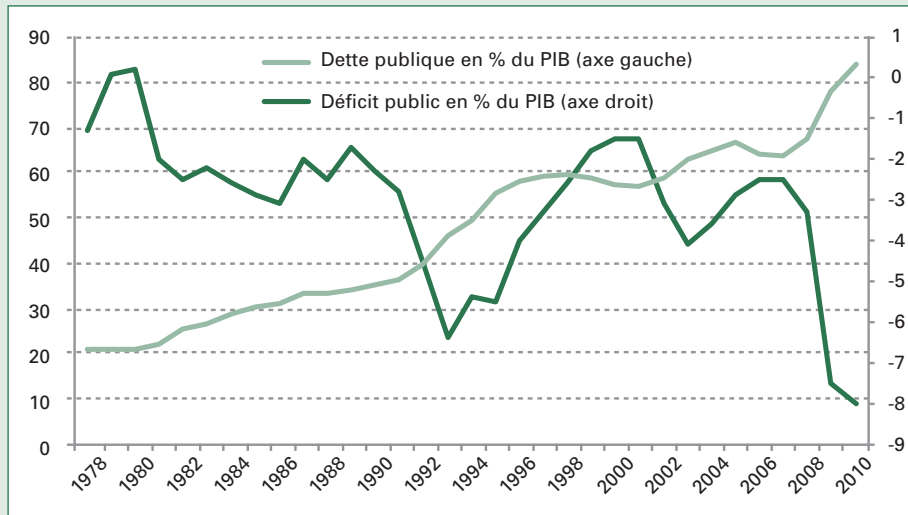
Une politique budgétaire expansionniste aboutit à une augmentation des dépenses publiques et/ou à une réduction des impôts et des taxes. Ces actions entraînent une augmentation du déficit budgétaire ou, dans certains cas, seulement une diminution de l'excédent budgétaire. Depuis le milieu du siècle dernier, la plupart des pays industrialisés ont régulièrement des budgets en déficit. Cependant, depuis une dizaine d'années, des politiques de maîtrise (et même de réduction) des déficits budgétaires sont mises en œuvre. C'est notamment le cas au sein de l'Union européenne, où le pacte de stabilité et de croissance impose, comme nous le verrons, aux pays membres des seuils de déficit à ne pas dépasser.

Enfin, il ne faut pas confondre le **déficit budgétaire** et la **dette publique** : le premier correspond à un excès de dépenses (par rapport aux impôts collectés), que le gouvernement finance à l'aide d'emprunts, la seconde, à la somme des emprunts successifs (autrement dit, aux déficits budgétaires successifs) encore à rembourser.

*La dette publique.* Elle se compose de deux parties : la dette intérieure et la dette extérieure. Intérieure, elle correspond aux montants que la France a empruntés à ses propres résidents (emprunts et retard de paiements) ; extérieure, ce sont les montants que la France a empruntés à des créanciers du reste du monde. De même, une distinction est faite entre la dette extérieure brute – le montant total des créances détenues par le reste du monde –, et la dette extérieure nette – la différence entre les dettes de la France envers les autres pays et les créances détenues par la France sur les autres pays.

La figure 18.1 représente l'évolution de la dette et du déficit publics de la France, exprimés en pourcentage du PIB. La part de la dette a connu une forte augmentation au cours de la période 1995-2010, ce qui s'explique par un budget presque systématiquement déficitaire (il n'a été excédentaire que deux fois). La diminution de la dette en 2000 et 2001 n'est donc pas une diminution en valeur absolue, mais une diminution en valeur relative, c'est le PIB qui a progressé plus fortement.

Cette situation d'endettement et de déficit ne caractérise pas uniquement la France. De nombreux pays connaissent des situations similaires. Le tableau 18.1 indique les déficits et les dettes moyennes d'un échantillon de pays. Une minorité de pays parvient à dégager un surplus budgétaire et à réduire leur dette. Notons également que, depuis mi-2008, les dettes de l'ensemble des pays se sont creusées sous l'effet des plans de relance autorisés, se traduisant par une diminution des recettes des États et l'arrêt de la croissance du PIB.

**Figure 18.1** - Dette et déficits publics de la France en % du PIB.

Source : d'après l'INSEE, Comptes nationaux (les données 2010 sont des estimations).

**Tableau 18.1** - Déficit, excédents et dettes des États (en % du PIB)

Pays	Déficit (-) ou excédents (+)			Dettes publiques		
	Moyenne 1991-1995	Moyenne 1996-2000	Moyenne 2001-2008	Moyenne 1991-1995	Moyenne 1996-2000	Moyenne 2001-2008
Belgique	- 6,5	- 1,3	- 0,3	139,2	125,2	93,7
France	- 4,7	- 2,6	- 2,9	51,2	68,3	62,6
Allemagne	- 2,9	- 1,7	- 2,5	46,6	61,6	64,8
Grèce	- 11,2	- 4,0	- 4,3	99,3	108,9	97,6
Irlande	- 2,5	+ 2,1	+ 0,7	90,8	55,8	29,1
Italie	- 9,9	- 3,1	- 3,1	127,6	131,0	105,2
Japon	- 1,6	- 5,8	- 5,0	75,0	113,2	168,2
Pays-Bas	- 3,5	- 0,2	- 0,6	91,6	79,6	49,2
Suède	- 7,4	+ 1,1	+ 1,4	74,9	76,9	47,9
Royaume-Uni	- 6,0	- 0,3	- 2,6	44,7	50,9	41,1
États-Unis	- 4,5	0,0	- 3,5	73,8	66,9	61,3
Zone euro	- 5,2	- 2,1	- 2,0	70,9	80,8	68,2

## 1.2. La position adoptée par le gouvernement

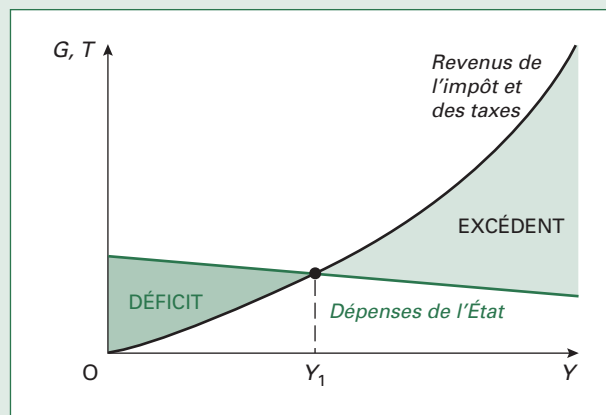
La **position budgétaire** d'un gouvernement correspond à son choix de présenter un budget en équilibre, avec une probabilité plus forte d'être en excédent plutôt qu'en déficit. Ce choix est-il, à lui seul, responsable de l'évolution de la croissance économique d'un pays ? Non. D'une part, la croissance du PIB dépend de l'ensemble des fuites et des injections et, d'autre part, on s'aperçoit qu'en pratique la croissance est plus une cause de l'équilibre budgétaire que sa conséquence, puisque les gouvernements établissent leur budget sur des prévisions de croissance souvent trop optimistes.

En revanche, on peut faire un parallèle entre la demande globale et le déficit budgétaire. En effet, si le déficit budgétaire se réduit d'une année à l'autre, cela peut être dû à une baisse des dépenses publiques ( $G$ ) ou à une hausse des impôts ( $T$ ), autrement dit une baisse des injections ou une hausse des fuites. Dans les deux cas, la demande globale se réduit, toutes choses égales par ailleurs.

Enfin, le déficit ou l'excédent ne dépendent pas seulement des décisions gouvernementales, mais surtout du PIB de la période. Si le pays connaît une forte croissance économique, les ménages et les entreprises verront leurs revenus augmenter, les contribuables seront plus nombreux et payeront davantage d'impôts (augmentation de  $T$ ). De plus, dans une économie en croissance, à mesure que le nombre de chômeurs diminue, les dépenses publiques en faveur des chômeurs se réduisent. Elles sont comptabilisées comme une augmentation de  $T$ , voir chapitre 13. À l'inverse, dans une période de récession, le déficit se creuse plus rapidement.

La figure 18.2 illustre cette relation entre déficit/excédent et niveau du PIB d'un pays. La fonction représentant les revenus des impôts est croissante en fonction du PIB. La pente de cette courbe dépend du niveau d'imposition. La courbe de dépenses de l'État est décroissante, ce qui signifie que ses charges sont moindres dans une économie florissante. Pour un revenu national (ou PIB) égal à  $Y_1$ , le budget est à l'équilibre. Pour un PIB plus faible, il y a un déficit et, bien sûr, pour un PIB plus élevé, un excédent budgétaire.

**Figure 18.2** - Revenu national et évolution du déficit ou de l'excédent budgétaire.



Un déficit budgétaire *ex post* ne signifie donc pas forcément que la position budgétaire initiale soit déficitaire. Le budget peut être à l'équilibre au moment de son vote et se dégrader avec l'évolution négative de l'économie. Cependant, les prévisions de croissance utilisées pour déterminer le budget sont parfois optimistes, voire irréalistes. Dans ce cas, le gouvernement est en partie responsable du déficit.

Les déficit ou surplus obtenus, lorsque l'économie est à son **niveau de production durable**, correspondent aux déficit ou surplus structurels. Le niveau de production durable correspond à la situation où il n'y a ni excès ni déficit de la demande globale. S'il est à gauche du point  $Y_1$ , alors il y a un déficit structurel. De ce fait, le gouvernement peut opter pour un budget en équilibre ( $T = G$ ), mais l'économie peut quand même être en déficit en cas de récession (ou en surplus en cas de croissance non anticipée).

### 1.3. Les stabilisateurs budgétaires automatiques et leur efficacité

À partir de la figure 18.2, nous savons que la taille de l'excédent ou du déficit du secteur public varie automatiquement en fonction du niveau du revenu national. Cela a pour conséquence une réduction des fluctuations du revenu national sans que le gouvernement ait besoin d'entreprendre la moindre action. Les **stabilisateurs budgétaires automatiques** correspondent à l'augmentation des recettes budgétaires et/ou à la diminution du déficit budgétaire à mesure que le revenu national s'accroît. Ils sont donc activés dès que la demande globale fluctue. À l'opposé, un État aura besoin d'un certain délai pour mettre en place des modifications discrétionnaires de sa politique fiscale (ce délai correspond au temps nécessaire pour décider, voter et appliquer cette politique, ce qui nécessite d'abord d'en informer les entreprises qui doivent relayer cette politique).

Toutefois, ces stabilisateurs automatiques ne peuvent pas, à eux seuls, circonscrire le problème des fluctuations de la demande globale et du revenu de l'État. Leur effet consiste à réduire l'amplitude des fluctuations, pas à les éliminer. Enfin, ces stabilisateurs souffrent de quelques imperfections :

*Un niveau d'imposition élevé décourage les efforts et les prises d'initiatives.* Plus le taux d'imposition est élevé, plus la stabilité apportée par le système d'imposition à l'ensemble de l'économie est grande, mais plus les ménages et les entreprises sont dissuadés de faire des investissements, prendre des risques, travailler davantage, etc. Ainsi, faire des heures supplémentaires devient de moins en moins intéressant, et les ménages préfèrent substituer des heures de loisirs à des heures de travail (voir chapitre 9). Les recettes fiscales sont alors moins importantes et l'effet stabilisateur en est réduit. Dans le même ordre d'idée, lorsqu'un individu change d'emploi pour occuper un poste mieux rémunéré, il risque de changer aussi de tranche d'imposition, et ce nouveau taux peut absorber tous ses bénéfices. Les personnes hésitent à changer d'emploi pour en prendre de mieux rémunérés, voire hésitent à occuper un emploi lorsqu'ils sont au chômage.

*Un freinage fiscal.* Les stabilisateurs automatiques permettent de réduire les variations du revenu national. Cet effet est désirable lorsque le revenu national est à un niveau adéquat. Mais, qu'en est-il si l'économie connaît un fort taux de chômage et que le revenu national soit à un niveau trop faible ? Dans ce cas, ils agissent comme un **frein fiscal**, qui contrarie le rétablissement de l'économie vers un niveau de revenu national de plein-emploi.

## Manager l'économie américaine – Réduire ou ne pas réduire les impôts ? Telle est la question !

### Réponse à la récession de 2001

Après les attentats de septembre 2001, l'économie américaine s'est brutalement ralentie. Le dirigeant de la banque centrale américaine à ce moment-là, Alan Greenspan, suggéra au Congrès, fin septembre 2001, de réduire les impôts de 100 milliards de dollars, soit 1 % du PIB. Cette mesure correspondait à une diminution du taux d'imposition moyen de 27 à 25 % et d'une défiscalisation des investissements des entreprises. Les démocrates s'opposèrent à cette diminution des impôts qui profiterait principalement aux plus riches.

En mars 2002, un compromis a été trouvé, qui consistait à réduire les recettes fiscales de 51 milliards, principalement par des défiscalisations des nouveaux investissements.

Ces six mois correspondent au délai nécessaire pour la mise en place d'une politique discrétionnaire. Entre-temps, les stabilisateurs automatiques (et une réduction du taux d'intérêt décidé par Greenspan) ont permis à l'économie américaine de se rétablir avant que le Congrès n'ait pris une décision. Néanmoins, la réduction des impôts a continué les années suivantes, entre 2001 et 2004, 650 milliards d'impôts n'ont pas été levés (dont 71,1 % de réduction pour les 20 % les plus riches, et 0,2 % pour les 20 % des Américains les plus pauvres). Sur cette période, cela a porté le déficit public de 1,6 à 4,2 % du PIB.

### Réponse après 2007

En 2007, l'économie américaine connaît un nouvel épisode difficile, la croissance du dernier trimestre de l'année fut même négative (- 0,2 %). En janvier 2008, le président Bush annonce une diminution des impôts de 154 milliards de dollars pour stimuler l'économie. L'effet fut de booster la demande de consommation : au premier trimestre 2008, la croissance américaine affichait + 3,3 % ! Mais une fois que l'argent économisé par la diminution des impôts fut dépensé, la demande chuta de nouveau et les États-Unis entrèrent dans une période de récession.

Peu après sa prise de fonctions, le président Obama signa un « paquet » budgétaire pour stimuler l'économie d'un montant de 787 milliards de dollars (en plus des sommes allouées pour aider le crédit [voir encadré 18.3]). L'objectif était de créer 3,6 millions d'emplois et de renverser la tendance baissière de la demande. Dans le paquet, 212 milliards correspondaient à des réductions d'impôts pour les particuliers et les entreprises mais la majorité (575 milliards) était destinée à des dépenses d'investissement de l'État : doubler la production d'énergie renouvelable, moderniser 75 % des bâtiments publics pour les rendre plus économes en énergie, investir dans les écoles, lycées et universités, dans le développement des infrastructures Internet, etc. Cette mesure alourdit significativement le déficit budgétaire de 2009 (11 % du PIB), et il est encore trop tôt pour en quantifier les résultats.

Quelle décision a le plus d'effet sur la demande globale : (a) une réduction des impôts des plus riches ; (b) une réduction des impôts des plus pauvres ?

## 1.4. La politique budgétaire discrétionnaire

Lorsque l'économie connaît un déséquilibre important, les stabilisateurs automatiques ne sont plus suffisants. Dans ce cas, le gouvernement peut choisir de modifier les niveaux

d'imposition et de dépenses publiques. Il s'agit d'une **politique discrétionnaire**. Elle correspond aux modifications des droites  $J$  et  $W$ .

En France, le budget de l'État étant fixé annuellement, ce type de politique n'est, en théorie, discuté en profondeur qu'une fois par an. Néanmoins, lorsque la situation l'exige, l'État peut se permettre certaines dépenses supplémentaires sur la période.

La politique budgétaire discrétionnaire permet d'influencer le niveau de la demande globale, mais elle permet aussi de modifier :

- l'offre globale, par exemple en défiscalisant certains investissements ou le recours aux heures supplémentaires (voir chapitre 21) ;
- la distribution des revenus (voir chapitre 9).

Comparons les effets d'une modification des dépenses publiques et ceux d'une modification du niveau d'imposition. Une augmentation de  $G$  de 100 millions a-t-elle le même effet qu'une diminution de  $T$  de 100 millions ?

$G$  augmente quand la demande globale augmente. L'effet final dépend alors du multiplicateur des dépenses publiques (voir chapitre 15). Une réduction des impôts a un effet plus faible qu'une variation de  $G$ , puisqu'elle entraîne mécaniquement une hausse du revenu disponible des ménages. Mais une partie seulement de ce revenu est consacrée à l'achat de biens nationaux, le reste est soit épargné soit utilisé pour acheter des biens importés. Ainsi, si la propension à consommer des biens domestiques  $pmc_d = 4/5$ , l'effet final sur la demande globale sera seulement de  $4/5$  de celui d'une variation correspondante de  $G$ . En règle générale, le multiplicateur des impôts est plus faible que celui des dépenses publiques. Pour obtenir le même effet final, il faut une variation plus forte des impôts que des dépenses publiques, ce qui correspond à un déficit budgétaire plus élevé.

**Efficacité de la politique budgétaire discrétionnaire.** Quel niveau d'efficacité peut être atteint par une politique budgétaire ? Permet-elle au gouvernement de faire un réglage en finesse de l'économie pour obtenir le niveau souhaité de revenu national ? Malheureusement non. La politique budgétaire ne se laisse pas manier avec la même précision qu'un scalpel de chirurgien. Elle est doublement limitée, par l'amplitude des réactions obtenues, d'une part, et par le délai de réaction entre la mise en place d'une politique et l'obtention des effets, d'autre part. Pour être en mesure de décider d'une façon éclairée de l'ampleur des dépenses nécessaires pour relancer une économie, un gouvernement doit connaître leurs effets quantitatifs sur le PIB, le niveau de chômage et l'inflation. Or, l'amplitude de ces effets est difficile à déterminer à l'avance pour de nombreuses raisons.

**Prédire les effets d'un changement des dépenses publiques.** Supposons que  $G$  augmente de  $x$  €, cela se traduit-il par une augmentation des injections supérieure, inférieure ou égale à  $x$  ? Les trois situations sont possibles. D'où proviennent alors les différences ? Ce sont à nouveau les effets d'éviction (voir chapitre 17) qui rendent les prévisions difficiles. Ainsi, lorsque le gouvernement fait des dépenses dans le système éducatif, la demande globale augmente, mais, en réaction, certains parents peuvent être dissuadés de mettre leurs enfants dans des établissements privés, ce qui réduit la demande globale. Ou alors,  $G$  peut servir à augmenter la qualité du service public de santé, mais

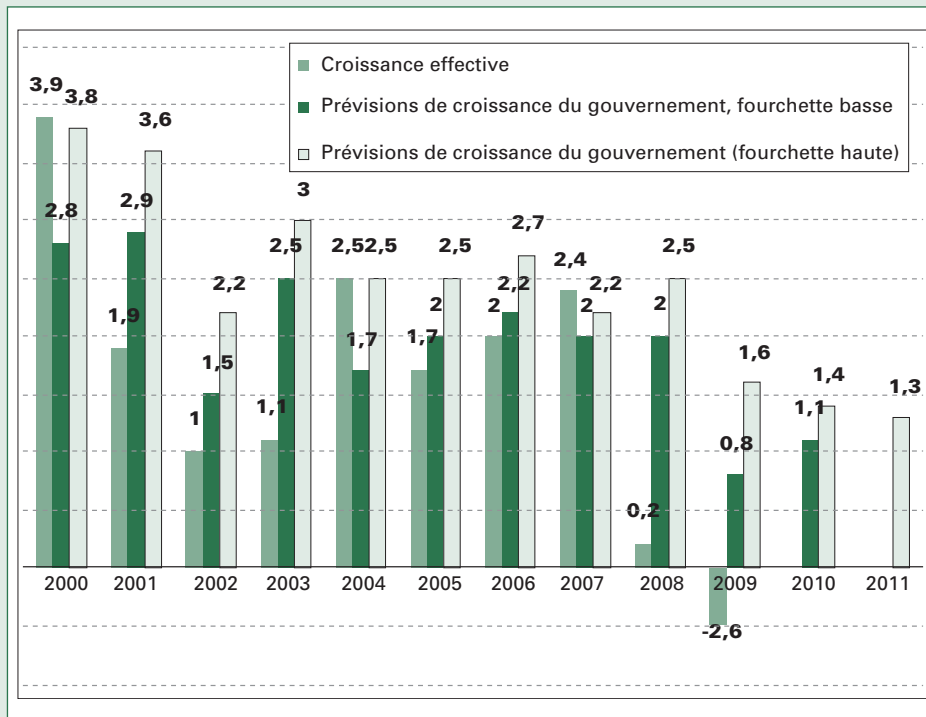
dans ce cas, la demande qui s'adresse aux établissements privés va peut-être se réduire. Quel est l'effet final au niveau de l'économie ?

**Prédire les effets d'une diminution des impôts.** Les effets d'une diminution des impôts sont tout aussi difficiles à prévoir. Le gouvernement ne connaît pas la réaction des ménages, vont-ils dépenser ou épargner davantage si  $T$  diminue ? Vont-ils consommer plutôt des produits nationaux ou importés ?

Enfin, ces efforts de prévision, réalisés par les instituts statistiques et les services de l'État, ne peuvent pas intégrer des chocs exogènes, comme les attentats du 11 septembre, qui ont un effet important sur l'économie. Précision enfin que, avant de pouvoir déterminer les effets d'une variation de  $G$  ou de  $T$ , il faut être en mesure de prévoir le niveau du PIB en l'absence de toute variation. Cet exercice-là est déjà fort compliqué, les gouvernements n'y parviennent pas souvent (voir figure 18.3).

Donnez des exemples de chocs exogènes imprévisibles.

**Figure 18.3** - Croissance, prévisions du gouvernement et réalité.



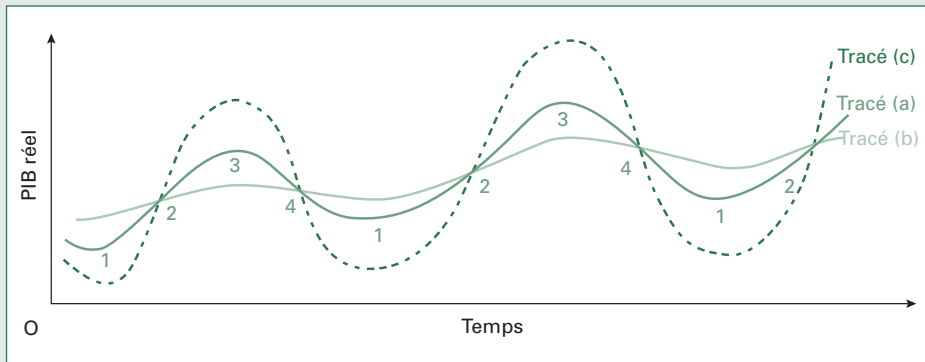
Source : d'après l'INSEE, le ministère des Finances et les déclarations publiques du ministre des Finances.



## 1.5. Un problème de délai de réaction

Une politique budgétaire peut souffrir d'un décalage important entre le moment où elle devrait être mise en place en théorie et son application réelle. Ainsi, il est possible que des décisions prises pour limiter une phase de récession soient appliquées alors que l'économie est déjà dans une phase d'amélioration. La politique budgétaire est alors non seulement inefficace par rapport à son objectif initial, mais en plus elle peut avoir des effets négatifs (inflation) [voir figure 18.4].

**Figure 18.4** - Politique budgétaire : stabilisatrice ou déstabilisatrice ?



Le tracé (a) représente l'évolution de l'économie sans intervention de l'État. Dans cette situation, le gouvernement devrait idéalement tempérer l'économie à la phase 2 et la stimuler à la phase 4. L'effet d'une telle politique permettrait d'obtenir le tracé (b), où les fluctuations de l'économie sont nettement réduites. Mais avec un délai de réaction entre l'action politique et l'obtention des effets, mettons de deux périodes (ce qui devrait se produire à la phase 2 se produit à la phase 4), le résultat de la politique économique correspond plutôt au tracé (c). À l'évidence, dans cette représentation, les politiques de stabilisation déstabilisent l'économie.

À la décharge des gouvernements, ce délai entre l'action politique et ses effets ne leur est pas intégralement imputable. Il dépend majoritairement de la vitesse de réaction des ménages et des entreprises à ces *stimuli*, vitesse qui est conditionnée par de nombreux facteurs (période de l'année, moral, etc.). Par ailleurs, les entreprises et les ménages ne répondent pas de la même façon ni à la même vitesse aux variations de  $G$  et de  $T$ . Par exemple, les ménages réagissent très lentement aux modifications du niveau d'imposition et aux « cadeaux fiscaux » destinés à promouvoir certains investissements (comme la défiscalisation pour l'achat d'un chauffage moins polluant ou qui utilise des énergies renouvelables), alors que les entreprises sont plus promptes à les utiliser.

## 1.6. Quels mérites pour la politique budgétaire ?

Malgré les limites évoquées, si un gouvernement décide d'avoir recours à une politique budgétaire, que doit-il faire ? Se focaliser sur  $G$  ou sur  $T$ , ou faire varier les deux simultanément ? Cela dépend avant tout de considérations politiques : qui souhaite-t-on favoriser ?

Une modification du niveau d'imposition favorise... ceux qui paient déjà des impôts. Ce ne sont peut-être pas les personnes qui en ont prioritairement besoin.

Une augmentation des dépenses publiques permet-elle plus de précision ? Oui, car une modification des impôts ( $T$ ) touche tout le territoire, tandis qu'une augmentation des dépenses publiques ( $G$ ) peut-être dirigée directement vers la partie du territoire la plus touchée par le chômage, ou vers un secteur d'activité particulier.

## Encadré 18.2

### Montagnes russes pour gouvernement

Imaginez que vous conduisiez une voiture sur une route droite mais où la pente est forte... Non seulement, elle est forte mais, en plus, les montées et les descentes alternent avec des inclinaisons différentes. On vous donne l'instruction suivante : la voiture doit rouler toujours à la même allure. Pour cela, vous disposez d'un accélérateur, pour vous aider dans les montées, et de freins, pour ralentir dans les descentes. Malheureusement, votre véhicule a de sérieux handicaps, dus à des gadgets peu ordinaires, jugez plutôt :

- Le pare-brise avant et les vitres latérales sont noircis, si bien que vous ne voyez pas où vous allez, ni où vous êtes, mais uniquement où vous étiez en regardant par la vitre arrière.
- La pédale de frein et l'accélérateur fonctionnent mais avec un délai de réaction considérable et aléatoire...
- Ainsi, en regardant dans le rétroviseur, vous voyez que vous êtes dans une descente, vous freinez. Il ne se passe rien. Vous vous mettez debout sur le frein. Lorsque le véhicule ralentit enfin, vous remarquez que vous arrivez au pied de la colline et que vous devriez accélérer au lieu de freiner...

Cette parabole a été racontée pour la première fois il y a plus de trente ans par Frank Paish, un enseignant en économie. Elle décrit les difficultés d'un gouvernement à prendre les bonnes décisions, en matière de politique budgétaire, et à les faire appliquer au bon moment.

Alors, que faites-vous en tant que pilote ? « Rien » serait parfois une solution judicieuse... mais on vous regarde. Et, pour les autres acteurs de l'économie, vous regarder ne rien faire n'est pas une situation rassurante.

Bien sûr, les gouvernements essaient d'améliorer la qualité des prévisions économiques et de réduire le temps de latence entre l'action politique et l'obtention des effets, mais cela suffit-il ?

## 1.7. Politique budgétaire et pacte de stabilité européen

Lorsqu'un État a un budget régulièrement en déficit, l'endettement national s'accroît. S'il augmente plus vite que le PIB, le pays doit consacrer une partie croissante de son revenu au paiement des intérêts. Le gouvernement peut même être poussé à emprunter de plus en plus, pour payer les intérêts, ce qui va accentuer son déficit. Dans ce cas, les emprunts d'État peuvent évincer les emprunts des ménages et des entreprises, empêchant ces derniers d'investir. Pour éviter ce type de phénomène, de nombreux États, notamment la France, ont entrepris de réduire leur endettement.

**Préparatifs à la monnaie unique.** En signant le traité de Maastricht en 1992, les pays de l'Union européenne ont décidé que seuls ceux qui avaient un déficit et une dette maîtrisés

pouvaient accéder à la monnaie unique. Cette « maîtrise » se concrétise par le respect des critères suivants : le déficit ne doit pas être supérieur à 3 % du PIB, et les dettes ne doivent pas représenter plus de 60 % du PIB.

Mais, au milieu des années 90, de nombreux pays qui souhaitaient adopter l'euro avaient un déficit et des dettes supérieurs à ces critères. Réduire ces déficits allait être long et laborieux : baisse des dépenses publiques et augmentation des impôts. Dans ce contexte, les prédictions de la politique budgétaire ont été malheureusement rigoureusement exactes : la croissance est restée faible et le chômage a augmenté.

**Le pacte de stabilité et de croissance européen.** En juin 1997, le Conseil européen réuni à Amsterdam insiste sur la nécessité pour les pays européens de présenter un budget à l'équilibre, voire avec un léger excédent. Le critère d'un déficit budgétaire qui ne dépasse pas les 3 % du PIB est maintenu, mais une nuance est apportée : ce taux peut être dépassé à condition que le PIB du pays en question ait décliné d'au moins 2 % (ou 0,75 % sur décision spéciale du conseil des ministres). Ceux qui ne respectent pas ce critère doivent faire un dépôt de devises à la Banque centrale européenne, lesquelles sont définitivement perdues si le budget n'est pas maîtrisé au bout de deux ans.

Il y a deux justifications à cet objectif de maîtrise budgétaire : faciliter l'action des stabilisateurs automatiques en cas de récession et permettre aux États de réduire leur endettement (au moins leur endettement relatif, sous l'hypothèse que le PIB augmente de 2 à 3 % par an).

Cet objectif de budget à l'équilibre sous-entendait de nouvelles restrictions (la plupart des États venaient à peine d'atteindre la limite des 3 %). Conduire une nouvelle politique budgétaire restrictive n'enchantait pas la classe politique. Des critiques commencèrent à se multiplier. On reprochait notamment au pacte de stabilité et de croissance de ne pas être assez flexible.

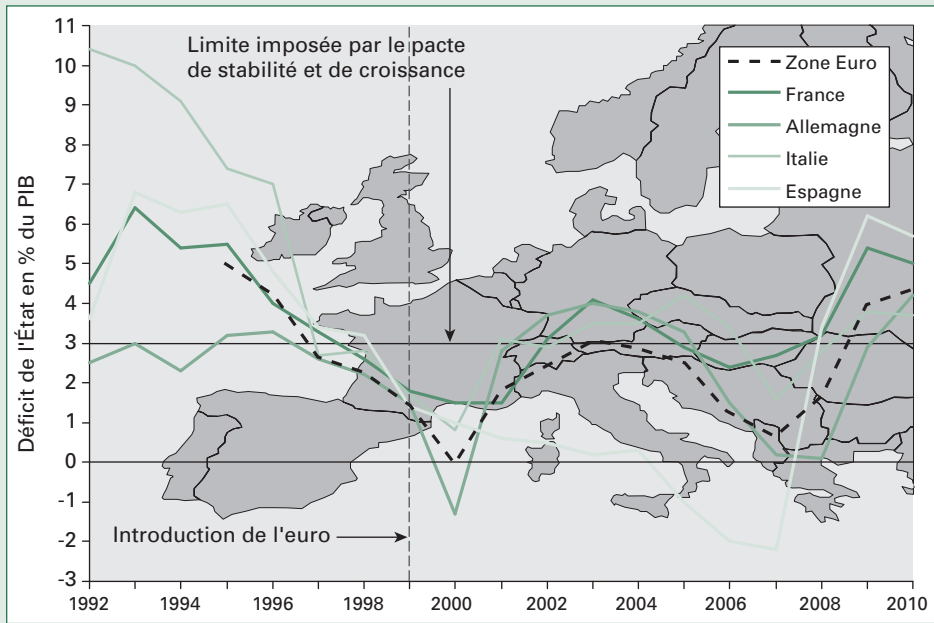
La France et l'Allemagne dépassèrent la limite de 3 % de déficit en 2002 (voir figure 18.5). Ce dépassement provenait d'une croissance moribonde, qui conduisit à une réduction des rentrées fiscales et à une augmentation des dépenses de l'État. Malgré les promesses des différents ministres de l'Économie français, le déficit se maintint au-delà de la barrière des 3 %.

La plupart des pays de la zone euro dépassent cette limite depuis la crise de l'été 2007.

En mars 2005, un accord a été trouvé entre les ministres des Finances européens. Il permet à l'Allemagne d'exclure les coûts de l'unification de son budget, et à la France, d'exclure certains coûts militaires. Sous ces nouvelles conditions, les deux pays ont réussi à respecter le pacte de stabilité.

**Le cas anglais.** Puisque l'Angleterre n'adhère pas à la monnaie unique, elle n'est pas soumise au pacte de stabilité. Elle s'est cependant dotée d'une règle similaire. Le gouvernement s'est engagé à n'avoir recours aux emprunts que pour financer des investissements (routes, hôpitaux, éducation) et pas pour financer ses dépenses courantes (salaires, administration).

Emprunter pour investir est permis à la condition que ces investissements se concrétisent par une augmentation du PIB. En 1998, le gouvernement s'est fixé comme objectif des dettes inférieures à 40 % du PIB et un taux d'investissement toujours deux fois supérieur à la croissance du PIB.

**Figure 18.5** - Maîtrise des déficits budgétaires.

Source : d'après la BCE (les années 2009 et 2010 sont des prévisions).

Enfin, le budget de l'État a été réparti entre les ministères. Chacun d'eux doit maîtriser son propre budget et prévoir ses dépenses sur trois ans.

Comme pour le pacte de stabilité, ces règles doivent permettre de limiter les fluctuations de l'économie et un meilleur fonctionnement des stabilisateurs automatiques.

## 2. La politique monétaire

À intervalles réguliers, les grandes banques centrales annoncent leur nouveau taux d'intérêt directeur. L'annonce, en particulier lorsqu'il s'agit de la banque centrale des États-Unis, est amplement couverte par les médias. C'est sans doute parce que cette information a de l'importance. Et elle en a ! De nombreux indicateurs macroéconomiques dépendent directement de la valeur du taux d'intérêt.

Mais la politique monétaire se limite-t-elle simplement à choisir un taux d'intérêt ? Non, cela impose également que la banque centrale intervienne sur le marché de la monnaie pour s'assurer que le taux d'intérêt choisi soit le taux d'intérêt d'équilibre.

## 2.1. Déterminer une politique

Lorsqu'un État détermine sa politique monétaire, il doit décider si cette politique a pour seul but la maîtrise de l'inflation ou si elle doit également influencer sur la production nationale, le niveau de chômage et le taux de change.

On peut alors distinguer trois formes de relations entre le gouvernement d'un pays et la banque centrale. Soit elle lui est totalement inféodée, et c'est lui qui décide de l'objectif de la politique monétaire et des moyens à mettre en œuvre. Soit le gouvernement décide de l'objectif et c'est à la banque centrale de respecter cet objectif. Soit, enfin, la banque centrale est libre de choisir ses objectifs et les moyens à mettre en œuvre. Ce dernier cas est celui de la Banque centrale européenne, dont l'unique objectif à long terme est la stabilité des prix, ce qui lui laisse le choix, à court terme, (a) du niveau d'inflation à cibler dans la zone euro, et (b) de l'objectif du taux de croissance de la masse monétaire.

Nous commençons par étudier les conséquences à moyen et à long terme du contrôle de l'offre de monnaie, sachant que, si l'offre de monnaie est forte, l'inflation risque de l'être aussi.

## 2.2. Contrôle de l'offre de monnaie à moyen et à long terme

Il y a deux sources principales de croissance monétaire : (a) *via* le ratio de liquidités de banques (s'il diminue, il y a automatiquement plus de liquidités en circulation) ; (b) *via* les emprunts du secteur public financés auprès des banques. Si un gouvernement souhaite limiter la croissance monétaire, il peut contrôler (a) ou (b), ou les deux simultanément.

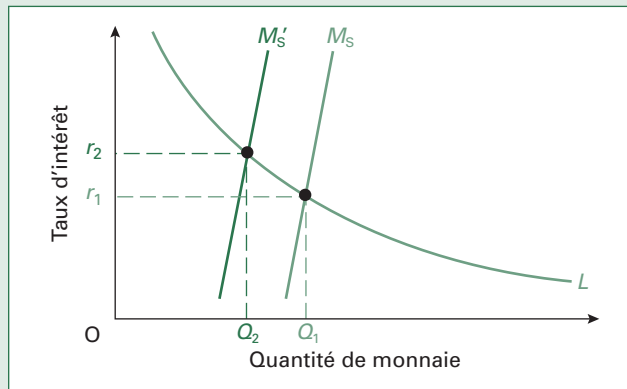
**Le ratio de liquidité bancaire/maîtrise des crédits.** Une augmentation de ce ratio correspond à une limitation de l'offre de crédits des banques. Moins les banques accordent de crédits, moins la masse monétaire augmente. Ce ratio a souvent été employé dans les années 80 par les pays européens pour limiter l'offre de monnaie. Soit en jouant sur le ratio lui-même, soit en modifiant la composition des actifs que les banques devaient détenir (des actifs avec un certain niveau de liquidité). Néanmoins, les banques trouvent en général un moyen de contourner les limites imposées par ce ratio.

**Déficit public.** Pour financer son déficit, le Trésor public peut émettre des obligations que les banques (et les ménages) peuvent acheter. Néanmoins, par cette démarche, le gouvernement va évincer des entreprises qui aimeraient emprunter de l'argent mais ne peuvent pas proposer des taux d'intérêt plus élevés (effet d'éviction).

Pendant, beaucoup d'économistes pensent que l'État, plutôt que de se financer de cette manière, devrait diminuer ses besoins de financement, ce qui permettrait d'équilibrer le budget et, accessoirement, permettrait une meilleure maîtrise de l'offre de monnaie.

**Les possibilités offertes par la politique monétaire à court terme.** Supposons qu'à court terme, le gouvernement et/ou la banque centrale souhaitent modifier leur politique monétaire afin de réduire la demande globale et limiter les risques d'inflation. Que peuvent-ils faire ?

Il existe un niveau de taux d'intérêt qui, à chaque instant, fait que la demande de monnaie ( $L$ ) est égale à l'offre de monnaie ( $M$ ). Il s'agit du taux  $r_1$  à la figure 18.6.

**Figure 18.6** - Offre et demande de monnaie.

Les autorités peuvent choisir entre deux procédures :

- Réduire l'offre de monnaie et obtenir un certain niveau de taux d'intérêt comme résultat. C'est le cas lorsqu'on passe au taux  $r_2$ .
- Augmenter le taux d'intérêt au niveau choisi  $r_2$  puis manipuler l'offre de monnaie pour obtenir la quantité  $Q_2$ .

L'État peut-il réduire l'offre de monnaie et conserver le taux d'intérêt  $r_1$  ? C'est possible mais cela sous-entend qu'il introduise un rationnement du crédit correspondant à la différence entre offre et demande, soit  $Q_1 - Q_2$ . À cette fin, il peut, par exemple, exiger des dépôts plus importants ou limiter la durée des emprunts. Ce type de décision était habituel dans les années 80 mais il n'est plus utilisé de nos jours, si ce n'est pour protéger les ménages les plus faibles d'un excès d'endettement. Dans la pratique, avec la libéralisation des marchés financiers, une telle politique serait de toute façon impossible à mettre en place.

### 2.3. Les moyens de contrôle de l'offre monétaire

Il y a deux grandes catégories de moyens pour contrôler l'offre de monnaie : la première est le contrôle par les autorités du niveau et du ratio de liquidités des banques, la seconde est constituée par les opérations de crédit, dites **open-market**, sur les marchés financiers. Cette seconde catégorie mérite quelques développements : parmi les différents moyens de modifier l'offre de monnaie, les opérations d'*open-market* (ventes ou achats par la banque centrale de titres du Trésor public sur les marchés financiers) sont les moyens les plus répandus. Ces opérations permettent de modifier la base monétaire  $M1$  au niveau européen et, de ce fait, la quantité de monnaie que les banques peuvent créer ( $M3$ ).

Les opérations d'*open-market* correspondent à la vente et à l'achat d'obligations d'État et de bons du Trésor par la banque centrale. Si celle-ci souhaite réduire la quantité de monnaie en circulation, elle vend plus de titres. Lorsque les ménages et les entreprises les achètent, ils les payent *via* leurs banques, dont les comptes se réduisent. Les banques, détenant alors moins de monnaie, peuvent accorder moins de crédits.

1. Expliquez comment une banque centrale peut augmenter la masse monétaire en circulation par des opérations d'open-market.
2. Pourquoi la banque centrale a du mal à prédire l'effet exact sur l'offre de monnaie des opérations d'open-market ?

La banque centrale a également un rôle de prêteur en dernier ressort, afin d'assurer une liquidité suffisante à tout le système financier. Ainsi, la banque centrale de la plupart des pays est disposée à accorder un crédit supplémentaire aux banques, lesquelles acceptent en fonction (a) du taux d'intérêt pratiqué par la banque centrale, et (b) de leurs besoins de financement. Ainsi, le taux auquel la banque centrale prête de l'argent aux autres banques détermine la quantité de monnaie en circulation.

La Banque centrale européenne utilise en réalité plusieurs taux d'intérêt. Un taux principal, ou taux Repo, pour le refinancement des banques, et un taux plus élevé pour le refinancement en dernier ressort. Celui-ci peut, dans des cas exceptionnels, être déterminé de façon discrétionnaire. C'est arrivé notamment durant l'été 2007 où la BCE a augmenté l'offre de monnaie pour éviter la propagation d'une crise financière immobilière américaine au marché européen.

### Banque centrale et politique monétaire aux États-Unis

La banque centrale américaine, la Fed (*Federal Reserve System*), a été établie en 1913 et se compose de douze banques fédérales régionales. Chacune d'elles est responsable de la distribution de la devise américaine sur sa zone géographique ainsi que de la régulation des autres banques qui y sont implantées. Malgré cette organisation régionale, la banque centrale est un système national. La politique monétaire est décidée par le comité de direction, dont le siège est à Washington et qui se réunit huit fois par an. La Fed est indépendante du président des États-Unis et du Congrès. De ce fait, son directeur dispose d'un grand pouvoir économique sur l'ensemble du pays.

Les objectifs macroéconomiques de la banque centrale sont : une maîtrise de l'inflation, une croissance économique équilibrée, un faible taux de chômage et des taux d'intérêt à long terme modérés. Ces objectifs peuvent être conflictuels, dans ce cas, la maîtrise de l'inflation domine. Toutefois, lorsqu'il n'y a pas de menace d'inflation, la Fed peut employer la politique monétaire pour remplir les autres objectifs. C'est dans un objectif de relance de la croissance économique qu'elle a, par exemple, diminué fortement le taux d'intérêt en 2001.

La Fed dispose de trois outils. Le plus important concerne la vente et l'achat de bons du Trésor. Le deuxième vise le taux de « discount », celui auquel elle prête de l'argent à d'autres banques. Quand ce taux est en hausse, les banques lui empruntent moins d'argent et donc offrent moins de crédits aux entreprises et aux ménages. Enfin, le dernier instrument, très peu utilisé, intéresse le taux de réserve que les banques doivent détenir.

#### Réponse à la diminution de l'offre de crédit

En 2007-2008, les banques ont diminué le recours aux crédits pour les particuliers et les entreprises, le motif étant un manque de liquidité (on parle alors de *credit crunch*). Pourtant,

la Fed continuait d'utiliser ces outils comme précédemment. Début 2009, elle augmenta fortement l'offre de monnaie, notamment en achetant 600 milliards de dettes aux instituts financiers comme Fannie Mae et Freddie Mac qui avaient été nationalisés peu avant. L'objectif était de raviver le marché des hypothèques et de relancer le marché de l'immobilier par ce levier.

Mais si les banques et les institutions financières *savent* que le gouvernement et la Fed sont prêts à venir toujours à leur secours en achetant des titres de plus en plus risqués, ne sont-elles pas incitées à prendre des risques ?

**Les difficultés rencontrées par les banques centrales pour contrôler la masse monétaire.** Plusieurs difficultés apparaissent lorsqu'une banque centrale souhaite contrôler la masse monétaire, selon qu'elle cherche à contrôler la base monétaire ( $M1$ ) ou la masse monétaire ( $M3$ , voir chapitre 16).

*Les problèmes avec le contrôle de la base monétaire.* Supposons que les autorités souhaitent contrôler la base monétaire  $M1$ . Cet objectif peut être atteint si elles imposent un ratio de liquidité aux banques. Admettons qu'il soit de 10 %. Les autorités peuvent contrôler cette quantité de monnaie *via* des opérations d'open-market. De ce fait, pour chaque diminution de un milliard d'euros détenus par les banques, l'offre de monnaie se réduit de 100 millions d'euros. Cette approche, tout à fait pertinente sur un plan comptable, pose de sérieux problèmes en pratique :

- Les banques peuvent détenir des liquidités en excès. Elles peuvent compenser les diminutions de liquidité imposées par les institutions simplement en réduisant leur ratio actuel, sans avoir pour autant à réduire leur volume de crédits d'une façon draconienne.
- À moins qu'il ne soit possible de contrôler toutes les institutions financières nationales et internationales, le fait d'imposer un ratio de crédit à seulement une partie d'entre elles les désavantage. Les entreprises vont alors s'adresser à des organismes sans limites de crédits, et le pays risque de perdre des entreprises performantes au profit de pays concurrents.
- Enfin, un ratio unique imposé à toutes les banques, quelles que soient leurs activités, serait totalement arbitraire. Certaines sont spécialisées dans des opérations qui nécessitent plus de liquidités que d'autres, ce serait donc les pénaliser. Ce dernier phénomène correspond à la **désintermédiation**, la tendance des entreprises qui subissent des contrôles à quitter les banques au profit d'autres institutions financières. Ces entreprises se passent simplement des services de certains intermédiaires.

Outre ces problèmes, liés à la fixation du ratio de liquidité et au choix des institutions financières qui subissent le contrôle, deux autres problèmes existent. D'une part, les banques centrales ont un rôle de prêteur en dernier ressort. Ce qui signifie qu'elles sont toujours prêtes à augmenter la base monétaire si une banque, en particulier, a un besoin de liquidités. Il leur est donc difficile de limiter les liquidités si elles sont prêtes à en ajouter dans le circuit à tout moment. D'autre part, les banques centrales doivent estimer la taille et la variabilité du multiplicateur monétaire. Nous avons vu au chapitre 16 que ce multiplicateur monétaire correspond au nombre de fois où l'augmentation de la masse monétaire est plus

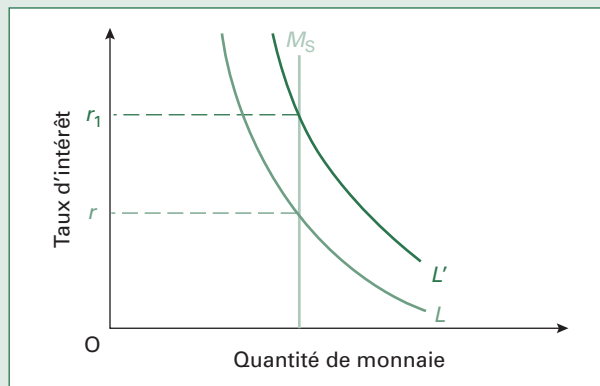


grande que l'augmentation de la base monétaire ( $\Delta M3/\Delta M1$ ). Au début des années 2000, ce multiplicateur était de l'ordre de 26 pour la zone euro mais il était très variable. En d'autres termes, contrôler la base monétaire a un effet en partie imprévisible sur la masse monétaire. Pour ces raisons, cette pratique s'est réduite, ces dernières années.

*Les problèmes avec le contrôle de la masse monétaire.* Pour échapper aux écueils du contrôle de la base monétaire, les autorités peuvent essayer de contrôler la masse monétaire. La Banque centrale européenne se fixe un taux de croissance de  $M3$  à 4,5 %, taux qui correspond plutôt à une intention qu'à un objectif à respecter impérativement. Comment fonctionne ce type de politique ? Supposons que les autorités souhaitent réduire la masse monétaire. Elles vendent des titres. Si les banques les achètent, elles le font en employant des liquidités. De ce fait,  $M3$  est modifié *via*  $M1$ . Cette approche diffère de la précédente lorsque les banques sont à la limite de leur ratio de liquidité. Dans ce cas, elles doivent employer des actifs moins liquides que  $M1$  (appartenant à  $M2 - M1$  ou  $M3 - M2$ ) pour acheter ces titres et ainsi réduire les autres agrégats monétaires.

Que la banque centrale vise la maîtrise de la base ou de la masse monétaire, elle doit prendre en compte le fait que ces pratiques ne sont pas neutres. En effet, elles pèsent sur le taux d'intérêt, qui peut alors varier de façon substantielle. Ces variations sont synonymes d'incertitude et découragent les investissements des entreprises. La figure 18.7 représente une situation où l'offre de monnaie est parfaitement contrôlée par les autorités : une quantité constante  $M_s$  de monnaie est offerte. Dans cette situation, une augmentation même faible de la demande de monnaie ( $L$ ) entraîne une hausse importante du taux d'intérêt. Aussi, les autorités monétaires doivent également s'efforcer de contrôler le taux d'intérêt.

**Figure 18.7** - L'effet d'une hausse de la demande de monnaie lorsque l'offre de monnaie est sous contrôle.



## 2.4. Les moyens de contrôle du taux d'intérêt

Beaucoup de pays aujourd'hui ont réduit leur politique monétaire à une politique de maîtrise du taux d'intérêt. En théorie, les taux d'intérêt sont annoncés par les banques

centrales, qui, par des opérations d'open-market, s'assurent qu'ils correspondent aux taux d'équilibre. Dans la zone euro, c'est la Banque centrale européenne qui le fixe.

Avant d'en expliquer le mécanisme, nous allons distinguer quatre taux d'intérêt :

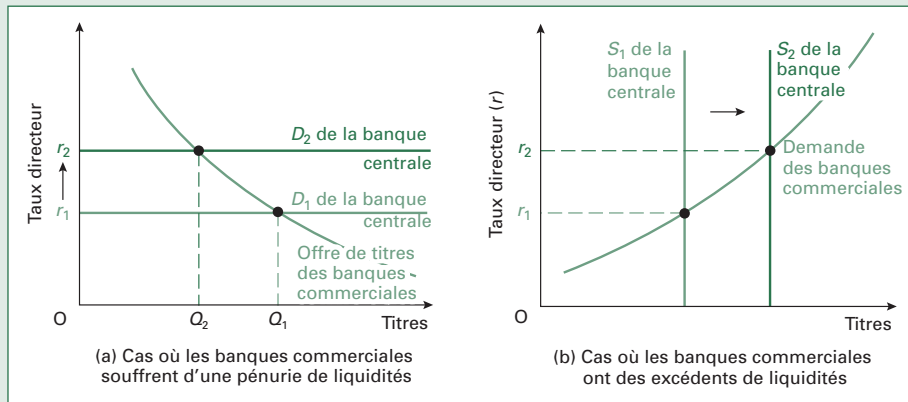
- *Le taux auquel la banque centrale prête de l'argent (des liquidités) aux autres banques.* La Banque centrale européenne utilise les termes « taux marginal » ou taux de prêt marginal, la banque centrale américaine utilise les termes « taux d'escompte » (discount rate).
- *Le taux directeur du marché financier.* Il correspond au taux auquel la banque centrale rémunère les bons du Trésor (on parle parfois de taux sans risque, même si ce terme est un peu abusif).
- *Le taux interbancaire.* Il correspond au taux auquel les banques commerciales se font des prêts entre elles.
- *Le taux d'intérêt.* Il correspond au taux auquel les ménages et les entreprises peuvent emprunter de l'argent auprès de leur banque.

Ces taux ne sont pas indépendants les uns des autres. La banque centrale influe directement sur le taux directeur auquel elle rémunère les titres qu'elle émet, ainsi que sur le taux marginal de refinancement. Ce sont les taux les plus faibles. Le taux d'intérêt auquel les ménages et les entreprises peuvent emprunter est mécaniquement plus élevé, puisque les banques commerciales, d'une part, prennent des risques et, d'autre part, doivent couvrir leur propre financement auquel elles ajoutent une marge pour subvenir à leurs frais administratifs et dégager un profit. En jouant sur le taux directeur, la banque centrale conditionne, *in fine*, l'ensemble des taux d'intérêt.

Supposons qu'elle décide d'augmenter le taux d'intérêt. Nous distinguons deux situations : celle où les banques commerciales sont en manque de liquidités, et celle où elles en ont en excès. Que doit faire la banque centrale dans chaque situation ?

*Lorsque les banques commerciales sont en manque de liquidités.* Elles souhaitent alors en acquérir, notamment en vendant les titres qu'elles détiennent. La banque centrale peut racheter ceux qu'elle a émis à un taux plus élevé [voir figure 18.8(a)]. Les banques commerciales détiennent une certaine quantité de ces titres qu'elles vont vendre (offrir). Leur offre correspond à une courbe décroissante. Pourquoi ? Parce que, en vendant les titres, elles reçoivent de la monnaie, il s'agit donc du taux auquel elles peuvent acquérir des liquidités. Plus il est faible, plus elles souhaitent acquérir de liquidités pour pouvoir offrir des crédits à leurs clients. Une autre interprétation consiste à dire que, plus le taux de rémunération baisse, moins les banques ont intérêt à conserver ces titres, et donc leur offre augmente. Si la banque centrale augmente son taux directeur, les quantités échangées vont diminuer. Alternativement, si les banques commerciales n'ont pas de titres à vendre, la banque centrale les refinance au taux marginal, qu'il lui suffit alors d'augmenter. Cette situation est cependant moins fréquente que la précédente.

*Lorsque les banques commerciales ont des excédents de liquidités.* Elles vont souhaiter se débarrasser de leur monnaie en acquérant des titres auprès de la banque centrale. En augmentant l'offre de titres, la banque centrale augmente le taux d'intérêt sur le marché [voir figure 18.8(b)].

**Figure 18.8** - Modification du taux directeur de la banque centrale.

Une augmentation du taux directeur a un effet direct sur le comportement des banques commerciales : elles augmentent le taux auquel elles prêtent de l'argent aux ménages et aux entreprises (et, théoriquement, elles devraient augmenter celui auquel elles rémunèrent les prêts qu'elles détiennent). Ainsi, lorsque la BCE augmente son taux directeur de 0,25 %, les nouveaux prêts pour les ménages deviennent plus coûteux de 0,25 %.

Notons que ce mécanisme a des conséquences sur le taux de change et sur la demande de crédit. En effet, si le taux sans risque offert en Europe augmente, des investisseurs étrangers vont souhaiter en profiter. Ils échangeront leurs devises contre des euros et, ainsi, pousseront l'euro à s'apprécier. D'autre part, la demande de crédit n'est pas nécessairement constante, de ce fait, l'offre et la demande de titres des banques commerciales sont sujettes à des évolutions fréquentes. La banque centrale doit donc continuellement adapter son offre et sa propre demande de titres pour maintenir le taux qu'elle a choisi.

## 2.5. La mise en pratique d'une politique monétaire

Il est impossible d'employer la politique monétaire comme un moyen de contrôle précis de la demande globale. Elle est particulièrement inefficace lorsqu'elle va à l'encontre des anticipations des ménages et des entreprises, lorsqu'elle crée des effets d'éviction, ou encore lorsque le timing pour l'employer n'est pas choisi de façon optimale.

La difficulté n'est pas la même s'il s'agit de mettre en place une politique monétaire restrictive ou une politique monétaire expansionniste. Cette dernière est la plus difficile en pratique. En effet, lorsque l'économie connaît une récession, le niveau de taux d'intérêt ou la quantité de monnaie en circulation n'ont que peu d'influence sur les investissements des ménages. Si ces derniers n'ont pas confiance dans l'avenir, ils n'investiront pas et toutes les politiques monétaires n'y feront rien. On ne peut pas forcer les ménages et les entreprises à emprunter et à investir s'ils ne le veulent pas.

Aussi, lorsqu'une économie est en récession, et que le taux directeur ou le taux marginal de refinancement est proche de zéro, les politiques monétaires n'ont pas de marge de manœuvre. C'était la situation du Japon au début des années 2000.

Cependant, dans certaines circonstances, la politique monétaire peut être très efficace. L'un des avantages est que les modifications des taux d'intérêt peuvent se faire extrêmement vite (surtout en comparaison avec une politique budgétaire). C'est cette grande flexibilité et cette vitesse qui expliquent pourquoi, depuis le début des années 90, la plupart des banques centrales se servent de la politique de taux d'intérêt pour maîtriser l'inflation et éviter la surchauffe des économies en réduisant si nécessaire la demande globale.

## Encadré 18.4

### La loi de Goodhart

« Si vous voulez résoudre un problème, il faut le prendre à la racine. »

Cette phrase est souvent citée par des économistes qui entendent par là que, si l'on traite les symptômes plutôt que la cause, le problème rejaillira ailleurs. De plus, ces symptômes peuvent être des indicateurs de mauvaise qualité du problème. Illustrons cela avec un exemple médical.

Supposons que votre vue se détériore. Vous devez forcer votre regard pour discerner les choses, cela vous fatigue et vous y gagnez un mal de tête épouvantable. Moins vous y voyez, plus la migraine s'intensifie. Les maux de tête sont donc un symptôme du problème et un indicateur de son intensité. Alors que faire ? Vous pouvez traiter les symptômes en avalant de l'aspirine. Les migraines vont s'atténuer, mais vous n'aurez pas traité la source du mal. Si vous vous faites soigner par un ophtalmologue, vous réglez le problème. Dans ce cas, les maux de tête ne sont plus un bon indicateur de la qualité de votre vue.

Ainsi, si vous contrôlez l'indicateur plutôt que le problème sous-jacent, l'indicateur cesse d'être un bon indicateur. C'est la loi de Goodhart. Cette loi trouve des applications en économie, particulièrement dans le domaine des politiques monétaires.

### La monnaie comme un indicateur de la demande globale

Les monétaristes postulent que l'offre de monnaie détermine la demande globale et le niveau des prix. C'est pourquoi ils conseillent aux gouvernements de fixer des objectifs en termes de croissance de la masse monétaire. De nombreuses critiques voient la masse monétaire uniquement comme un indicateur du niveau de demande globale (et un indicateur de mauvaise qualité, qui plus est). Dès qu'on essaie de contrôler l'offre de monnaie, la relation entre la masse monétaire et la demande globale cesse. Ainsi, si l'offre de monnaie est limitée et que les ménages souhaitent quand même emprunter, la monnaie circulera simplement plus vite, et la demande globale ne déclinera pas.

### Le choix de la quantité de monnaie

Pour décider d'un objectif de croissance de l'offre de monnaie, quelle mesure les autorités doivent-elles employer ? La loi de Goodhart suggère que, quel que soit l'indicateur choisi, la qualité de cet indicateur se dégradera dès qu'il sera utilisé. Si un gouvernement prend  $M1$  comme indicateur, les banques vont pouvoir transformer les liquidités en actifs moins liquides.  $M1$  sera maîtrisé par le gouvernement, mais, au final, la masse monétaire aura juste changé de structure.

Donnez des exemples de la loi de Goodhart qui s'appliquent au quotidien.

## 2.6. La politique monétaire dans la zone euro

La Banque centrale européenne (BCE), basée à Francfort, est chargée de mener les opérations de politique monétaire pour l'ensemble des pays de l'Union européenne qui ont adopté la monnaie unique. Cependant, les banques centrales nationales, comme la Banque de France ou la Bundesbank en Allemagne, n'ont pas été abolies. Elles sont chargées de distribuer la devise européenne et de relayer la politique monétaire de la BCE dans chaque pays en respectant les institutions locales.

Les vingt-sept banques centrales nationales des pays membres et la BCE composent le système européen des banques centrales (SEBC). Y siègent donc des banques centrales de pays qui appartiennent à l'Union européenne mais qui n'ont pas adopté la monnaie unique. On distingue, de ce fait, un sous-groupe du SEBC qui est constitué uniquement des banques centrales de la zone euro, il s'agit de l'« euro système ».

Le pouvoir de la BCE, qui est indépendante des gouvernements nationaux et qui gère la politique monétaire de l'économie européenne (économie comparable à celle des États-Unis), est immense. Il s'agit donc d'une entité tout à fait comparable à la Fed.

Quelle est la structure de cette banque européenne géante et comment applique-t-elle ses choix ?

**La structure de la BCE.** La BCE a deux organes de décision principaux : le conseil des gouverneurs (*Governing Council*) et le directoire (*Executive Board*). S'y ajoute un troisième organe de décision, le conseil général, qui regroupe des États membres qui n'ont pas encore adopté l'euro.

- Le conseil des gouverneurs regroupe les gouverneurs des banques centrales de la zone euro. Son rôle est de fixer les principaux objectifs de la politique monétaire, d'en surveiller la mise en place et d'évaluer le succès des décisions prises.
- Le directoire est constitué du président, du vice-président et de quatre autres membres, désignés pour un mandat non renouvelable de huit ans. Il a pour mission l'exécution des décisions du conseil des gouverneurs et la préparation des options de politiques sur lesquelles celui-ci doit statuer.

**Les objectifs de la politique monétaire européenne.** L'objectif principal de la BCE est la stabilité des prix (absence d'inflation). Initialement, elle visait un taux d'inflation annuel proche, et de préférence en deçà, de 2 % à moyen terme. Il s'agit d'un taux moyen pour l'ensemble de la zone euro, pas du taux qui doit être atteint dans chaque pays membre.

La BCE a également une valeur de référence pour la croissance annuelle de la masse monétaire  $M3$ . Elle était de 4,5 % en 1999 au lancement de la monnaie unique et le demeurait encore en 2007. Ce n'est qu'une référence, pas un objectif rigide. Pour la fixer, trois éléments sont pris en compte :

- l'objectif d'inflation ;
- les prévisions sur le taux de croissance du PIB ;

- la vitesse de circulation de la monnaie.

La valeur de référence est généralement réexaminée en décembre de chaque année.

Sur la base de son objectif d'inflation et de la référence de croissance de *M3*, la BCE décide du taux d'intérêt directeur.

Le taux d'intérêt est décidé par le conseil des gouverneurs par vote majoritaire. En cas d'égalité des votes, le président de la BCE a le pouvoir de trancher.

**L'application de la politique monétaire.** La BCE détermine le ratio de réserve minimal des autres banques. Par un choix judicieux, la BCE peut limiter les besoins de refinancement des banques et, ainsi, apporter de la stabilité au système. Avec un taux de réserve élevé, les banques peuvent accorder des crédits sans faire appel à la BCE pour des refinancements, et cette dernière peut appliquer la politique de maîtrise du taux d'intérêt plus simplement car les opérations d'open-market lui sont alors dédiées en majeure partie. Depuis 1999, ce ratio est fixé à 2 % des actifs liquides des banques.

## Encadré 18.5

### **Cibler un niveau d'inflation**

De plus en plus de pays adoptent un objectif d'inflation comme principale politique macroéconomique (le tableau suivant résume l'objectif d'inflation pour un échantillon de pays en 2008). Cela s'explique en partie par l'échec des politiques discrétionnaires budgétaires et monétaires qui souffrent, entre autres, d'un manque de réactivité dans leur mise en application.

#### **Objectifs d'inflation**

<b>Pays</b>	<b>Objectif d'inflation %</b>	<b>Détails</b>
Afrique du Sud	3 à 6	
Australie	2 à 3	Adapté en fonction du cycle économique
Brésil	4,5	Tolérance de + ou – 2 points de %
Canada	2	Tolérance de + ou – 1 point de %
Chine	3	À l'horizon de deux ans, tolérance de + ou – 1 point de %
Corée du Sud	3	Tolérance de + ou – 0,5 point de % par rapport à une moyenne sur trois ans
Hongrie	3	Tolérance de + ou – 1 point de %
Islande	2,5	Tolérance de + ou – 1,5 point de %
Israël	1 à 3	
Mexique	3	Tolérance de + ou – 1 point de %
Nouvelle-Zélande	1 à 3	En moyenne sur plusieurs années

Pays	Objectif d'inflation %	Détails
Norvège	2,5	En moyenne sur trois ans
Pologne	2,5	Tolérance de + ou – 1 point de %
Royaume-Uni	2	Tolérance de + ou – 1 point de % sur une moyenne de deux ans
Suède	2	Tolérance de + ou – 1 point de % sur une moyenne de deux ans
Suisse	< 2	
Zone euro	< 2	En moyenne dans la zone euro, écarts par pays possibles

Source : sites web des différentes banques centrales.

L'objectif de gestion de l'offre de monnaie était également celui de beaucoup de pays (sur un échantillon des 91 principaux pays, 55 avaient un objectif d'inflation et 33 y ajoutaient un objectif d'offre de monnaie). L'objectif de taux de change est peu réaliste pour beaucoup de pays (sauf pour la Chine).

**L'indépendance de la BCE.** La BCE est l'une des banques centrales les plus indépendantes au monde. Elle n'a que très peu de liens avec les gouvernements nationaux. Certes, son président peut être amené à s'expliquer devant le Parlement européen, mais le Parlement n'a aucun pouvoir sur elle. Ses délibérations sont secrètes et aucun compte rendu n'est publié.

Il y a cependant un domaine dans lequel la BCE est soumise à la sphère politique : le taux de change de l'euro. En accord avec le traité de Maastricht, les ministres des Finances des différents gouvernements de l'Union européenne ont la responsabilité de fixer la politique de taux de change. La BCE devra alors exécuter la politique choisie. Nous voyons apparaître un conflit d'objectifs, si la BCE n'a comme seul moyen d'action la détermination du taux d'intérêt, et deux objectifs : l'inflation et le taux de change, car ces deux objectifs peuvent être en conflit. Respecter un objectif, c'est échouer sur l'autre.

Quels sont les arguments en faveur et en défaveur d'une publication des comptes rendus du conseil des gouverneurs et du directoire ?

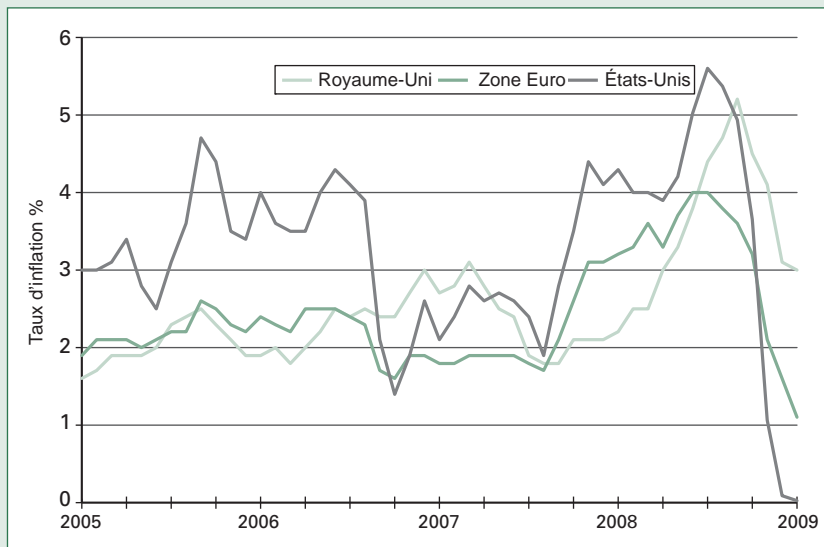
### Réponses passives ou proactives à la crise financière de 2007-2008 ?

La BCE, la Fed et la banque centrale du Royaume-Uni (BoE) sont des exemples de banques centrales indépendantes. Chacune décide, au sein d'un comité de direction, de la politique monétaire à mener. Nous allons voir comment ces établissements ont agi avant et après la crise économique de 2007-2008.

Aux États-Unis, le *Federal Open Market Committee* (FOMC) se réunit huit fois par an pour déterminer la politique à mener afin d'assurer la croissance du pays. La BCE, elle, prend sa décision concernant les taux d'intérêt au début de chaque mois, tout comme la banque centrale du Royaume-Uni. Les objectifs de la Fed sont plus larges que ceux des banques centrales européennes : cela a-t-il un impact sur les politiques pratiquées ?

La figure 18-A représente les taux d'inflation pour les États-Unis, la zone euro et le Royaume-Uni de 2005 à 2009. L'inflation est, en général, supérieure aux États-Unis, de début 2005 à l'automne 2006. Durant cette période, la Fed a augmenté son taux d'intérêt (voir figure 18-B) : il est passé de 2,25 % à 5,25 %.

**Figure 18-A** - Taux d'inflation annuels.



Sources : d'après Fed, BCE, BoE.

La Fed a conservé ces taux élevés jusqu'à ce qu'éclate la crise de liquidité durant l'été 2007. Sa réponse, en termes de taux d'intérêt, était beaucoup plus forte que celles des banques centrales européennes, lesquelles étaient contraintes par leur objectif d'inflation.

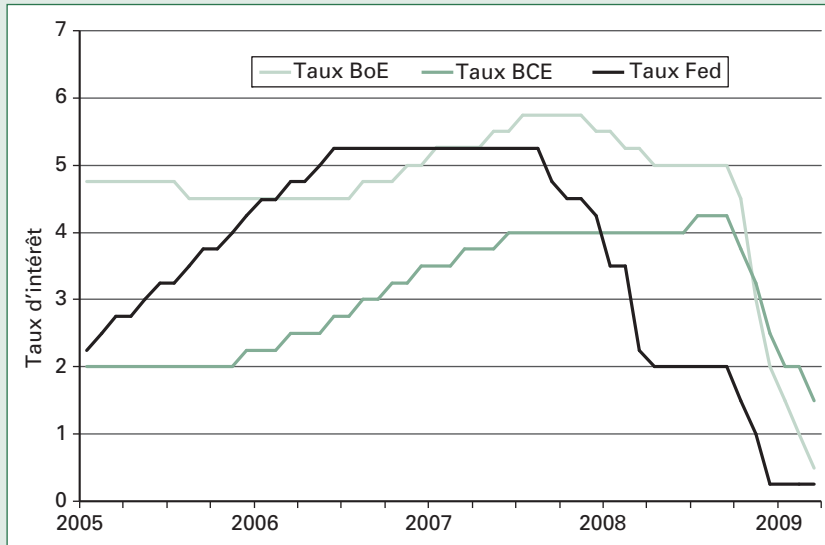
La BCE semblait, en effet, particulièrement obsédée par l'inflation. Elle maintint un taux d'intérêt élevé jusqu'en juillet 2008 où elle décida de l'augmenter (au cours de la même période, les taux américains chutèrent de 5,25 % à 2 %).

Les réponses des banques centrales indépendantes sont assez différentes les unes des autres. La Fed était très proactive, la BCE et la BoE du Royaume-Uni étaient plus passives. Ces différences d'action posent nettement la question de savoir quelle est la bonne ou la mauvaise politique.



Vaut-il mieux, comme la BCE, rester attaché à un objectif d'inflation ou faut-il, comme la Fed, prendre plus d'indicateurs en compte et agir avec plus de latitude ?

**Figure 18-B** - Taux d'intérêt fixés par les banques centrales.



Sources : d'après Fed, BCE, BoE.

Dans quelles circonstances les trois banques centrales pourraient-elles agir de la même manière : (a) Lors d'une hausse de l'inflation tirée par la demande ? (b) Lors d'une hausse de l'inflation poussée par les coûts ? Expliquez.

## Résumé

1. La politique budgétaire du gouvernement influence le budget annuel (qui peut dégager un excédent ou un déficit) et la dette de la nation, qui est le cumul des déficits annuels sur plusieurs périodes. Le budget annuel n'est pas, à lui seul, un bon indicateur de la qualité des décisions gouvernementales. En effet, un budget en déséquilibre (déficit) peut simplement être dû à une période de récession, qui fait mécaniquement chuter les recettes des taxes et des impôts que l'État perçoit.
2. Les taxes et les impôts sont des stabilisateurs automatiques, dans le sens où leurs montants évoluent de façon parallèle au développement de l'économie. En cas de récession, les recettes diminuent, en cas d'embellie, elles augmentent. De ce fait, ces stabilisateurs amoindrissent les variations dues aux cycles économiques. Ils prennent effet immédiatement lorsque la demande globale varie. Néanmoins, à eux seuls, ils ne peuvent lisser l'ensemble des variations de l'économie.
3. Le gouvernement pratique une politique budgétaire discrétionnaire lorsqu'il change délibérément le niveau des dépenses et le niveau d'imposition de façon à modifier la

demande globale. L'impact d'une augmentation des dépenses publiques sur la demande globale est plus fort que celui d'une réduction du même montant des impôts car les ménages et les entreprises qui bénéficient de cette réduction ne dépensent pas l'intégralité de cette réduction mais en économisent une partie. Le choix entre une variation de  $G$  et une variation de  $T$  dépend en partie des objectifs politiques du gouvernement, veut-il accroître ou réduire la taille du secteur public ? Veut-il cibler une zone géographique ou une catégorie de la population en particulier ? Veut-il agir rapidement ou non ? Une variation de  $T$  peut être suscitée rapidement et laisse la taille du secteur public inchangée. Une variation de  $G$  demande plus de temps, mais les dépenses peuvent être mieux ciblées. Quel que soit son choix, le gouvernement aura des difficultés à prévoir les conséquences d'une politique budgétaire, qu'il s'agisse du montant ou de la durée. Beaucoup d'effets de substitution et d'éviction sont à prendre en compte.

- La politique monétaire peut être employée pour influencer sur la demande globale, soit (a) en réduisant ou augmentant l'offre de monnaie, ou (b) en faisant varier le taux d'intérêt. En Europe, c'est la Banque centrale européenne (BCE) qui est chargée de la politique monétaire. Son objectif principal est la maîtrise des prix. L'outil principal à sa disposition est l'achat et la vente de titres garantis par les États, et la fixation du taux auquel elle prête de l'argent aux banques commerciales.

## Applications

- Peut-on se limiter à l'usage des stabilisateurs automatiques pour assurer l'équilibre de l'économie ?
- Est-il dangereux pour un pays d'avoir une dette importante (exprimée en % de son PIB) ?
- Si un État a un budget en déficit, cela nécessite-t-il une augmentation du PIB ?
- Quels facteurs sont susceptibles d'influer sur l'efficacité d'une politique budgétaire discrétionnaire ?
- Pourquoi l'emploi d'une politique budgétaire ne permet-il pas de déterminer avec précision la demande globale ?
- Supposons que la comptabilité d'une banque soit représentée par le schéma suivant (en millions d'euros) :

Actif (utilisation des capitaux)		Passif (source des fonds)	
Titres banque centrale	10	Dépôts	100
Réserves (de monnaie)	90		
TOTAL	100	TOTAL	100

La banque centrale rachète 5 millions d'euros de titres.

- Quel est l'effet sur la comptabilité de la banque ?
- Quel est l'effet sur la comptabilité de la banque une fois que tous les crédits ont été créés ?
- Quel est l'impact sur le taux d'intérêt de ce rachat par la banque centrale ?

7. Quels sont les moyens à la disposition de la banque centrale pour augmenter le taux d'intérêt ?
8. Quelle est la loi de Goodhart ? En quoi cette loi est importante pour (a) la politique monétaire, (b) l'utilisation des notes aux examens pour donner un diplôme à un étudiant, (c) payer les gens en fonction de la valeur qu'ils créent.
9. « Il est plus facile de contrôler la base monétaire que la masse monétaire, mais c'est moins utile. » Êtes-vous d'accord avec cette phrase ?