

La politique monétaire

- **Enjeux**
- **Théories**
- **Politiques**

Enjeux



- Que font les banques centrales?
- Les objectifs de la politique monétaire

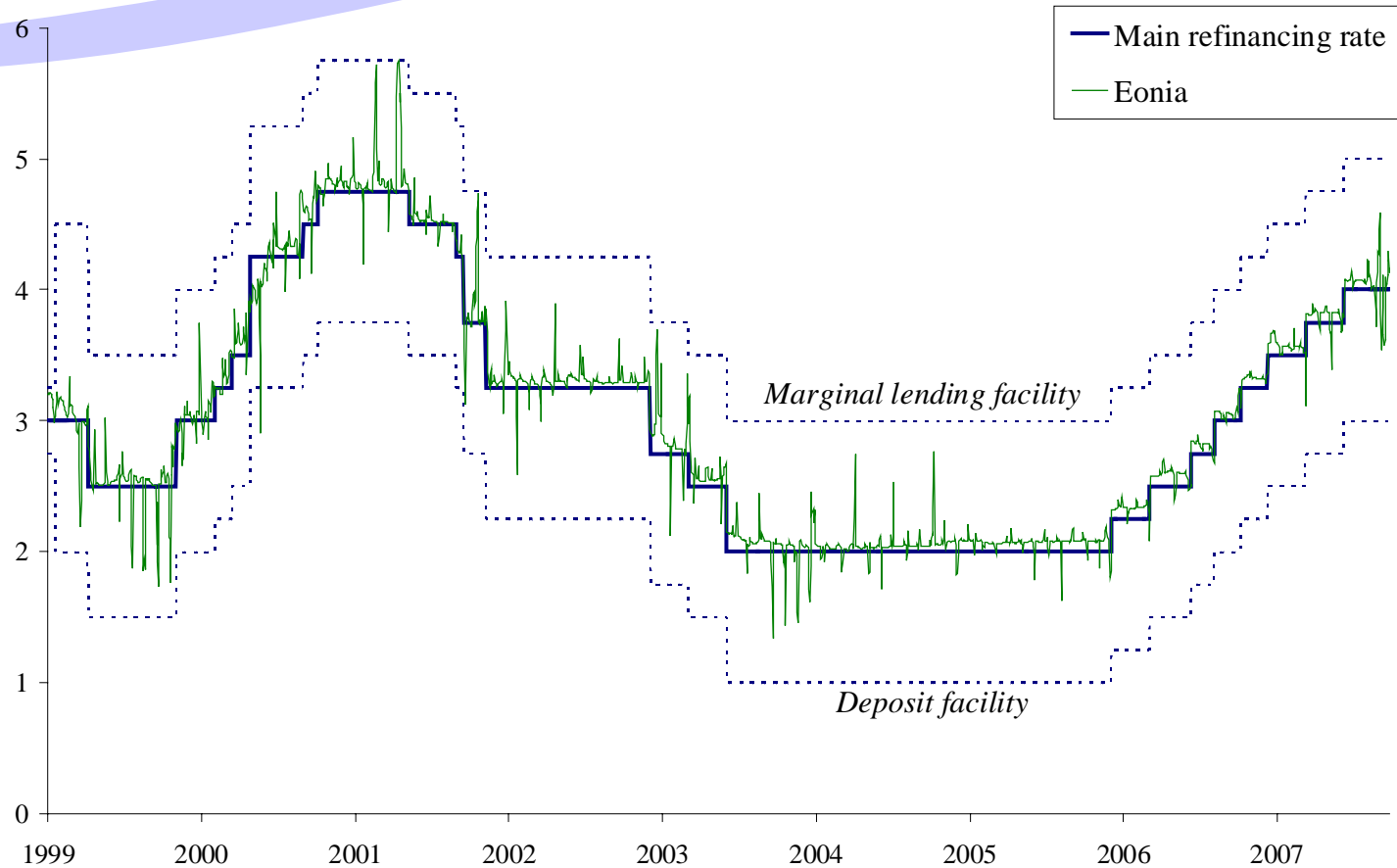
Que font les banques centrales?

- Elles offrent de la liquidité
- Elles fixent le prix de la liquidité
- Elles créent de la monnaie

Les instruments monétaire en zone euro

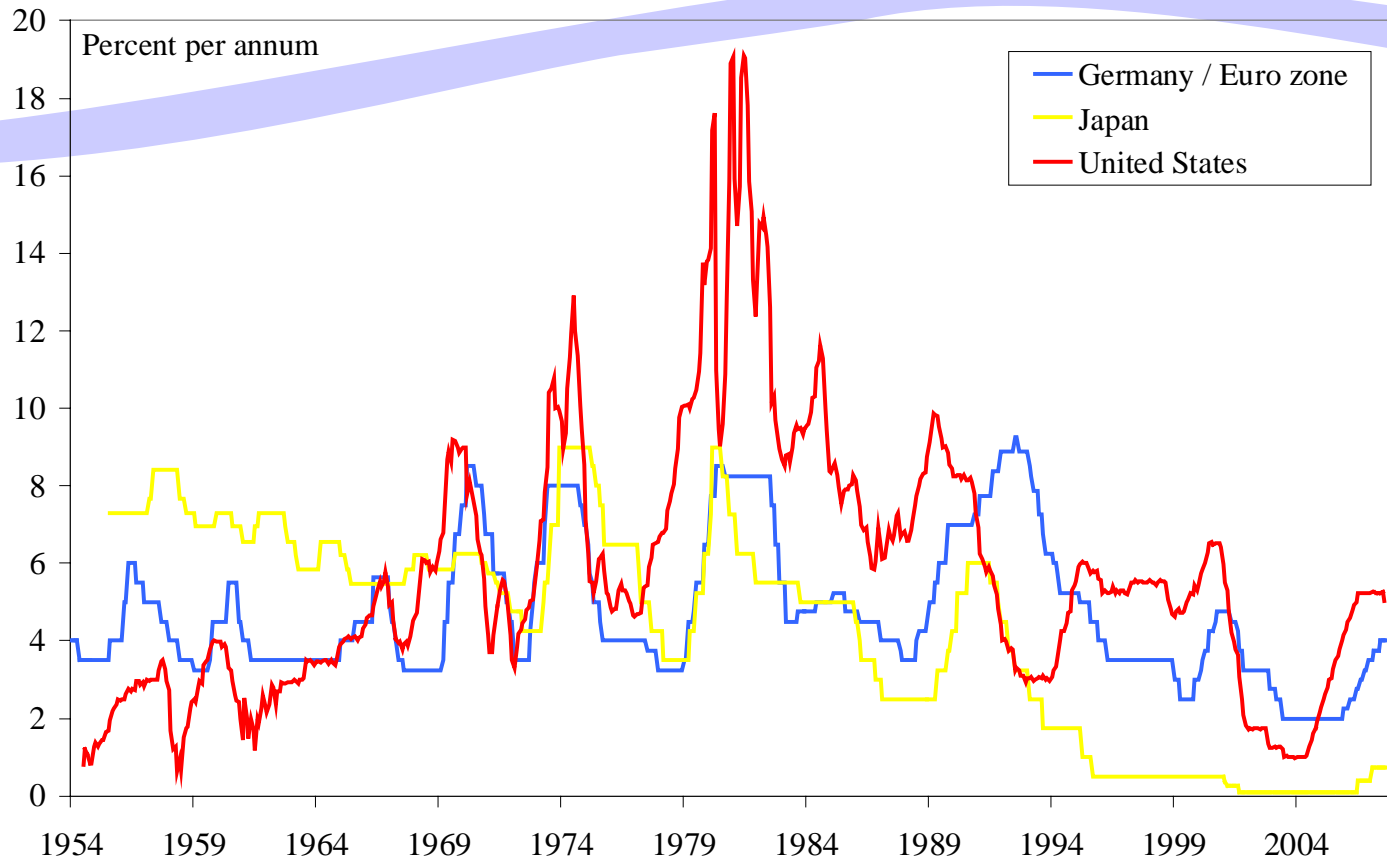
- Réserves obligatoires (2% des dépôts)
- Opérations hebdomadaires de refinancement
 - prises en pension
 - appels d'offres
 - taux minimum
- Facilités permanentes
 - de dépôt
 - de prêt

Les taux directeurs en zone euro



Source : BCE.

Les taux directeurs en zone euro

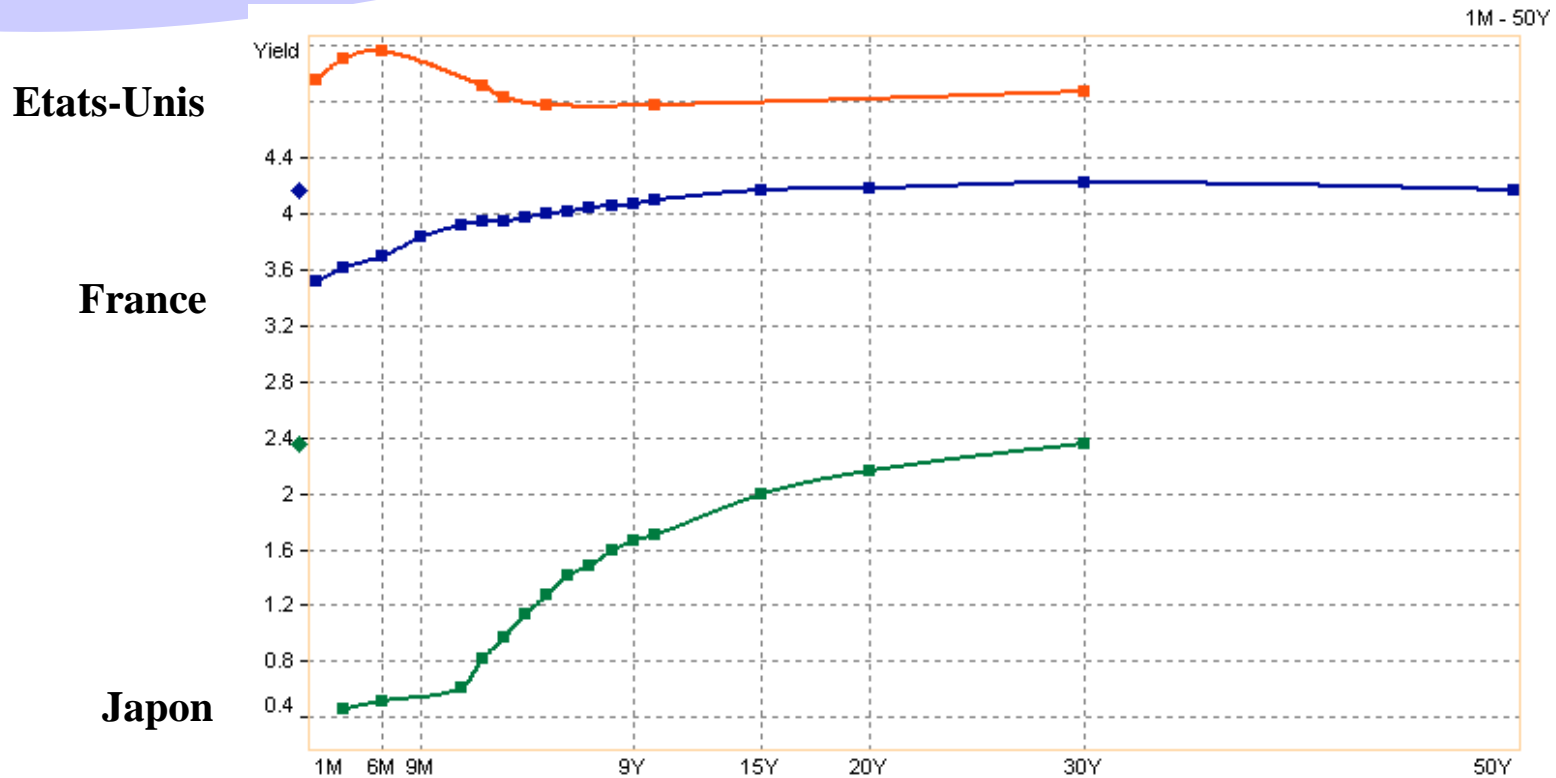


Note: Germany: average of the Lombard rate and of the discount rate. Euro zone: rate of the main refinancing operations. Japan: official discount rate. United States: Federal Funds rate.

Source : banques centrales.

Courbe des taux

$$(1 + i_t^N)^N = (1 + i_t^1) (1 + E_t i_{t+1}^1) \cdots (1 + E_t i_{t+N-1}^1) (1 + \rho_t^N)^N$$

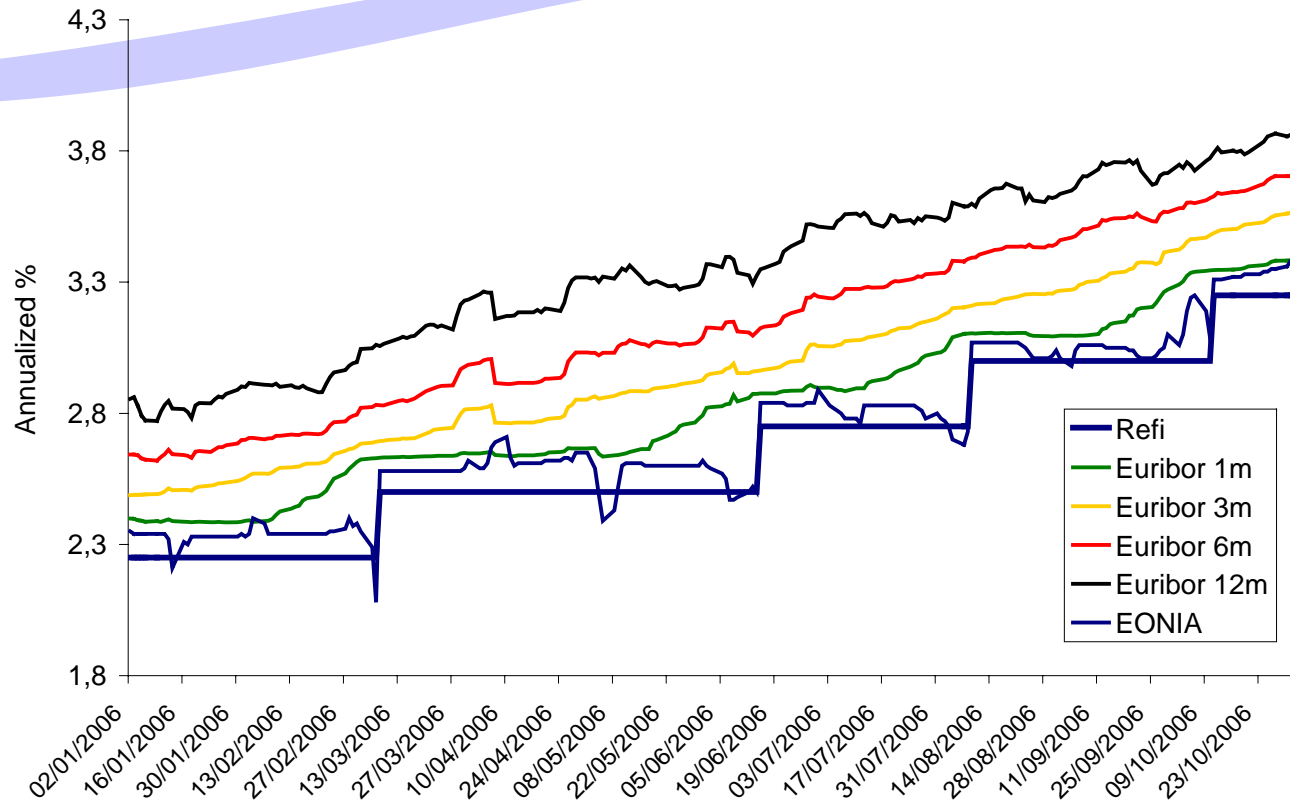


La courbe des taux le 18/1/2007

Source : Reuters

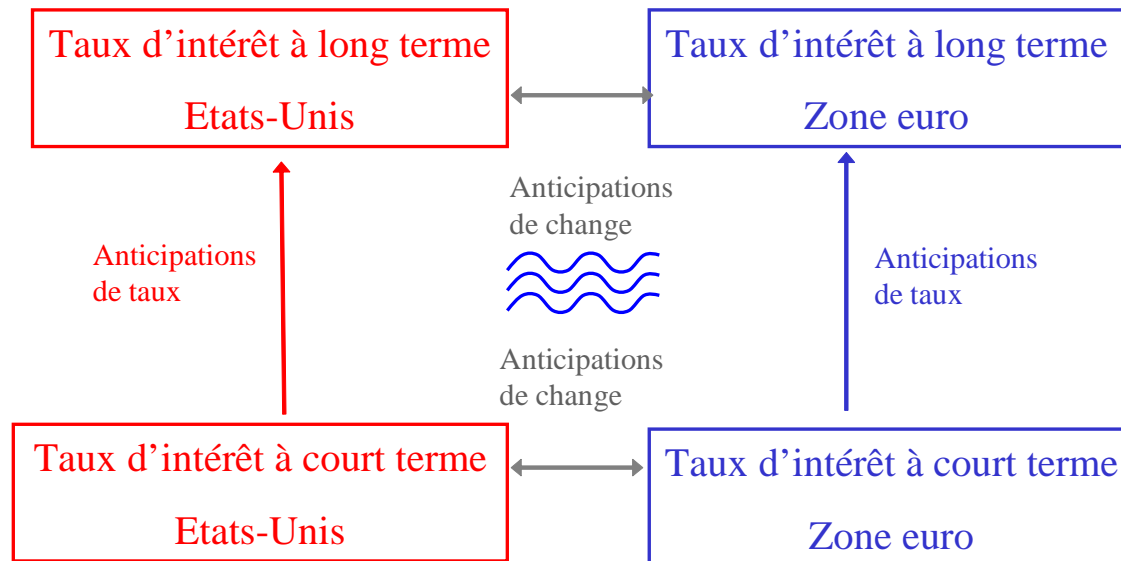
Politique économique 2008

Taux d'intérêt et anticipations



Source: Reuters.

Liens internationaux



Et la monnaie?

- La banque centrale crée de la monnaie
- Trois fonctions de la monnaie :
 - intermédiaire des échanges
 - unité de compte
 - réserve de valeur
- $MV = PT$
- Les *agrégats monétaires* sont classés du plus liquide (M0) au moins liquide (M4)

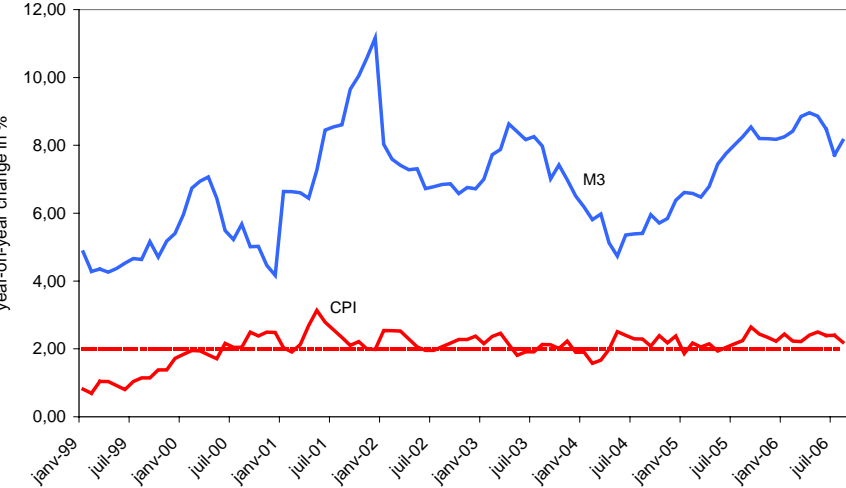
Table 4.1 – The money aggregates of the euro area, in % of M3 in August 2006

M3	M2	M1		
			Currency in circulation	7.5
			Overnight deposits	40.3
			Total	47.8
			Deposits with an agreed maturity of up to two years	17.0
			Deposits redeemable at notice of up to three months	21.0
			Total	85.8
			Money market instruments	14.2
			Total	100.0

Source: ECB, *monthly Bulletin*, October 2006.

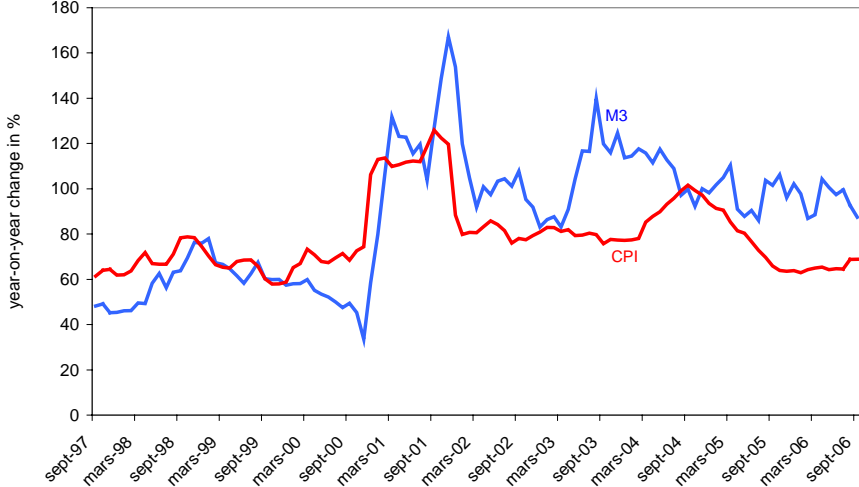
Et la monnaie?

Zone euro



Source: ECB

Turquie



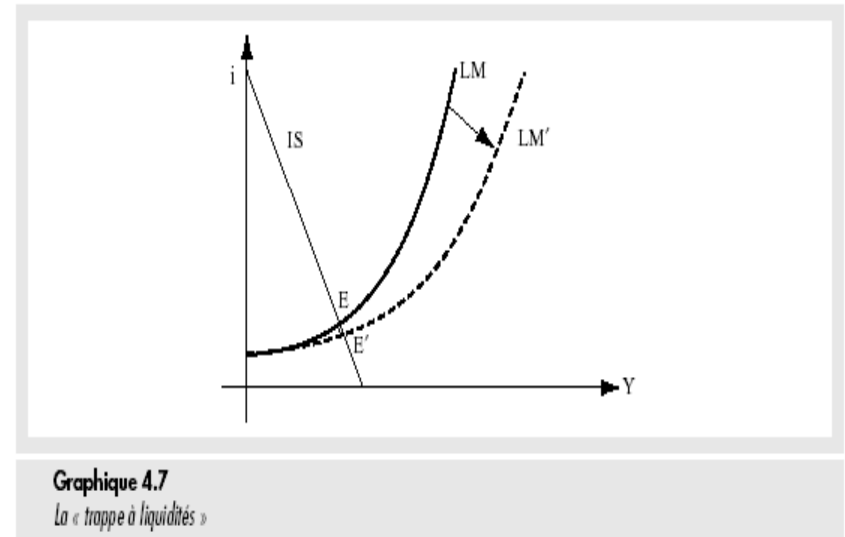
Source: FERI.

Les objectifs de la politique monétaire

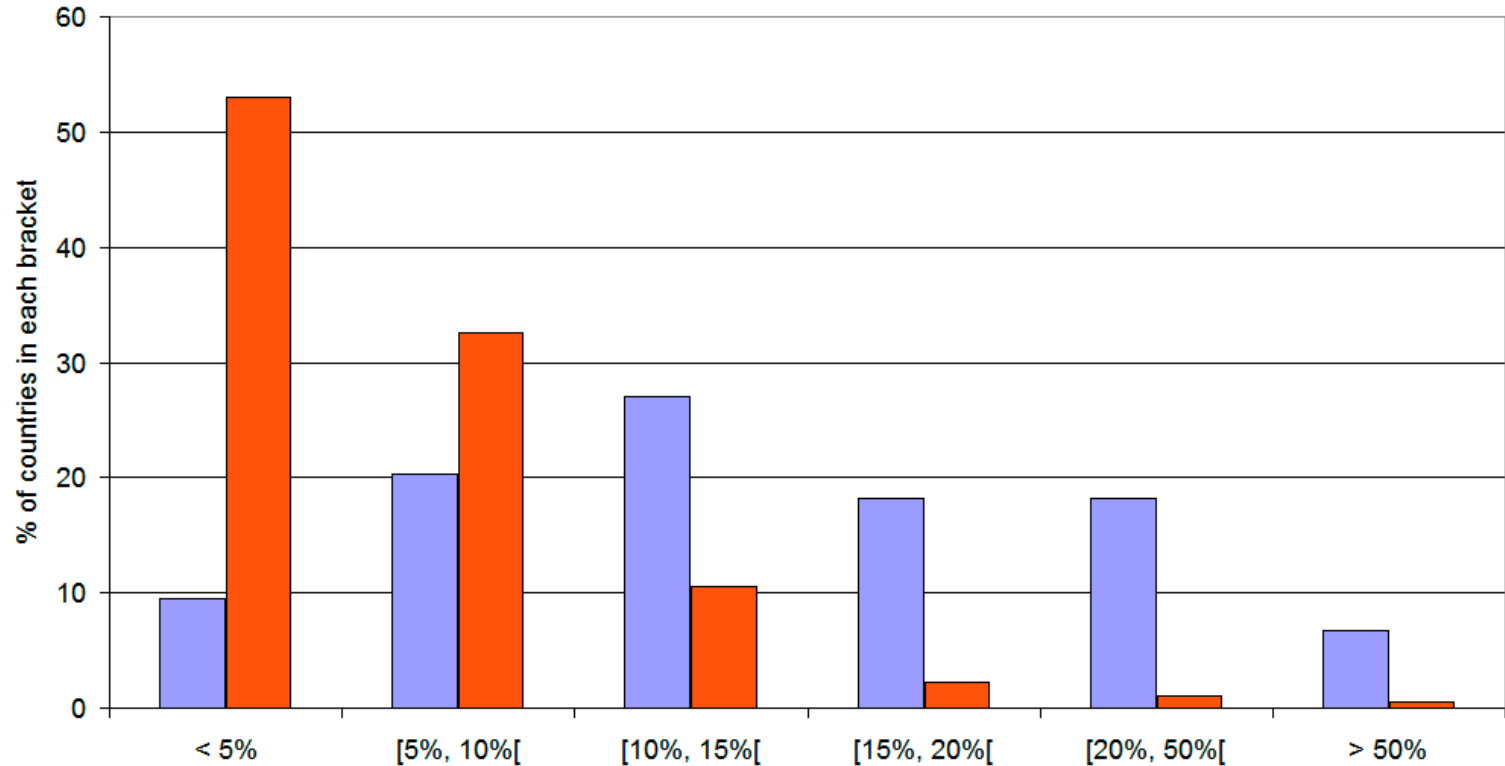
- Stabilité des prix
- Stabilité du taux de change
- Stabilité de l'activité
- Stabilité financière

Y a t-il un bon niveau de l'inflation ?

- L'inflation ne doit être *ni trop élevée...*
 - Incertitude pour les agents économiques
 - Risque d'indexation généralisée et, dans des cas limites, d'hyperinflation (cf. Allemagne des années 1930, Argentine des années 1980)
- ... *ni trop faible*
 - Biais dans la mesure de l'indice des prix (effet « Boskin »)
 - Risque de déflation / trappe à liquidité
 - Rigidité à la baisse des salaires nominaux (Akerlof, Dickens et Perry, 1996)
- En pratique : large consensus pour une inflation *entre 1 et 3%*



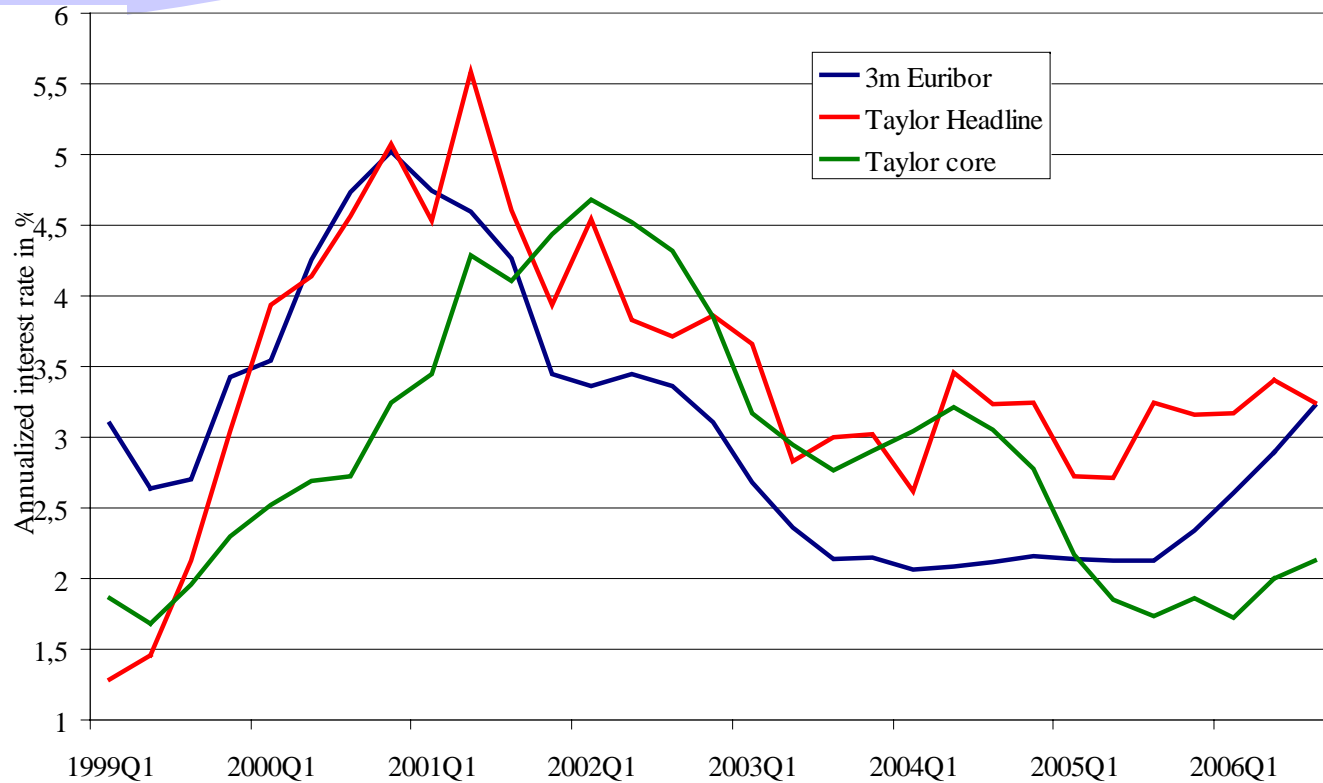
Désinflation: un phénomène mondial



Source: IMF, World Economic Outlook 2006.

La règle de Taylor

$$i_t = \bar{r} + \pi_t + 0,5(\pi_t - \tilde{\pi}) + 0,5(y_t - \bar{y}_t)$$



Authors' calculations based on ECB and OECD data.

Stabilité financière

- Prix d'actifs: Gordon et Shapiro: $p_t = \frac{d_t}{r - g}$
- Prêteur en dernier ressort (ex. crise *subprimes*)

Mandat de quatre banques centrales

	Legal vehicle	Price stability	Exchange-rate stability	Output stabilization	Financial stability
US Fed	Full Employment and Balanced Growth Act, 1978, a.k.a 'Humphrey-Hawkins Act'	Yes	No, but may intervene on exchange markets, alongside the U.S.Treasury	Yes, on an equal footing with price stability	Yes
ECB	Treaty establishing the European Community as revised in 1992, a.k.a. 'Maastricht Treaty'	Yes	No, but exchange rates are part of the second pillar of the monetary-policy strategy, and the ECB has the sole right to conduct foreign-exchange operations.	Yes, secondary to price stability	Not explicitly
Bank of England	Bank of England Act, 1998	Yes. Definition of price stability belongs to government	No	Yes, secondary to price stability	Yes
Bank of Japan	Bank of Japan Law, 1997	Yes	No, but may be instructed to intervene on exchange markets	No, only as a consequence of price stability	Yes

Mandats

Federal Reserve: "maintaining the long-term growth of money and credit aggregates in proportion of the long-term growth potential of the economy in order to increase production and promote employment, price stability and moderate long-term interest rates".

European System of Central Banks: "to maintain price stability. Without prejudice to the objective of price stability, the ESCB shall support the general economic policies in the Community with a view to contributing to the achievement of the objectives of the Community as laid down in Article 2 [of the Treaty on European Union]"

Bank of England: *inflation targeting** rule which consists in keeping expected inflation within a range defined by the government.

Bank of Japan: "through the pursuit of price stability, contributing to the sound development of the national economy."

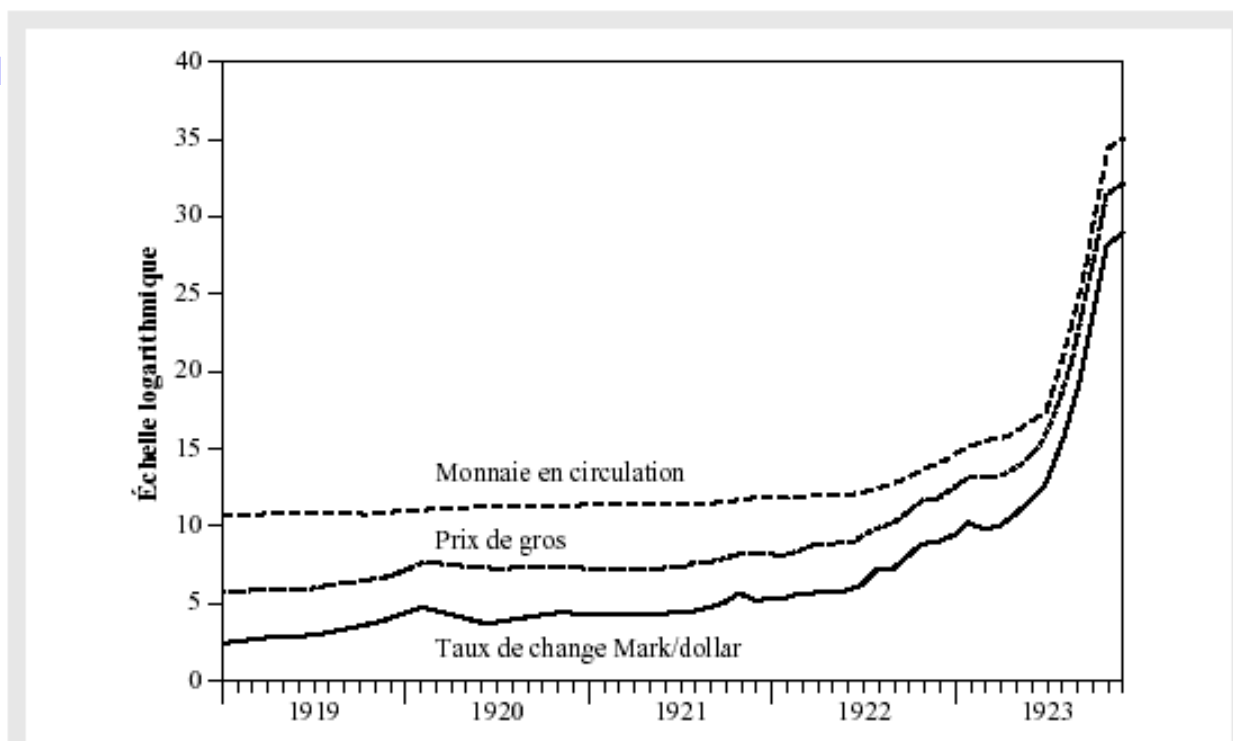
Théories

- Théorie quantitative de la monnaie
- Rigidités nominales
- Canaux de transmission
- Crédibilité des banques centrales
- Stabilité financière

Théorie quantitative de la monnaie

- David Hume (1752) : « *Lorsqu'il y a plus grande abondance d'espèces, comme une plus grande quantité d'entre elles a pour objet de représenter la même quantité de biens, cela ne peut avoir aucun effet, ni en bien ni en mal... pas plus que cela ne changerait les comptes d'un marchand qui, au lieu d'utiliser la notation arabe, économe en caractères, utiliserait la notation romaine qui en demande beaucoup plus.* »
- Équation quantitative : **$MV = PY$**
 - V : vitesse de circulation, exogène
 - Y : revenu réel exogène = nombre de transactions
- Conséquence : **$\Delta P/P = \Delta M/M + \Delta V/V - \Delta Y/Y$**
 - ***Neutralité à long terme*** de la monnaie
 - Application : le « premier pilier » de la BCE
$$\Delta M/M = \Delta P/P + \Delta Y/Y - \Delta V/V = 1,5\% + 2,5\% - (-0,5\%) = \mathbf{4,5\%}$$

Exemple 1 : l'hyperinflation allemande



Graphique 4.5

Monnaie, prix et taux de change dans l'hyperinflation allemande

Source : Eichengreen (1995).

Rigidités nominales

- A court terme, la monnaie n'est pas neutre
- Pourquoi ?
 - Information imparfaite sur les prix relatifs (Robert Lucas, Edmund Phelps)
 - Contrats échelonnés (*staggered contracts*, John Taylor, Stanley Fischer)
 - Coûts de menu (*menu costs*, Georges Akerlof, Janet Yellen, Gregory Mankiw)

Canaux de transmission de la politique monétaire

- Canal des taux d'intérêt
 - Modèle keynésien traditionnel de stimulation de l'investissement
- Canal du crédit
 - Stimulation de l'offre de crédit
 - Importance du bilan des banques et risque de *credit crunch*
- Canal du taux de change
- Canal des prix d'actifs
 - La baisse des taux d'intérêt entraîne une hausse du prix des actifs financiers et immobiliers
 - Références : théorie du consommateur (effet de richesse) ; théorie de l'investissement (q de Tobin)

Le canal des taux d'intérêt

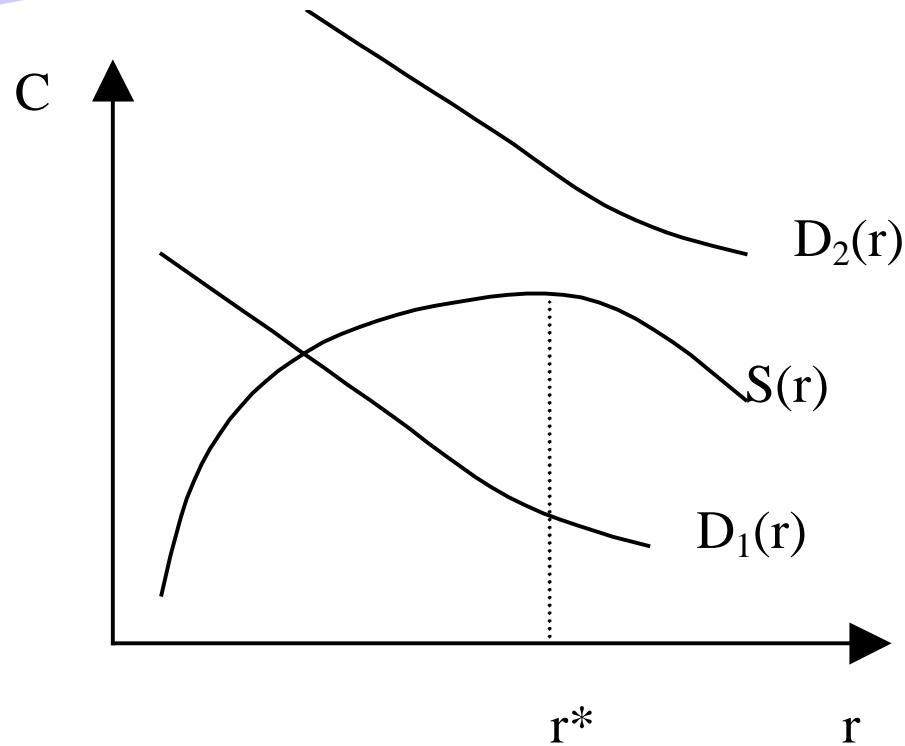
Table 4.2 – Predominant type of household mortgage interest rate

Australia	Variable	Italy	Mixed
Austria	Fixed	Japan	Mixed
Belgium	Fixed	Netherlands	Fixed
Canada	Fixed	Norway	Variable
Denmark	Fixed	Portugal	Variable
Finland	Variable	Spain	Variable
France	Fixed	Sweden	Variable
Germany	Fixed	Switzerland	Variable
Greece	Variable	United Kingdom	Variable
Ireland	Variable	United States	Fixed

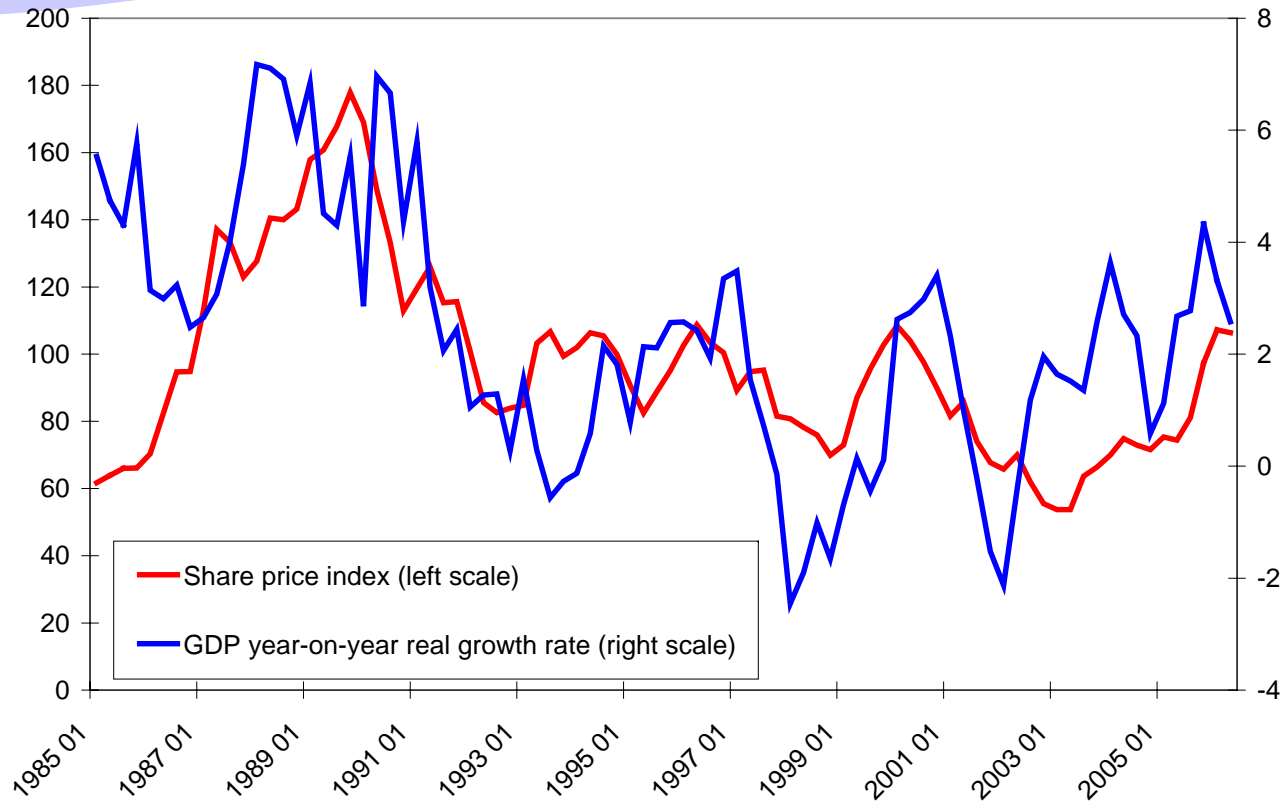
Source: Debelle (2004).

Rationnement du crédit

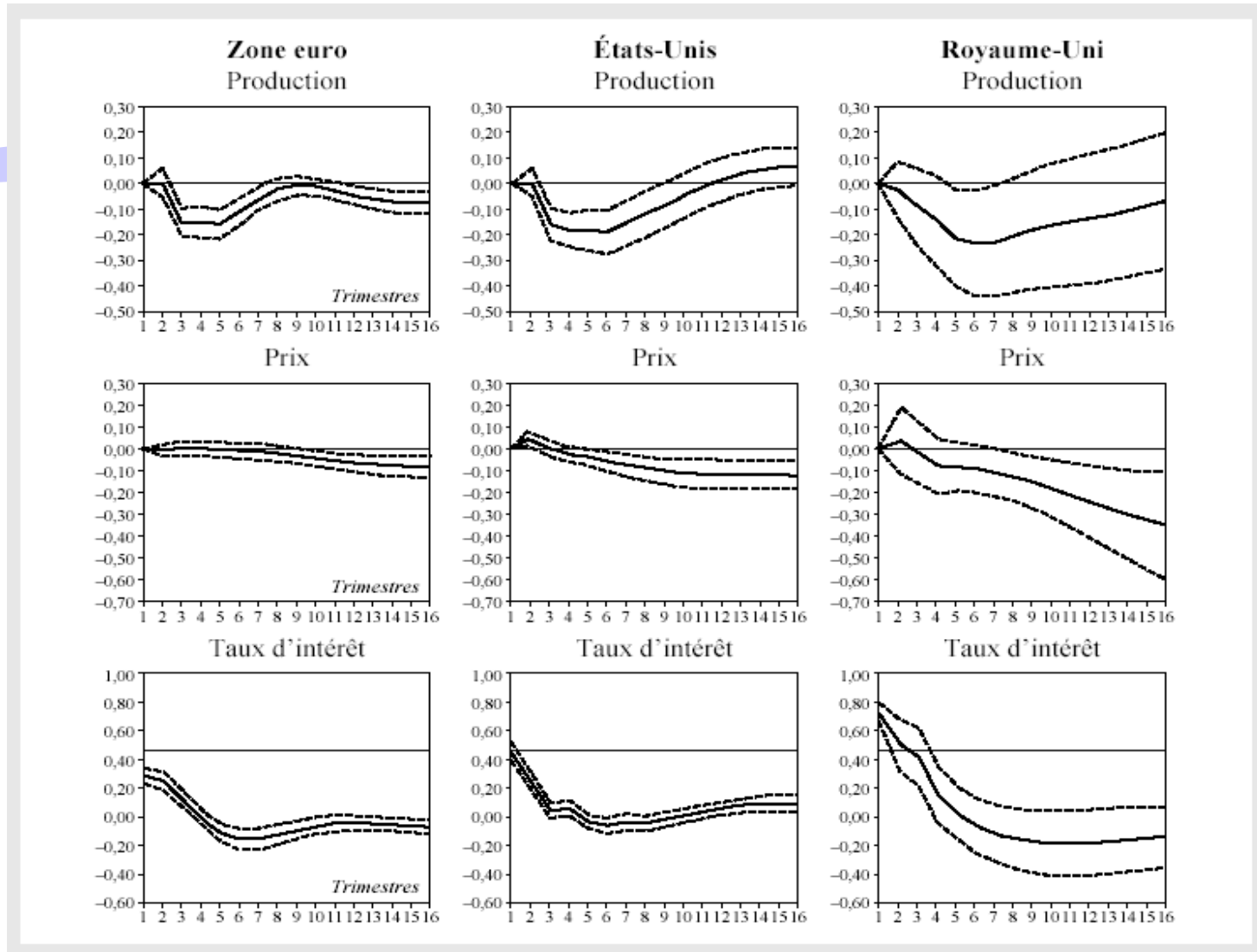
(Stiglitz et Weiss, 1981)



Canal des prix d'actif : le cas du Japon



Effets d'un choc restrictif de politique monétaire



Crédibilité des banques centrales

- Référence : Robert Barro, David Gordon (1983)
 - La banque centrale *exploite les erreurs d'anticipation* du secteur privé pour stimuler l'économie
 - Elle souffre d'*incohérence temporelle* (elle a toujours intérêt à revenir sur ses engagements)
 - Il en résulte un *biais inflationniste* et un manque de *crédibilité*
- Pour contrer ce biais, la banque centrale doit établir sa réputation :
 - En allongeant son horizon temporel (mandat long des gouverneurs, indépendance du pouvoir politique)
 - En se « liant les mains » (ex: ancrage du taux de change nominal ; règle de politique monétaire)
 - En nommant des banquiers centraux « conservateurs » (Rogoff, 1985)
 - En liant par contrat le banquier central (Walsh, 1995)

Stabilité financière

- Objectif : bon fonctionnement des institutions financières et des marchés
- La transformation financière comporte trois types de risque :
 - Risque de crédit
 - Risque de marché
 - Risque de liquidité (réf. Diamond, Dybvig, 1983)
- La stabilité financière est assurée:
 - *Ex-ante* par la réglementation prudentielle (pour limiter la prise de risque) et la garantie des dépôts (pour éviter les paniques)
 - *Ex-post* par l'intervention de la banque centrale comme prêteur en dernier ressort

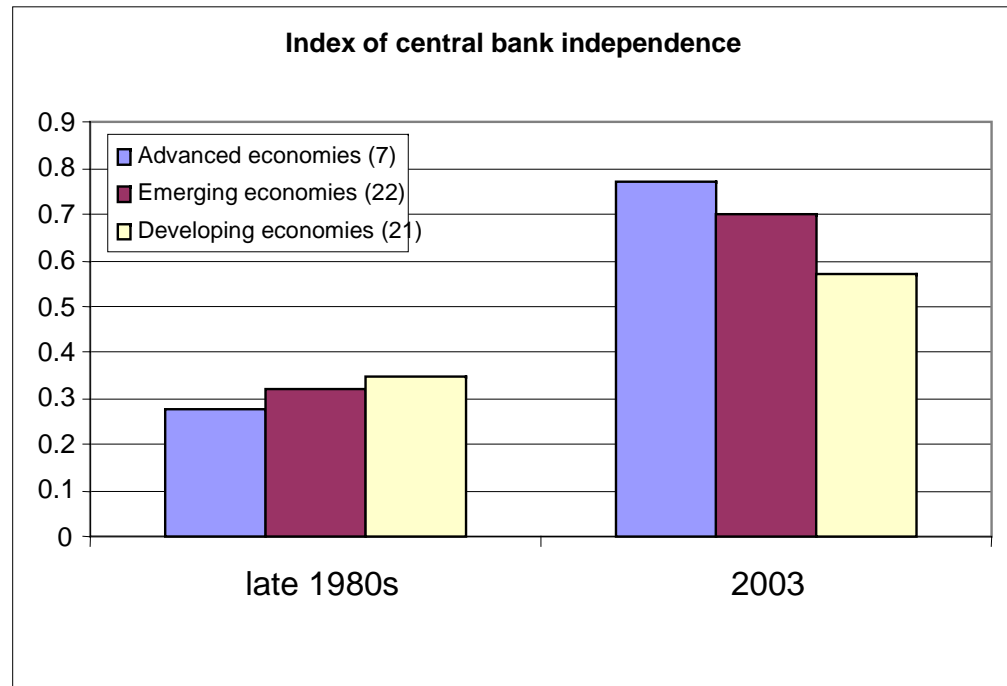
Politiques

- Statut
- Conduite de la politique monétaire

Indépendance et responsabilité des banques centrales

- Les banques centrales sont presque toutes indépendantes :
 - Elles ne reçoivent pas d'instruction du pouvoir politique (sauf parfois en matière de taux de change)
 - Leurs dirigeants ont des mandats longs
 - Dans la zone euro, cette indépendance est d'ordre constitutionnel (Traité CE)
- Partout, elles doivent témoigner devant le législatif
 - Audition « Humphrey Hawkins »
 - Audition du Pt de la BCE par le Parlement européen
- Mais les modalités d'exercice de leur responsabilité politique sont très variées
 - Définitions différentes de leur mandat
 - États-Unis : objectif de plein emploi, pas de règle claire
 - Royaume-Uni : cible d'inflation définie par le Chancelier
 - Zone euro : objectifs intermédiaires définis par le BCE elle-même
 - Transparence variable
 - Conférences de presse (BCE)
 - Publication des minutes (Fed, BoE)

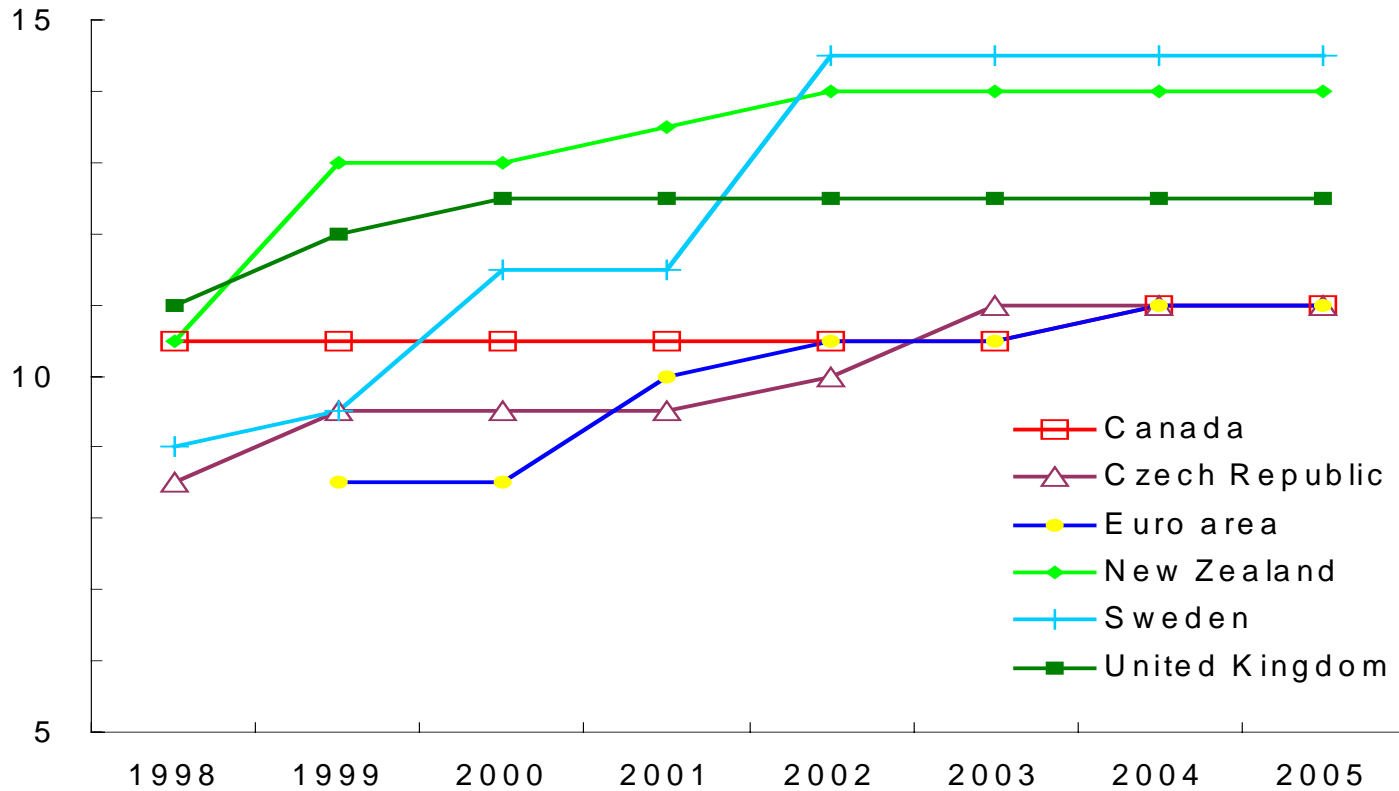
Indépendance des banques centrales



Source: Arnone et al. (2007).

Transparency

Transparency Index



Source: Eijffinger and Geraats (2002), updates in Dincer and Eichengreen (2007).

Comités de politique monétaire

Banco do Brasil MPC Decisions	
Committee Size	7
Sample Size	68
Decisions by Majority	16
Decisions by Unanimity	52
Percentage of Decisions by Unanimity	76.5 %
Data Source :	<i>BoB Copom Minutes April 1993 – April 2007</i>
<i>Note that MPC size changed over time from 9 to 8, then 7 members</i>	

Bank of England MPC Decisions	
Committee Size	9
Sample Size	122
Decisions by Majority	68
Decisions by Unanimity	54
Percentage of Decisions by Unanimity	44 %
Data Source :	<i>BoE MPC Minutes June 1997 – June 2007</i>

Bank of Hungary MPC Decisions	
Committee Size	12
Sample Size	31
Decisions by Majority	18
Decisions by Unanimity	13
Percentage of Decisions by Unanimity	42%
Data Source :	<i>BoH MC Minutes December 2004 – June 2007</i>
<i>Note that MC size increased from 9 to 12 members over time</i>	

Bank of Japan MPC Decisions	
Committee Size	9
Sample Size	158
Decisions by Majority	86
Decisions by Unanimity	72
Percentage of Decisions by Unanimity	45.5%
Data Source :	<i>BoJ Policy Board Minutes January 1998 – June 2007</i>

Source: Giavazzi
et Wyplosz
(2007).

Un exemple de responsabilité : la banque centrale de Nouvelle-Zélande

“Before appointing a person as Governor, the Minister is required to “fix, in agreement with that person, *policy targets* for the carrying out by the Bank of its primary function during that person's term of office. Section 15 of the Act requires that the Bank deliver to the Minister and *publish at least every six months a monetary policy statement*. In this document the Bank is required, *inter alia*, to review and assess recent monetary policy and to articulate “the policies and means by which the Bank intends to achieve the policy targets”.

The Minister may seek the *removal of the Governor* (or the Board may recommend that the Minister do so) if he is satisfied on any of several counts. These include, *inter alia*, the following which bear directly on monetary policy:

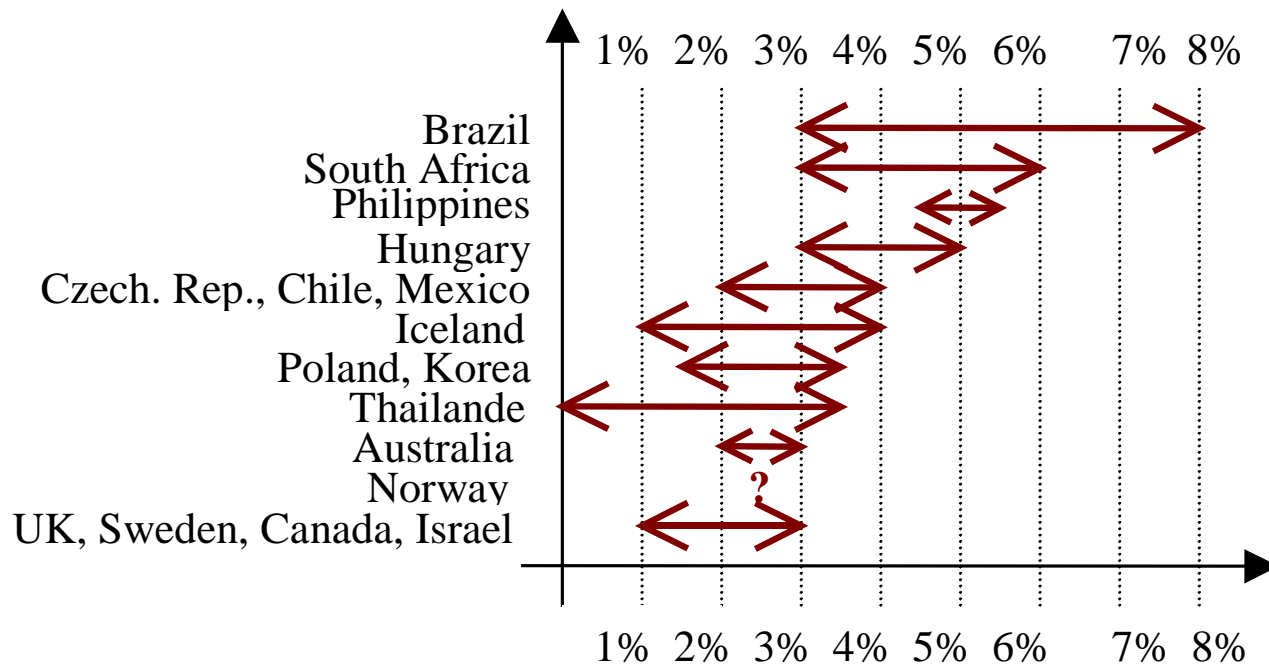
- That the Bank is not adequately carrying out its functions (the primary function being monetary policy); or
- That the *performance* of the Governor in ensuring the Bank achieves the policy targets has been inadequate; or
- That a *Monetary Policy Statement* is inconsistent in a material respect with the Bank's primary function, or with any policy target fixed in the Policy Targets Agreement.”

M. Reddell, “Monetary policy accountability and monitoring”,
Reserve Bank of New Zealand.

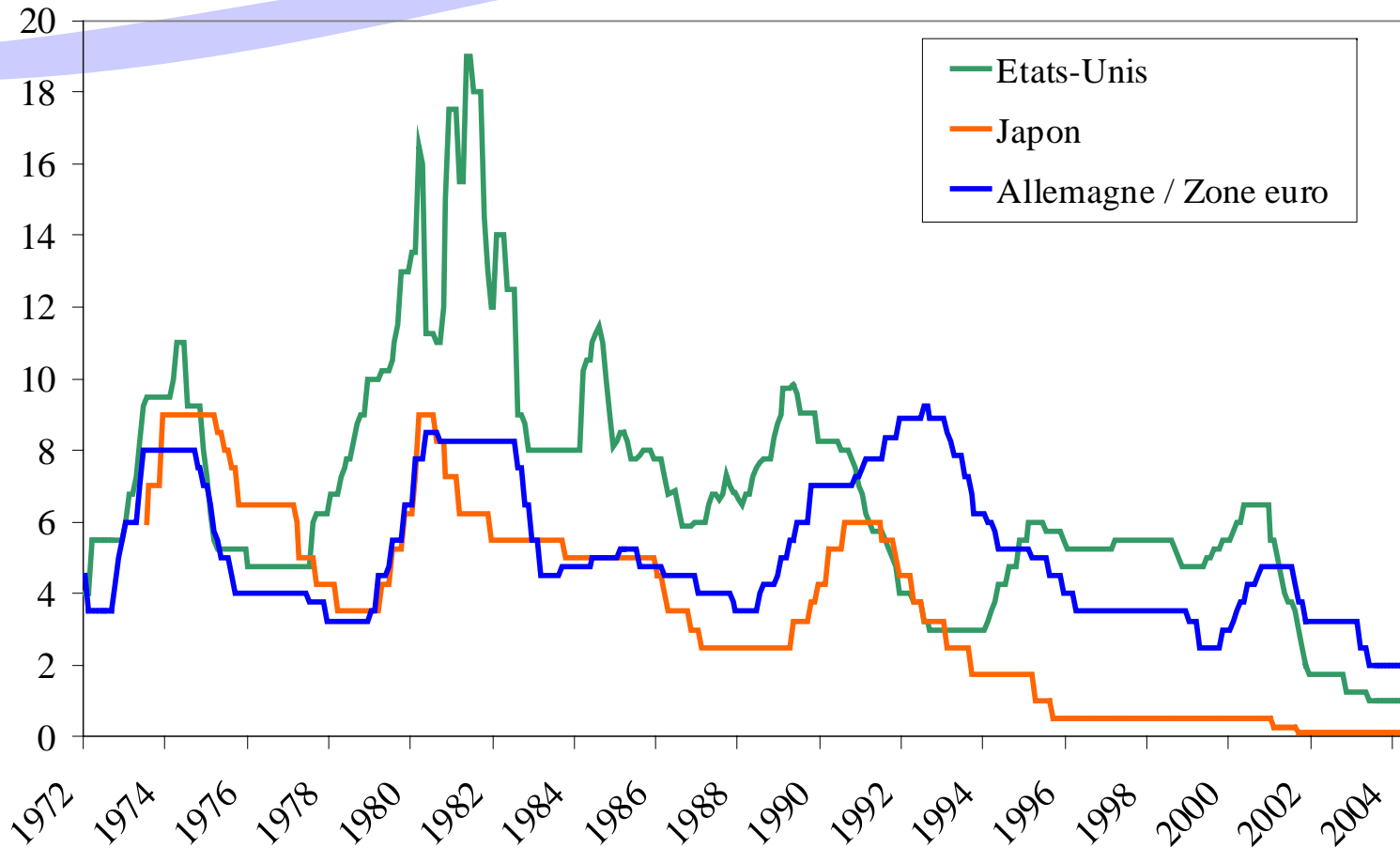
Règles de politique monétaire

- Règles instrumentales
- Ciblage
- Objectifs intermédiaires

Cibles d'inflation en 2004



Réactivité



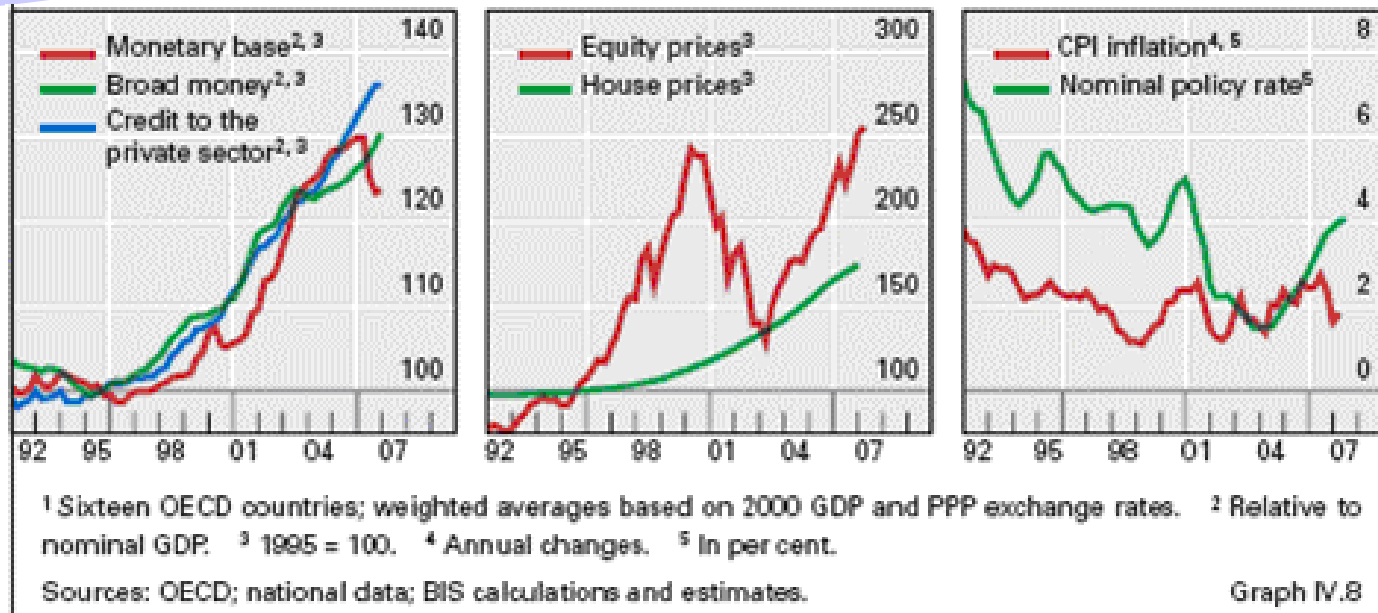
Policy-mix et coordination

- États-Unis : une approche pragmatique
 - Petit-déjeuner hebdomadaire Fed-Trésor
- Zone euro : pas de consensus
 - Argument politique : la coordination est nécessaire pour établir les responsabilités des gouvernements et de la BCE aux yeux des Européens
 - Argument économique : l'absence de coordination peut aboutir à un équilibre de Nash sous-optimal
 - Mais la BCE considère qu'une coordination *ex-ante* serait contraire à son indépendance

Politique monétaire et prix des actifs financiers

- Un débat d'actualité
 - Japon : amplification de la récession par la dévalorisation des actifs financiers des banques et des entreprises
 - États-Unis : polémique sur la responsabilité de la *Fed* dans la bulle boursière, puis immobilière
 - Zone euro : inquiétude sur le marché immobilier
- Pas de prescription claire
 - Incertitude sur les canaux de transmission des prix d'actifs aux prix à la consommation
 - Difficulté à séparer « bulle » et composante fondamentale du prix
 - Pas d'instrument d'action direct pour la banque centrale

Politique monétaire et prix des actifs financiers



Source: BIS, Annual Report 2007. Sixteen OECD countries, weighted averages based on 2000 GDP and PPP exchange rates.

Surveillance prudentielle

- Trois risques: crédit, taux d'intérêt, liquidité
 - Surveillance bancaire : crédit, liquidité, bilan ;
 - Surveillance des marchés : règles de bonne conduite pour les actionnaires et de fonctionnement des marchés.
- Banques :
 - Ratio Cook (adéquation aux fonds propres)
 - Bâle II: l'accent sur les procédures internes. Remise en cause récente (risques titrisés).
- Risque systémique:
 - *narrow banking*, assurance ;
 - prêteur en dernier ressort.



© Mike Lukovich, *The Atlanta Journal / Constitution*