

Pourquoi la stabilité des prix est-elle importante pour vous ?

Manuel à l'intention des enseignants



© Banque centrale européenne, 2007

Adresse

Kaiserstrasse 29
D-60311 Francfort-sur-le-Main
Allemagne

Adresse postale

Postfach 16 03 19
D-60066 Francfort-sur-le-Main
Allemagne

Téléphone

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Télécopie

+49 69 1344 6000

Auteur

Dieter Gerdesmeier

Conception graphique et maquette

MEDIA CONSULTA Advertising GmbH
Wassergasse 3
D-10179 Berlin
Allemagne

Photographies

Andreas Pangerl (p. 15)
Corbis (pp. 23, 35)
Banque centrale européenne (pp. 1, 6, 9, 49, 52, 53, 71, 92)
Image Source (p. 13)
Photos.com (pp. 10, 11, 14, 16, 17, 18, 19, 20, 21, 24, 29, 30, 33, 36,
44, 45, 57, 58, 59, 63, 72, 73, 77, 78, 81, 82, 83, 85, 87, 89, 90, 91)

*Tous droits réservés. Les reproductions
à usage éducatif et non commercial sont
cependant autorisées en citant la source.*

ISBN (version papier) 92-9181-761-9
ISBN (internet) 92-9181-762-7

Pourquoi la stabilité des prix est-elle importante pour vous ?

Manuel à l'intention des enseignants

Sommaire

| | |
|--|----|
| Avant-propos | 6 |
| Résumé | 9 |
|  | |
| Chapitre 1 Introduction | 13 |
|  | |
| Chapitre 2 Une brève histoire de la monnaie | |
| 2.1 Les fonctions de la monnaie | 16 |
| 2.2 Les formes de la monnaie | 18 |
|  | |
| Chapitre 3 L'importance de la stabilité des prix | |
| 3.1 Qu'est-ce que la stabilité des prix ? | 24 |
| 3.2 La mesure de l'inflation | 24 |
| 3.3 Les bienfaits de la stabilité des prix | 29 |
|  | |
| Chapitre 4 Les déterminants de l'évolution des prix | |
| 4.1 Un aperçu de ce que la politique monétaire peut faire et de ses limites | 36 |
| 4.2 La monnaie et les taux d'intérêt : comment la politique monétaire peut-elle influencer les taux d'intérêt ? | 38 |
| 4.3 Comment les modifications des taux d'intérêt influent-elles sur les décisions de dépenses des consommateurs et des entreprises ? | 40 |
| 4.4 Les facteurs à l'origine des évolutions des prix à court terme | 45 |
| 4.5 Les facteurs à l'origine des évolutions des prix à plus long terme | 46 |
|  | |
| Chapitre 5 La politique monétaire de la BCE | |
| 5.1 Un bref aperçu historique | 50 |
| 5.2 Le cadre institutionnel | 53 |
| 5.3 La stratégie de politique monétaire de la BCE | 58 |
| 5.4 Aperçu du cadre opérationnel de l'Eurosystème | 74 |

| | |
|---|----|
| Glossaire | 77 |
| Annexe 1 : L'incidence de l'inflation – quelques exemples chiffrés | 79 |
| Annexe 2 : Exercices | 81 |
| Bibliographie | 89 |
| | |
| Encadrés | |
| Encadré 3.1 La mesure de l'inflation – un exemple simple | 25 |
| Encadré 3.2 La relation entre l'inflation anticipée et les taux d'intérêt ou « l'effet de Fischer » | 28 |
| Encadré 3.3 L'hyperinflation | 31 |
| Encadré 3.4 La demande d'espèces | 33 |
| | |
| Encadré 4.1 Pourquoi les banques centrales peuvent-elles influencer (<i>ex ante</i>) les taux d'intérêt réels ? Le rôle des prix « rigides » | 39 |
| Encadré 4.2 Comment les variations de la demande globale agissent-elles sur l'activité économique et l'évolution des prix ? | 40 |
| Encadré 4.3 La théorie quantitative de la monnaie | 48 |
| | |
| Encadré 5.1 La marche vers la monnaie unique, l'euro | 50 |
| Encadré 5.2 Les critères de convergence | 54 |
| Encadré 5.3 L'élaboration et les caractéristiques de l'IPCH | 61 |
| Encadré 5.4 Une marge de sécurité contre la déflation | 62 |
| Encadré 5.5 L'orientation à moyen terme de la politique monétaire de la BCE | 63 |
| Encadré 5.6 Les indicateurs de l'économie réelle et du secteur financier | 65 |
| Encadré 5.7 Les projections macroéconomiques de la zone euro | 68 |
| Encadré 5.8 Les agrégats de monnaie | 69 |
| Encadré 5.9 La valeur de référence retenue par la BCE pour la croissance de la masse monétaire | 70 |



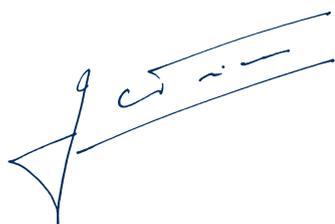
Jean-Claude Trichet

Plus de 300 millions d'habitants de treize pays européens partagent une monnaie unique, l'euro. Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) est responsable de la politique monétaire unique de ces pays, dont le regroupement est connu sous le nom de « zone euro ». Le traité instituant la Communauté européenne assigne clairement à l'Eurosystème, qui comprend la BCE et les banques centrales nationales (BCN) de la zone euro, un objectif principal, à savoir le maintien de la stabilité des prix au sein de la zone euro. Autrement dit, le Conseil des gouverneurs de la BCE est chargé de préserver le pouvoir d'achat de l'euro. Ce mandat témoigne d'un large consensus social selon lequel la politique monétaire, en assurant la stabilité des prix, contribue de manière importante à une croissance durable, à la prospérité économique et à la création d'emplois.

Pour mener sa mission, l'Eurosystème bénéficie de l'indépendance. En outre, pour conduire sa politique monétaire unique, le Conseil des gouverneurs a défini et rendu publique sa stratégie de politique monétaire, qui doit lui permettre d'assurer la stabilité des prix, et met

en œuvre un cadre opérationnel efficace et performant. En bref, l'Eurosystème dispose de tous les instruments et compétences nécessaires à une conduite adéquate de la politique monétaire.

Comme toute institution importante et indépendante dans une société moderne, l'Eurosystème se doit d'être proche du grand public et compris par les citoyens européens. Il convient donc que sa mission et sa politique soient expliquées au plus grand nombre. L'objectif de cet ouvrage est de présenter, d'une manière exhaustive mais accessible, les raisons pour lesquelles la stabilité des prix est si importante pour assurer une prospérité durable ainsi que l'orientation de la politique monétaire adoptée par la BCE pour mener à bien cette mission.



Jean-Claude Trichet
Président de la Banque centrale européenne

Remerciements

Ce manuel a grandement bénéficié des nombreux commentaires et suggestions apportés par mes collègues de la BCE et je leur en suis très reconnaissant. Je tiens également à exprimer ma gratitude aux membres du Comité de la communication externe du Système européen de banques centrales (SEBC) et du Comité des experts, aux collègues des divisions Services linguistiques et Traduction de la BCE ainsi qu'à H. Ahnert, J. Ahonen, W. Bier, D. Blenck, E. Bracke, D. Clarke, J. Cuvry, G. Deschamps, L. Dragomir, S. Ejerskov, G. Fagan, A. Ferrando, L. Ferrara, S. Keuning, H. J. Klöckers, D. Lindenlaub, A. Lojschova, K. Masuch, W. Modery, P. Moutot, H. Pill, C. Pronk, P. Rispal, B. Roffia, C. Rogers, P. Sandars, H. J. Schlösser, R. K. Schüller, A. Spivack, G. Vitale, C. Zilioli.

Dieter Gerdesmeier

Francfort-sur-le-Main, janvier 2007

Pourquoi la stabilité des prix est-elle importante pour vous ?

Résumé

Aux termes du traité instituant la Communauté européenne, l'Eurosystème¹, qui comprend la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales nationales des États membres de l'Union européenne ayant adopté l'euro, a pour mission principale de maintenir la stabilité des prix. Cette mission est considérée comme l'objectif principal de l'Eurosystème pour des raisons économiques évidentes. Reflet des enseignements tirés des expériences passées, ce choix est en outre étayé par la théorie économique et les travaux empiriques selon lesquels la politique monétaire, en assurant la stabilité des prix, est en mesure de contribuer de manière significative au bien-être général, et notamment à un niveau élevé d'activité économique et d'emploi.

Les bénéfices de la stabilité des prix étant largement reconnus, il nous paraît essentiel d'expliquer, en particulier aux jeunes, pourquoi elle est importante, quels sont les meilleurs moyens d'y parvenir et comment elle concourt à la réalisation des objectifs économiques généraux de l'Union européenne.

Les bienfaits de la stabilité des prix, de même que les coûts liés à l'inflation ou à la déflation, sont étroitement associés à la monnaie et ses fonctions. C'est la raison pour laquelle le chapitre 2 est consacré aux fonctions et à l'histoire de la monnaie. Ce chapitre explique que les coûts engendrés par l'échange de biens et services, tels que ceux liés à l'information, à la recherche et au transport, seraient très élevés dans un système sans monnaie, c'est-à-dire dans une économie de troc. Il souligne également que la monnaie accroît l'efficacité des échanges de biens et améliore ainsi le bien-être de tous les citoyens. Ces réflexions sont suivies d'une étude plus détaillée du rôle et des trois fonctions principales de la monnaie, laquelle sert de moyen d'échange, de réserve de valeur et d'unité de compte. Les formes mêmes de la monnaie en usage dans les différentes sociétés ont évolué dans le temps. Citons notamment la monnaie marchandise, la monnaie métallique, la monnaie fiduciaire et la monnaie électronique. Les principales évolutions survenues dans l'histoire de la monnaie sont brièvement évoquées et expliquées.

Le chapitre 3 traite plus en détail de l'importance de la stabilité des prix. Il explique que l'inflation et la déflation constituent des phénomènes économiques qui peuvent avoir des répercussions négatives importantes sur l'économie. Le chapitre s'ouvre par une définition de ces concepts. En principe, l'inflation est définie comme une hausse générale des prix des biens et services sur une période prolongée. Elle entraîne une baisse de la valeur de la monnaie et, par conséquent, du pouvoir d'achat. Quant à la déflation, il s'agit d'une baisse du niveau général des prix sur une longue période.

¹ Le terme *Eurosystème* n'apparaît pas en tant que tel dans le traité instituant la Communauté européenne ni dans les statuts du Système européen de banques centrales (SEBC) et de la Banque centrale européenne (BCE), qui renvoient aux objectifs et aux missions du SEBC, entité comprenant la BCE et les banques centrales nationales (BCN) de tous les États membres de l'Union européenne. Néanmoins, tant qu'il existe des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro, les dispositions relatives aux objectifs et missions du SEBC ne s'appliquent pas à ces pays. Dans ce contexte, la référence à l'Eurosystème, c'est-à-dire la BCE et les BCN des États membres ayant adopté l'euro, s'est généralisée ; le Conseil des gouverneurs de la BCE encourage également l'usage.



La Banque centrale européenne.

Après un court passage illustrant quelques problèmes liés à la mesure de l'inflation, le chapitre décrit les bienfaits de la stabilité des prix. La stabilité des prix favorise l'élévation du niveau de vie en réduisant l'incertitude quant à l'évolution générale des prix, renforçant ainsi la transparence du mécanisme de formation des prix. Les consommateurs et les entreprises sont mieux à même d'identifier les variations de prix de certains biens en particulier (autrement dit « les variations des prix relatifs »). En outre, la stabilité des prix contribue au bien-être général. De fait, elle diminue les primes de risque liées à l'inflation contenues dans les taux d'intérêt, rend superflues les opérations de couverture et réduit les effets de distorsion engendrés par les systèmes fiscaux et de sécurité sociale. Enfin, le maintien de la stabilité des prix empêche la redistribution arbitraire de la richesse et des revenus liée, par exemple, à l'érosion, due à l'inflation, de la valeur réelle des créances nominales (épargne sous la forme de dépôts bancaires, obligations d'État, salaires nominaux). Des baisses sensibles du pouvoir d'achat et des revenus résultant d'une forte inflation peuvent provoquer des troubles sociaux et l'instabilité politique. En résumé, à travers le maintien de la stabilité des prix, les banques centrales contribuent à la réalisation d'objectifs économiques plus généraux et, par conséquent, à la stabilité politique en général.



Le chapitre 4 traite des facteurs qui déterminent l'évolution des prix. Après un bref aperçu du rôle et des limites de la politique monétaire, il explique comment une banque centrale peut influencer les taux d'intérêt à court terme. La banque centrale a le monopole de l'émission des billets et de la monnaie centrale. Les banques ayant besoin de billets pour leurs clients et devant satisfaire à l'obligation de constituer des réserves obligatoires (dépôts) auprès de l'institut d'émission, elles sollicitent généralement un crédit auprès de ce dernier. La banque centrale fixe le taux d'intérêt appliqué aux prêts octroyés aux banques, qui influence par la suite les autres taux d'intérêt du marché.

Les modifications des taux d'intérêt de marché ont une incidence sur les décisions de dépenses des ménages et des entreprises et donc, en définitive, sur l'activité économique et l'inflation. Par exemple, une hausse des taux d'intérêt accroît le coût des investissements, ce qui tend à réduire les dépenses d'investissement. Par ailleurs, l'épargne devient alors plus intéressante, ce qui entraîne un recul de la consommation. Ainsi, dans des circonstances normales, il est probable qu'une hausse des taux d'intérêt engendrera une baisse de la consommation et des investissements, ce qui devrait, finalement, réduire les tensions inflationnistes. Si la politique monétaire est en mesure d'agir d'une certaine manière sur l'activité réelle, les effets de son action sont seulement passagers et non permanents. En revanche, la politique monétaire a une incidence durable sur l'évolution des prix et, par conséquent, sur l'inflation.

Ce chapitre analyse plus en détail les facteurs à l'origine du processus inflationniste à court terme. Un modèle assez simple décrivant les concepts d'offre et de demande globales montre qu'un certain nombre de facteurs économiques peuvent entraîner des variations de prix à court terme, notamment une hausse de la consommation et des investissements, une augmentation des déficits budgétaires ainsi qu'une croissance des exportations nettes. En outre, une hausse des prix des intrants ou des salaires réels qui ne s'accompagne pas de gains de productivité peut engendrer des tensions inflationnistes.

Dans ce contexte, l'accent est mis sur le fait que la politique monétaire n'est pas en mesure de contrôler entièrement l'évolution des prix à court terme. Toutefois, il est également expliqué dans ce chapitre que, dans une perspective à plus long terme, l'inflation est un phénomène monétaire. Il est par conséquent indéniable que la politique monétaire, en faisant face aux risques pesant sur la stabilité des prix, peut contrôler l'inflation à moyen et long terme.

Le dernier chapitre présente brièvement la politique monétaire menée par la Banque centrale européenne. Après une étude plus détaillée du processus qui a conduit à l'Union économique et monétaire, les sections suivantes traitent du cadre institutionnel de la politique monétaire unique, de la stratégie de politique monétaire de la BCE et des instruments de politique monétaire utilisés par l'Eurosystème. Afin de préciser l'objectif de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs de la BCE en a donné en 1998 la définition quantifiée suivante : « *La stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % dans la zone euro. La stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme* ». En outre, en mai 2003, le Conseil des gouverneurs de la BCE a précisé que, dans le cadre de cette définition, son objectif est de maintenir les taux d'inflation à des niveaux inférieurs mais « *proches de 2 % à moyen terme* ».

Dans la stratégie de la BCE, les décisions de politique monétaire reposent sur une analyse approfondie des risques pesant sur la stabilité des prix. Une telle analyse est menée à partir de deux perspectives complémentaires pertinentes pour déterminer l'évolution des prix. La première vise à évaluer les déterminants à court et moyen terme de l'évolution des prix, une attention particulière étant portée sur l'activité économique réelle et les conditions financières au sein de l'économie. Elle prend en compte le fait que, sur ces horizons, l'évolution des prix est fortement influencée par l'interaction de l'offre et de la demande sur les marchés des produits et des facteurs de production (travail et capitaux). Il s'agit de l'« analyse économique ». La seconde perspective, désignée sous le terme d'« analyse monétaire », est centrée sur des horizons à plus long terme, et s'appuie sur le lien à long terme qui existe entre la quantité de monnaie en circulation et les prix. L'analyse monétaire a essentiellement pour objet de recouper, dans une perspective de moyen et long terme, les indications à court et moyen terme fournies par l'analyse économique.

Sur la base de cette évaluation, le Conseil des gouverneurs de la BCE décide du niveau des taux d'intérêt à court terme permettant de neutraliser les pressions inflationnistes et déflationnistes et d'assurer le maintien de la stabilité des prix à moyen terme.



Dans le cadre de la stratégie de la BCE, les décisions de politique monétaire sont fondées sur une analyse approfondie des risques pesant sur la stabilité des prix.



Chapitre 1

Introduction

Interrogés lors de sondages d'opinion sur la situation économique générale, les citoyens européens expriment généralement le désir de vivre dans un environnement sans inflation ou déflation. Le traité instituant la Communauté européenne a assigné à l'Eurosystème la mission de maintenir la stabilité des prix, ce qui se justifie du point de vue économique. Reflet des enseignements tirés des expériences passées, l'attribution de cette mission est également étayée par la recherche économique et les travaux empiriques selon lesquels la politique monétaire, en assurant la stabilité des prix, contribue au mieux à la prospérité économique générale, et notamment à l'obtention d'un niveau élevé d'activité économique et d'emploi.

Les bienfaits de la stabilité des prix étant largement reconnus, il est essentiel que chacun, et notamment les jeunes, comprenne pourquoi la stabilité des prix est importante, quels sont les meilleurs moyens d'y parvenir et comment cette stabilité favorise la poursuite des objectifs économiques plus larges de l'Union européenne.

Cet ouvrage est composé de plusieurs chapitres, chacun d'entre eux apportant des informations de base et pouvant, le cas échéant, être consulté séparément. Toutefois, les chapitres 4 et 5 sont d'une plus grande complexité. Une bonne compréhension du chapitre 5 requiert une lecture attentive du chapitre 3 et, plus encore, du chapitre 4. En outre, des encadrés permettent un examen plus approfondi de certaines questions particulières.

Les avantages de la stabilité des prix, autrement dit les coûts liés à l'inflation ou à la déflation, sont étroitement associés à la monnaie et ses fonctions. C'est la raison pour laquelle le chapitre 2 est consacré aux fonctions et à l'histoire de la monnaie. Ce chapitre explique que les coûts liés à l'échange de biens et services sont très élevés dans un système sans monnaie, c'est-à-dire dans une économie de troc. Il montre également que la monnaie accroît l'efficacité des échanges de biens et améliore ainsi le bien-être des consommateurs. Ces considérations sont suivies d'une étude plus détaillée du rôle et des fonctions principales de la monnaie dans la section 2.1. Les formes de monnaie en usage dans les sociétés ont évolué dans le temps. Les principales évolutions historiques sont brièvement évoquées et expliquées dans la section 2.2.

Le chapitre 3 explique l'importance de la stabilité des prix. Il définit tout d'abord les concepts d'inflation et de déflation (section 3.1). Après un court passage illustrant quelques questions relatives à la mesure de l'inflation (section 3.2), la section suivante (section 3.3) décrit de manière détaillée les bienfaits de la stabilité des prix et, inversement, les effets négatifs de l'inflation (ou de la déflation).

Le chapitre 4, pour sa part, traite des facteurs qui déterminent l'évolution des prix. Après un bref aperçu (section 4.1), le chapitre se poursuit avec l'examen de l'influence de la politique monétaire sur les taux d'intérêt (section 4.2). Puis la section 4.3 étudie les effets des modifications des taux d'intérêt sur les décisions de dépenses des ménages et des entreprises. La section suivante (section 4.4) examine les facteurs à l'origine du processus inflationniste à court terme. L'accent est mis sur le fait que la politique monétaire à elle seule n'est pas en mesure de contrôler l'évolution des prix à court terme. De fait, sur cet horizon, un certain nombre d'autres facteurs économiques peuvent exercer une incidence sur l'inflation. Toutefois, il est reconnu que la politique monétaire contrôle l'inflation à plus long terme (section 4.5).

Le dernier chapitre présente une brève description de la politique monétaire de la BCE. Après une étude détaillée du processus qui a conduit à l'Union économique et monétaire (section 5.1), les sections suivantes abordent le cadre institutionnel de la politique monétaire unique (section 5.2), la stratégie de politique monétaire de la BCE (section 5.3) et le cadre opérationnel de l'Eurosystème (section 5.4).

Pour de plus amples informations, veuillez vous référer au glossaire et à la bibliographie présentés à la fin de l'ouvrage.



Cet ouvrage comporte plusieurs chapitres qui contiennent chacun des informations de base. Selon les besoins, on peut se reporter à chaque chapitre séparément.



Chapitre 2

Une brève histoire de la monnaie

La monnaie constitue un élément incontournable de la vie moderne. Ce chapitre tente d'aborder diverses questions. Qu'est-ce que la monnaie ? Pourquoi en avons-nous besoin ? Pourquoi la monnaie est-elle acceptée et depuis quand existe-t-elle ?

La section 2.1 explique les fonctions de la monnaie.

La section 2.2 offre un aperçu des différentes marchandises employées autrefois comme monnaie.

2.1 Les fonctions de la monnaie

L'histoire du mot « monnaie »

La monnaie joue un rôle essentiel dans les économies modernes. Au sens littéral, il y a une part de vérité dans l'adage selon lequel « l'argent fait tourner le monde » : les économies modernes ne seraient pas en mesure de fonctionner sans monnaie. Le terme « monnaie » est d'origine latine. Dans la Rome antique, cependant, le mot « moneter » ou « moneta » signifiait un conseiller, c'est-à-dire une personne qui avertit ou fait penser quelqu'un à quelque chose. Selon certains historiens, la signification de ce mot remonte à un événement majeur de l'histoire romaine. En 390 avant J.C., dans un sanctuaire du Capitole consacré à la déesse Junon, un troupeau d'oies alerta, par ses gloussements, les défenseurs romains d'une attaque des Gaulois, ce qui leur épargna une défaite. En signe de reconnaissance, les Romains bâtirent un lieu saint dédié à Moneta, la déesse qui avertit et donne conseil. En 289 avant J.C., le premier hôtel romain de la Monnaie fut construit dans ce temple ou à proximité. Des pièces de bronze puis, plus tard, d'argent y furent frappées. La face de nombreuses pièces portait l'effigie de Junon Moneta. Ainsi, le mot « monnaie » dérive du nom de cette déesse.

Les fonctions de la monnaie

Qu'est-ce que la monnaie ? S'il nous faut définir la monnaie aujourd'hui, nous pensons en premier lieu aux billets de banque et aux pièces. Ces actifs sont en effet considérés comme de la monnaie, car ils sont liquides. Cela signifie qu'ils sont acceptés et disponibles pour effectuer des paiements à tout moment. Si les billets de banque et les pièces remplissent incontestablement cette fonction, d'autres formes d'actifs existent de nos jours. Très liquides, ils sont en outre aisément convertibles en numéraire et peuvent être utilisés à des fins de paiement pour un coût minime. Il s'agit par exemple des dépôts au jour le jour et d'autres formes de dépôts auprès des banques². Par conséquent, ces instruments sont inclus dans la définition de la monnaie généralement appelée « monnaie au sens large ».

Les différentes formes de la monnaie ont sensiblement évolué dans le temps. Le papier-monnaie et les dépôts bancaires n'ont pas toujours existé. Il serait donc opportun de définir la monnaie d'une manière plus générale. La monnaie peut être considérée comme un bien très particulier qui remplit quelques fonctions de base. Elle doit être un moyen d'échange, un instrument de réserve de valeur et une unité de compte. D'où l'affirmation courante selon laquelle *la monnaie est ce qu'elle fait*.

Afin de mieux illustrer ces fonctions, voyons comment s'effectuaient les transactions lorsque la monnaie n'existait pas. Ne disposant pas de monnaie, les gens étaient contraints d'échanger les biens ou services directement contre d'autres biens ou services. Si une telle « économie de troc » autorise une certaine division du travail, elle est confrontée cependant à des limites d'ordre pratique et tout échange de biens induit des « coûts de transaction » élevés.

Le problème le plus évident d'un système de troc est que chacun doit trouver une personne recherchant exactement le bien ou le service offert mais offrant également,

² Les dépôts au jour le jour représentent des fonds immédiatement disponibles aux fins de transactions. Il convient de noter que la monnaie électronique chargée sur les cartes prépayées fait également partie des dépôts au jour le jour.



Le mot
« monnaie » est
d'origine latine.

elle-même, ce qui est demandé en contrepartie. Autrement dit, pour réussir, une opération de troc requiert une *double coïncidence des besoins*. À titre d'exemple, un boulanger souhaitant une coupe de cheveux en échange de quelques miches de pain devra trouver un coiffeur disposé à accepter ces miches de pain en contrepartie d'une coupe. Toutefois, si le coiffeur a plutôt besoin d'une paire de chaussures, il doit attendre qu'un cordonnier désire une coupe de cheveux en échange. Une telle économie de troc implique donc des coûts élevés liés à la recherche de la contrepartie appropriée, à l'attente et à la constitution de stocks.

La monnaie comme moyen d'échange

Afin d'éviter les inconvénients liés à l'économie de troc, une marchandise peut être utilisée en guise de moyen d'échange. Cette forme rudimentaire de monnaie utilisée pour l'échange est appelée la *monnaie marchandise*. À première vue, troquer une marchandise contre de la monnaie puis cette monnaie contre une autre marchandise complique davantage les transactions. À y regarder de plus près, toutefois, il apparaît clairement que l'utilisation d'une marchandise comme intermédiaire des échanges facilite nettement l'ensemble du processus puisque la double coïncidence des besoins n'est plus indispensable pour l'échange de biens et services. Bien entendu, une condition *sine qua non* pour que cette marchandise particulière remplisse la fonction de monnaie est qu'elle soit acceptée dans l'ensemble de l'économie en tant que moyen d'échange, en raison d'une tradition, d'une convention informelle ou d'une loi.

Parallèlement, il est clair que ces biens servant de moyen d'échange doivent présenter certaines caractéristiques techniques spécifiques. En effet, ils doivent notamment être faciles à transporter, durables, divisibles et leur qualité aisément contrôlable. Économiquement, la monnaie doit évidemment être un bien rare puisque seuls les biens rares ont une valeur positive.

La monnaie en tant que réserve de valeur

Un bien, utilisé en guise de monnaie, qui conserve sa valeur dans le temps peut être détenu pendant de plus longues périodes. Cela est particulièrement utile puisque l'acte de vente peut ainsi être séparé de l'acte d'achat. Dans ce cas, la monnaie remplit la fonction importante de réserve de valeur.

C'est pourquoi les marchandises qui servent également de réserve de valeur sont préférables à celles qui sont uniquement un moyen d'échange. Des biens tels que les fleurs ou les tomates pourraient en principe servir d'intermédiaire des échanges. Toutefois, elles seraient inutiles en tant que réserve de valeur et ne seraient donc probablement pas utilisées en tant que monnaie. Si cette fonction de la monnaie n'est pas remplie de manière satisfaisante (par exemple si les marchandises servant de monnaie perdent leur valeur dans le temps), d'autres marchandises ou d'autres actifs feront office de réserve de valeur ou, dans des cas extrêmes, le système du troc réapparaîtra.

La monnaie en tant qu'unité de compte

La fonction d'unité de compte que remplit la monnaie est tout aussi importante. L'exemple précédent en témoigne. Une fois surmonté le problème de la double coïncidence des besoins, il convient de trouver le rapport d'échange exact entre, par exemple, le pain et la coupe de cheveux ou entre la coupe de cheveux et les chaussures. Ces « rapports d'échange », comme le nombre de miches de pain pour une coupe de



La monnaie sert
de moyen
d'échange, de
réserve de valeur
et d'unité de
compte.



Divers objets
– par exemple des
coquillages de
couleur vive – ont
servi de monnaie
marchandise.

cheveux par exemple, sont appelés *prix relatifs* ou *termes de l'échange*. Sur le marché, le prix relatif devrait être déterminé pour chaque paire de biens et services. En outre, toute personne participant à l'échange de biens devrait bien entendu connaître l'ensemble des informations relatives aux termes de l'échange entre tous les biens. Pour deux marchandises, la démonstration est simple, il existe un seul prix relatif, alors que, dans le cas de trois marchandises, il y a seulement trois prix relatifs (à savoir pain contre coupe de cheveux, coupe de cheveux contre chaussures et pain contre chaussures). En revanche, pour dix marchandises, il existe 45 prix relatifs. Avec cent marchandises, le nombre de prix relatifs atteint 4 950³. Ainsi, plus il y a de biens à échanger, plus il est difficile de rassembler les informations sur l'ensemble des « taux de change » possibles. Par conséquent, le fait de devoir se procurer et se rappeler les informations relatives aux termes de l'échange induit des coûts élevés pour les participants à une économie de troc, ces coûts augmentant de manière disproportionnée par rapport au nombre de biens échangés. Ces ressources peuvent être utilisées plus efficacement d'autres manières si l'une des marchandises existantes sert d'unité de compte, de « numéraire ». Dans ce cas, la valeur de toutes les marchandises peut être exprimée au moyen de ce « numéraire », ce qui réduit sensiblement le nombre de prix que le consommateur doit identifier et mémoriser⁴. Par conséquent, l'affichage de l'ensemble des prix en monnaie facilite considérablement les transactions. Plus généralement, si les prix des marchandises peuvent être exprimés en monnaie, il en va de même de celui de n'importe quel actif. Tous les agents économiques d'une zone monétaire peuvent ainsi effectuer dans la même unité monétaire divers calculs, de coûts, de prix, de salaires, de revenus etc. À l'instar des fonctions précédentes de la monnaie, cette fonction importante d'unité de compte sera d'autant plus difficile à remplir que la valeur de la monnaie est instable et peu fiable. Une unité de compte communément acceptée et fiable constitue une base solide pour le calcul des prix et des coûts, améliorant par là-même la transparence et la fiabilité.

2.2 Les formes de la monnaie

Au fil du temps, la nature des biens servant de monnaie a changé. De l'avis général, la fonction principale de ces biens a souvent varié, s'écartant généralement de leur objet initial. Il semble que des biens aient été choisis pour faire office de monnaie parce qu'ils étaient faciles et commodes à stocker, qu'ils avaient une valeur élevée mais un poids comparativement faible et qu'ils étaient aisés à transporter et durables. Ces biens très recherchés étaient faciles à échanger et, par conséquent, ont fini par être acceptés en tant que monnaie. Ainsi, l'évolution de la monnaie dépend de différents facteurs, tels que l'importance relative du commerce et le niveau de développement de l'économie.

La monnaie marchandise

Divers biens matériels ont servi de monnaie marchandise, tels que le wampum (perles faites à partir de coquillages) des indiens d'Amérique, les cauris (coquillages aux couleurs vives) en Inde, les dents de baleine aux Fidji, le tabac dans les anciennes colonies d'Amérique du Nord, de larges disques de pierre sur l'île de Yap dans le Pacifique ou encore les cigarettes et les spiritueux dans l'Allemagne d'après la Seconde guerre mondiale.

³ Plus généralement, pour n marchandises, il existe $\frac{n \times (n - 1)}{2}$ prix relatifs.

⁴ À $n-1$ prix absolus.

La monnaie métallique

19

Une brève
histoire de la
monnaie

En introduisant la monnaie métallique, les sociétés antiques ont essayé de surmonter les problèmes liés à l'usage de marchandises périssables comme monnaie. Aucune donnée n'indique clairement quand et où la monnaie métallique a fait sa première apparition. Toutefois, il est établi que la monnaie métallique existait vers 2000 avant J.C. en Asie. À cette époque, cependant, il n'y eut apparemment ni standardisation de son poids, ni certification de sa valeur par les souverains. Des morceaux ou des lingots d'or et d'argent servaient de monnaie marchandise. De fait, ils étaient faciles à transporter, inaltérables et assez aisément divisibles. En outre, il était possible de les fondre pour fabriquer des bijoux.

Les pièces métalliques

Les Européens firent partie des premiers à développer des pièces métalliques standardisées et certifiées. Les Grecs introduisirent les pièces d'argent vers 700 avant J.C.. Égine (595 av. J.C.), Athènes (575 av. J.C.) et Corinthe (570 av. J.C.) furent les premières cités grecques à frapper leurs propres pièces. La teneur en argent de la drachme athénienne, connue pour sa chouette légendaire, est demeurée inchangée pendant près de 400 ans. L'usage des pièces grecques était donc très répandu (Alexandre le Grand en favorisa par ailleurs l'expansion). Les archéologues en ont ainsi découvert dans une zone géographique qui s'étend de l'Espagne à l'Inde moderne. Les Romains, qui utilisaient auparavant des lingots de bronze encombrants appelés *aes signatum*, adoptèrent l'innovation des Grecs, à savoir l'emploi de pièces officielles. Ils furent les premiers à introduire un système bimétalliste utilisant à la fois l'argent – *denarius* – et l'or – *aureus*.

Au cours du premier siècle après J.C., sous l'empereur Néron, la teneur en métal précieux des pièces commença à diminuer. En effet, les hôtels de la Monnaie impériaux remplacèrent peu à peu l'or et l'argent par un alliage afin de financer l'immense déficit de l'empire. La valeur intrinsèque des pièces diminuant, les prix des biens et services commencèrent à augmenter. S'ensuivit une hausse générale des prix qui a pu contribuer à l'effondrement de l'Empire romain d'Occident. Le *solidus* de l'Empire romain d'Orient, introduit par Constantin le Grand au quatrième siècle de notre ère, plus stable, a conservé son poids et sa teneur en métal précieux d'origine jusqu'à la moitié du 11^{ème} siècle. Acquéant ainsi une bonne réputation, il est devenu la principale monnaie en usage dans le commerce international pendant plus de cinq cents ans. Utilisées comme monnaie internationale, des pièces de la Grèce byzantine ont été retrouvées par les archéologues jusque dans l'Altaï, en Mongolie. Au milieu du 11^{ème} siècle, cependant, l'économie monétaire byzantine s'effondra et fut remplacée par un nouveau système qui subsista tout au long du 12^{ème} siècle. La conquête de Constantinople par les croisés en 1204 mit finalement un terme à l'histoire de la monnaie gréco-romaine.

Les Grecs et les Romains avaient répandu l'usage des pièces et la technique de leur frappe dans une large zone géographique. Pendant la majeure partie du Moyen-Âge, les pièces d'or et d'argent frappées localement constituaient le principal instrument de paiement, quoique l'usage de pièces de bronze prit de l'ampleur. En 793 après J.C. Charlemagne procéda à la réforme et à la normalisation du système monétaire franc en introduisant un étalon monétaire : une livre d'argent franque (408 g) équivalait à 20 sous ou 240 deniers. Cet étalon demeura en vigueur au Royaume-Uni et en Irlande jusqu'en 1971.

Après la chute de Constantinople, les cités marchandes italiennes de Gênes et Florence introduisirent en 1252 la monnaie d'or : le *genoin* de Gênes et le *forina* (ou *florin*) de Florence. Elles furent remplacées au 15^{ème} siècle par le *ducat* de Venise.



Les Chinois ont
commencé à
utiliser le papier
monnaie vers l'an
800 et ont
continué pendant
plusieurs siècles.

Le papier-monnaie

Les Chinois introduisirent le papier-monnaie vers 800 après J.C. sous l'empereur Hien Tsung et continuèrent d'en faire usage pendant plusieurs siècles. Seul un décret impérial conférait à ce papier-monnaie, qui n'avait aucune valeur marchande, le statut de monnaie. Monnaie dite *fiduciaire*, elle était *dépourvue* de valeur intrinsèque. Le papier-monnaie, qui connut en Chine sa plus forte expansion vers l'an 1000 de notre ère, fut abandonné vers 1500 lors du déclin de la société chinoise consécutif à la conquête mongole.

Les lettres de change

Il était cependant difficile de réaliser des échanges à longue distance tant que la valeur était uniquement stockée sous la forme de marchandises et de pièces. Les cités italiennes furent les premières à introduire les certificats de dette (« obligations » ou « lettres de change ») comme instrument de paiement.

Les marchands qui effectuaient des voyages emportaient ces obligations avec eux pour limiter le risque de pillage. Les certificats portaient mention du débiteur et du prêteur, une date de paiement était fixée, le montant d'or ou d'argent noté. Bientôt, des banquiers d'affaires se mirent à négocier ces obligations. La première trace d'un tel contrat remonte à 1156.

Ce sont principalement les marchands italiens qui continuèrent à utiliser les obligations. Le système bimétalliste, pour sa part, conserva sa prédominance jusqu'à la Guerre de Trente Ans. En raison des troubles économiques provoqués par la guerre, certains dirigeants, tels que les rois de Suède, se mirent à préférer le papier-monnaie. Il fut ultérieurement introduit par la Banque d'Angleterre, en 1694, et la Banque générale en France, en 1716. L'avènement en Europe du papier-monnaie fiduciaire a marqué le début d'une nouvelle phase dans le développement de la monnaie. L'établissement et la régulation du système de monnaie fiduciaire incombaient aux gouvernements. Toutefois, d'autres institutions publiques ou privées, telles que les banques centrales et le système financier, participèrent toujours davantage au succès de la monnaie nationale.

L'étalon-or

Depuis l'adoption de la monnaie fiduciaire il y a environ deux cents ans, le système monétaire a connu de profondes transformations. Le papier-monnaie avait, comme aujourd'hui, cours légal uniquement en raison d'un acte de l'autorité monétaire compétente. Il était émis en unités monétaires nationales fixes et possédait une valeur nominale clairement définie. Longtemps, les États-nations conservèrent des réserves d'or dans les banques centrales afin de garantir la crédibilité de leur monnaie, un système connu sous le nom d'étalon-or. Les monnaies sous la forme de pièces et de papier fiduciaire étaient convertibles en or à des parités fixes. La Grande-Bretagne fut le premier pays à mettre en place un étalon-or, en 1816, alors que Sir Isaac Newton en personne avait déterminé le taux de change de la livre à 3 811 livres sterling l'once d'or dès 1717.

Les États-nations
détiennent des
réserves d'or
auprès des
banques centrales
afin de garantir la
crédibilité de leur
monnaie.

Lorsque la Première guerre mondiale éclata, de nombreux pays imprimèrent une quantité accrue de billets afin de financer le coût de la guerre. En Allemagne, par exemple, le nombre de billets émis par la *Reichsbank* passa de 2 593 millions en 1913 à 92 844 720,7 milliards de billets en circulation le 18 novembre 1923, ce qui se solda par

une hyperinflation⁵. La quantité de monnaie en circulation ayant augmenté, la plupart des pays suspendirent la convertibilité en or de leur devise, car les quantités accrues de billets ne correspondaient plus aux réserves nationales d'or.

L'étalon de change-or

En 1931, l'étalon-or britannique s'effondra mais le système fut relancé lors de la conférence de Bretton Woods en 1944, au cours de laquelle les participants adoptèrent un étalon-or révisé : les taux de change des monnaies nationales des principales économies étaient fixés par rapport au dollar, ce dernier étant convertible en or à un prix fixe de 35 dollars l'once. C'est la raison pour laquelle le système monétaire de Bretton Woods est parfois appelé l'étalon de change-or. Les banques centrales pouvaient fournir des dollars en échange de leur monnaie nationale et vice versa.

Le système de Bretton Woods s'effondra en 1971. Depuis lors, les monnaies des principales économies demeurent des monnaies purement fiduciaires. En outre, la plupart des pays autorisèrent le flottement des taux de change de leurs monnaies.

La monnaie a poursuivi son évolution. De nos jours, diverses formes dématérialisées de la monnaie sont apparues, parmi lesquelles la monnaie dite « électronique », ou encore, à partir des années 1990, des moyens de paiement électroniques. Cette forme de monnaie peut être utilisée pour le paiement de biens et services sur Internet ou par l'intermédiaire d'autres médias électroniques. Après avoir reçu de l'acheteur l'autorisation de paiement, le vendeur prend contact avec la banque émettrice et les fonds lui sont virés. Il existe actuellement en Europe différents systèmes de monnaie électronique avec cartes, qui sont généralement mis en œuvre par des institutions financières.



Ces derniers
temps, différentes
formes de
monnaie
intangibles sont
apparues, parmi
lesquelles la
« monnaie
électronique ».

⁵ Cf. Davies (1994, p. 573) pour un aperçu plus détaillé.



Chapitre 3

L'importance de la stabilité des prix

Ce chapitre apporte des éléments de réponse détaillés à diverses questions. Que sont la stabilité des prix, l'inflation et la déflation ? Comment l'inflation est-elle mesurée ? Quelle est la différence entre le taux d'intérêt nominal et le rendement réel ? Quels sont les bienfaits de la stabilité des prix ? Autrement dit, pourquoi est-il important que les banques centrales assurent la stabilité des prix ?

La section 3.1

explique quelques termes économiques fondamentaux tels que les concepts d'inflation, de déflation et de stabilité des prix.

La section 3.2

est consacrée aux problèmes liés à la mesure de l'inflation.

La section 3.3

offre un aperçu des bienfaits de la stabilité des prix.

3.1 Qu'est-ce que la stabilité des prix ?

L'inflation et la déflation

L'inflation et la déflation constituent d'importants phénomènes économiques qui ont une incidence négative sur l'économie. L'inflation se caractérise essentiellement par une hausse générale des prix des biens et services sur une période prolongée qui conduit à une baisse de la valeur de la monnaie et, par conséquent, du pouvoir d'achat.

La déflation est souvent définie comme le contraire de l'inflation, à savoir une situation de baisse générale des prix sur une période prolongée.

En l'absence d'inflation ou de déflation, on peut parler de stabilité des prix si, en moyenne, les prix n'enregistrent ni hausse ni baisse mais demeurent stables dans le temps. À titre d'exemple, si 100 euros permettent d'acheter un panier de biens identique à celui acquis il y a un ou deux ans, la stabilité des prix peut être considérée comme absolue.

Les variations de certains prix et du niveau général des prix

Il convient de faire la distinction entre les variations des prix de chaque bien ou de chaque service considéré individuellement et les variations du niveau général des prix. Dans le cadre des économies de marché, il est relativement normal que certains prix varient fréquemment, même si les prix sont stables dans l'ensemble. Les changements des conditions d'offre et/ou de demande des divers biens ou services entraînent inévitablement des variations de leur prix. Ces dernières années, par exemple, les prix des ordinateurs et des téléphones portables ont enregistré une baisse sensible, due principalement aux rapides progrès technologiques. En revanche, entre le début de 1999 et la mi-2006, les prix du pétrole et des autres sources d'énergie ont connu une augmentation résultant en partie des inquiétudes quant à l'offre future d'énergie mais également de la demande accrue d'énergie, notamment de la part des économies à croissance rapide. Dans l'ensemble, l'inflation s'est maintenue à un niveau faible et stable dans la plupart des pays industrialisés. Tant que les baisses et les hausses de prix se compensent, le niveau général des prix demeure inchangé. Ainsi, la stabilité du niveau général des prix peut aller de pair avec des variations de certains prix.



3.2 La mesure de l'inflation

Les questions relatives à la mesure de l'inflation

Comment l'inflation peut-elle être mesurée ? Une économie renferme des millions de prix spécifiques. Ces prix sont continuellement soumis à des variations qui témoignent essentiellement des changements de l'offre et de la demande de certains biens et services et donc de la « rareté relative » de chaque bien et service. Bien entendu, il n'est ni possible ni souhaitable de prendre en considération l'ensemble de ces prix. Cependant, il ne serait pas davantage judicieux de considérer uniquement certains d'entre eux dans la mesure où ils ne seraient peut-être pas représentatifs du niveau général des prix.

L'indice des prix à la consommation

La plupart des pays adoptent une approche simple et pertinente pour mesurer l'inflation en recourant à l'« indice des prix à la consommation » (IPC)⁶. À cet effet, les achats des consommateurs font l'objet d'une analyse permettant de déterminer les biens et services achetés régulièrement. Ces biens et services peuvent alors être considérés comme représentatifs du consommateur moyen dans un pays. Il ne s'agit pas uniquement des biens achetés quotidiennement par les consommateurs, tels que le pain et les fruits, mais également des achats de biens durables (voitures, ordinateurs, machines à laver, etc.) et des transactions fréquentes (telles que les loyers). Les éléments de cette « liste de courses » sont rassemblés et pondérés en fonction de leur importance dans les budgets des consommateurs pour établir ce qu'on appelle un « panier représentatif »⁷. Chaque mois, des nombreux enquêteurs relèvent les prix de ces articles dans différents magasins. Le coût de ce panier est ensuite comparé dans le temps, ce qui permet d'établir des séries de l'indice des prix. Il est alors possible de calculer le taux annuel d'inflation en exprimant les variations du coût du panier représentatif d'aujourd'hui en un pourcentage du coût d'un panier identique l'année précédente.

Cependant, l'évolution du niveau des prix identifié par un tel panier reflète uniquement la situation d'un consommateur « moyen » ou représentatif. Si les habitudes d'achat d'une personne diffèrent sensiblement des habitudes du consommateur moyen, et donc du panier représentatif sur lequel repose l'indice, cette personne est susceptible de connaître une variation du coût de la vie différente de celle présentée par l'indice.

Encadré 3.1 La mesure de l'inflation – un exemple simple

Utilisons un exemple chiffré simple pour illustrer les considérations ci-dessus. Supposons qu'un panier représentatif des dépenses annuelles des adolescents est composé de 100 sandwiches, 50 boissons non alcoolisées, 10 boissons énergisantes et un VTT.

| | Quantité | Prix (1 ^{ère} année) | Prix (2 ^{ème} année) | Prix (3 ^{ème} année) |
|------------------------------|----------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Sandwiches | 100 | EUR 1,00 | EUR 1,20 | EUR 0,90 |
| Boissons non alcoolisées | 50 | EUR 0,50 | EUR 0,40 | EUR 0,70 |
| Boissons énergétiques | 10 | EUR 1,50 | EUR 1,70 | EUR 1,20 |
| VTT | 1 | EUR 160,00 | EUR 173,00 | EUR 223,00 |
| Coût du panier représentatif | | EUR 300,00 | EUR 330,00 | EUR 360,00 |
| Indice des prix | | 100,00 | 110,00 | 120,00 |

⁶ En réalité, l'indice des prix à la consommation, qui mesure les variations de prix des biens de consommation et des services, n'est pas le seul indice des prix calculé dans un pays. Un autre indice, d'importance économique égale, est l'indice des prix à la production. Il mesure les changements des prix de vente opérés par les producteurs nationaux de biens et services sur une longue période.

⁷ Plus précisément, ces biens sont pondérés en fonction de leur part dans les dépenses monétaires finales des ménages privés. En pratique, ces pondérations font l'objet d'une révision périodique afin de refléter l'évolution des comportements des consommateurs.

Le calcul du coût total du panier s'effectue en multipliant les quantités par les prix de chaque produit puis en additionnant le tout. Entre la première et la deuxième année, le coût de ce panier de biens est passé de EUR 300 à EUR 330, soit une augmentation de 10%. Entre la première et la troisième année, le coût est passé de EUR 300 à EUR 360, soit une hausse de 20%.

L'indice des prix constitue un autre moyen d'exprimer cela. Pour calculer cet indice, le coût du panier représentatif de chaque période est divisé par le coût du panier de la période de référence. Le résultat est alors multiplié par 100. Dans le tableau ci-dessus, la 1^{ère} année représente la période de référence. Il en résulte l'indice des prix suivant pour la 3^{ème} année :

$$\text{Indice des prix} = (P_3/P_1) \times 100 = (360/300) \times 100 = 120,00$$

L'indice des prix cherche à donner un tableau d'ensemble de l'évolution d'un grand nombre de prix. Comme le montre l'exemple, l'indice peut enregistrer une hausse malgré la baisse de certains prix.

Ainsi, certains connaîtront un « taux d'inflation » supérieur de leur « panier personnel » ou, inversement, un « taux d'inflation personnel » plus faible. Autrement dit, l'inflation mesurée par l'indice représente seulement une mesure approximative de la situation moyenne dans l'économie. Elle diffère des mouvements de prix généraux constatés par chaque consommateur individuellement.

Les problèmes liés à la mesure de l'inflation

Pour diverses raisons, toute tentative d'exprimer en un chiffre la variation générale des prix pose quelques difficultés.

D'une part, dans le temps, un panier existant perd peu à peu de sa représentativité dans la mesure où les consommateurs ont toujours tendance à remplacer les produits plus chers par des produits meilleur marché. Par exemple, un renchérissement de l'essence peut inciter certaines personnes à moins utiliser leur voiture et, en revanche, à acheter davantage d'autres biens. Par conséquent, sans ajustement des pondérations, la variation de l'indice peut légèrement surestimer les hausses « réelles » des prix. D'autre part, il est parfois difficile d'intégrer dans l'indice des prix les changements de qualité. Lorsque la qualité d'un produit s'améliore dans le temps et que son prix augmente, la variation du prix est en partie due à cette amélioration qualitative. Les hausses de prix résultant de changements de qualité ne peuvent être considérées comme un facteur engendrant l'inflation puisqu'elles ne réduisent pas le pouvoir d'achat de la monnaie. Dans le temps, les améliorations qualitatives sont courantes. À titre d'exemple, les voitures d'aujourd'hui sont totalement différentes de celles construites dans les années 1970, qui se distinguent elles-mêmes nettement des voitures des années 1950. Les instituts de statistiques ont consacré beaucoup de temps à effectuer des ajustements pour rendre compte de ces changements d'ordre qualitatif, mais, de par leur nature, ces ajustements sont difficiles à estimer.

Outre les nouvelles variétés de biens *existants* (l'offre de nouvelles céréales pour le petit déjeuner, par exemple), la prise en compte des produits *nouveaux* constitue un problème important et difficile. Par exemple, c'est avec un décalage inévitable que les lecteurs

de DVD, une fois mis sur le marché, ont pu être inclus dans les statistiques de prix. En effet, il était nécessaire de réunir des informations sur les parts de marché, les principaux réseaux de distribution, les marques les plus prisées, etc. Une trop lente intégration des nouveaux produits dans l'indice des prix empêche ce dernier de refléter entièrement les variations de prix auxquelles sont effectivement confrontés les consommateurs.

Par le passé, plusieurs études économiques ont identifié un biais, faible mais positif, dans le calcul des indices des prix à la consommation nationaux. Ainsi, un taux d'inflation mesuré inférieur à, par exemple, un demi-point de pourcentage pourrait en réalité caractériser une situation de stabilité des prix absolue. Pour la zone euro (c'est-à-dire tous les pays de l'Union européenne ayant adopté l'euro), il n'existe aucune évaluation précise d'un tel biais de mesure. Toutefois, deux raisons laissent à penser que l'ampleur d'un tel biais, s'il existe, serait relativement réduite. D'une part, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH, un IPC harmonisé pour l'ensemble des pays de la zone euro) est un concept relativement nouveau. D'autre part, Eurostat, l'agence de la Commission européenne responsable de ces statistiques au niveau de l'Union européenne, s'est efforcée de surmonter ce problème en fixant des normes statistiques adéquates.

Les variables nominales et réelles

Comme expliqué ci-dessus, en cas d'inflation, une certaine somme d'argent permet d'acheter de moins en moins de biens. En d'autres termes, la valeur de la monnaie, ou le pouvoir d'achat de la monnaie, diminue. Cette remarque nous conduit à une autre question économique importante, à savoir la différence entre les variables nominales et réelles. Une variable est dite nominale lorsqu'elle est mesurée en prix courants. De telles variables varient généralement avec le niveau des prix et, par conséquent, avec l'inflation. Autrement dit, les effets de l'inflation ne sont pas pris en compte. En revanche, les variables réelles, telles que le revenu réel ou les salaires réels, représentent des variables dans lesquelles les effets de l'inflation ont été déduits ou « retirés ».

Supposons que le salaire d'un travailleur augmente annuellement de 3% en termes nominaux (c'est-à-dire en argent). Autrement dit, son salaire mensuel passe, par exemple, de 2 000 à 2 060 euros. Supposons par ailleurs que le niveau général des prix enregistre une hausse de 1,5% sur la même période, ce qui revient à dire que le taux d'inflation annuel s'élève à 1,5%. La hausse du salaire réel est alors de $((103/101,5) - 1) \times 100\% \approx 1,48\%$ (ou approximativement $3\% - 1,5\% = 1,5\%$). Ainsi, plus le taux d'inflation est élevé pour une hausse donnée du salaire nominal, moins le salarié peut-il s'acheter de biens supplémentaires.

Il convient aussi de faire une distinction entre les taux d'intérêt nominaux et les taux d'intérêt réels (cf. également l'encadré ci-dessous). Prenons un exemple et supposons que vous pouvez acheter une obligation à un an en valeur nominale qui rapporte 4% à la fin de l'année. Si vous payez 100 euros au début de l'année, vous obtiendrez 104 euros à la fin de l'année. L'obligation rapporte donc un taux d'intérêt nominal de 4%. Notez que, sauf mention contraire, le taux d'intérêt désigne le taux d'intérêt nominal supplémentaires.

Supposons maintenant que, cette année-là, le taux d'inflation soit une fois encore à 1,5%. Cela revient à dire que le panier de biens qui coûte 100 euros aujourd'hui coûtera 101,5 euros l'année suivante. Si vous achetez pour 100 euros une obligation rapportant 4% d'intérêt nominal et que vous la vendez une année plus tard, vous recevez 104 euros. Achétant alors un panier de biens coûtant 101,5 euros, votre excédent se monte à 2,5 euros. Ainsi, une fois l'inflation prise en compte, votre obligation de 100 euros vous fera gagner un revenu « réel » d'environ 2,5 euros. Cela revient à dire que le taux d'intérêt réel s'élève approximativement à 2,5%. Il est évident qu'en cas d'inflation, le taux d'intérêt réel est inférieur au taux d'intérêt nominal.

Encadré 3.2 La relation entre l'inflation anticipée et les taux d'intérêt ou « l'effet de Fischer »

Le taux d'intérêt que paie la banque (ou que rapporte une obligation ordinaire) est appelé par les économistes le taux d'intérêt *nominal*. Le taux d'intérêt réel se définit comme la hausse du pouvoir d'achat obtenu par ce placement. Si i est le taux d'intérêt nominal, r le taux d'intérêt réel et π le taux d'inflation, la relation entre ces trois variables peut être formulée ainsi⁸ :

$$r = i - \pi$$

Il en résulte que le taux d'intérêt réel est la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'inflation. Un réarrangement de cette équation permet de constater facilement que le taux d'intérêt nominal est égal à la somme du taux d'intérêt réel et du taux d'inflation.

$$r = i + \pi$$

Que nous apprend cette équation sur les déterminants des taux d'intérêt nominaux ?

Lorsqu'un emprunteur (par exemple une personne qui souhaite acheter une nouvelle voiture) et un prêteur (une banque, par exemple) s'accordent sur un taux d'intérêt nominal, ils ne savent pas exactement quel sera le taux d'inflation pendant la période du prêt. C'est pourquoi il est important de distinguer deux concepts du taux d'intérêt réel : le taux d'intérêt réel escompté par l'emprunteur et le prêteur au moment du prêt, appelé le taux d'intérêt réel *ex ante* (r^*), et le taux d'intérêt réel effectivement atteint, appelé le taux d'intérêt réel *ex post* (r).

Si les emprunteurs et les prêteurs ne sont pas en mesure de prédire précisément le taux d'inflation futur, ils ont probablement certaines attentes en la matière. Soit π le taux d'inflation effectif et π^e l'inflation anticipée. Le taux d'intérêt réel *ex ante* est $i - \pi^e$, le taux d'intérêt réel *ex post* est $i - \pi$. Les deux taux d'intérêt sont différents lorsque l'inflation effective ou réalisée diffère de l'inflation anticipée.

Il est évident que le taux d'intérêt nominal ne peut pas prendre en considération l'inflation réalisée future puisque celle-ci n'est pas connue au moment de sa fixation. Ce dernier peut uniquement tenir compte de l'inflation anticipée.

$$i = r^* + \pi^e$$

Exprimée ainsi, cette équation est appelée l'équation de Fisher, du nom de l'économiste Irving Fisher (1867–1947). Elle démontre avant tout que la variation du taux d'intérêt nominal résulte d'une variation soit du taux d'intérêt réel anticipé (r^*), soit du taux d'inflation anticipée (π^e). Plus précisément, l'équation postule que, étant donné un taux réel *ex ante*, le taux d'intérêt nominal i évolue parallèlement aux

⁸ Notez que cette relation n'est qu'une approximation, qui ne peut être assez précise que lorsque r , i et π sont relativement faibles. En fait, on peut démontrer que $1 + r = (1 + i) \times (1 + \pi)$ ou $r = i - \pi - r \times \pi$. Bien sûr, pour des valeurs faibles de r et π , le terme $r \times \pi$ devient négligeable et, par conséquent, $r = i - \pi$ est l'approximation utilisée.

variations de l'inflation anticipée π^e . Cette relation où le taux d'inflation anticipée et le taux d'intérêt nominal évoluent de concert est appelée « l'effet de Fisher », selon lequel une augmentation du taux d'inflation entraîne une hausse des taux d'intérêt nominaux.

Par conséquent, le niveau élevé du taux d'intérêt nominal d'un dépôt bancaire ou d'une obligation d'État peut simplement traduire des anticipations d'inflation forte et ne présage pas nécessairement d'un rendement réel escompté aussi élevé du placement. Ce concept est important pour toute personne souhaitant emprunter ou prêter de l'argent.

Il convient également de noter que, dans certaines circonstances, les taux d'intérêt peuvent inclure des primes de risque. Elle comprennent généralement les primes de risque (d'incertitude) d'inflation, de change et de défaillance.

3.3 Les bienfaits de la stabilité des prix

La stabilité des prix concourt à l'augmentation des niveaux de vie ...

Les informations fournies ci-dessus ont expliqué pourquoi l'inflation et la déflation constituent généralement des phénomènes indésirables. Les inconvénients et les coûts liés à l'inflation et à la déflation sont effectivement considérables. La stabilité des prix prévient l'apparition de ces coûts et offre des avantages majeurs à l'ensemble des citoyens. À maints égards, la stabilité des prix contribue à l'obtention de niveaux élevés de prospérité économique, par exemple sous la forme d'un haut niveau d'emploi.

... réduit l'incertitude quant à l'évolution générale des prix, et améliore ainsi la transparence des prix relatifs ...

Premièrement, la stabilité des prix permet à la population d'identifier plus aisément les variations de prix des biens exprimés en termes d'autres biens (c'est-à-dire les variations des « prix relatifs »), étant donné qu'elles ne sont pas masquées par les fluctuations du niveau général des prix. Supposons par exemple que le prix d'un produit a enregistré une hausse de 3%. Lorsque le niveau général des prix est stable, les consommateurs savent que le prix relatif de ce produit a augmenté et peuvent décider d'en acheter moins. En revanche, en cas d'inflation forte et instable, il est plus difficile de repérer le prix relatif, qui peut même avoir baissé. Dans une telle situation, il est peut-être préférable que le consommateur achète relativement plus du produit dont le prix s'est accru de « seulement » 3%.

En période de déflation générale, les consommateurs peuvent ne pas se rendre compte qu'une baisse du niveau des prix d'un seul produit reflète simplement l'évolution générale des prix et non pas une diminution du prix relatif de ce bien. Par conséquent, il se peut qu'ils commettent l'erreur d'acheter ce produit en quantité trop élevée.



La stabilité des
prix permet à
chacun de détecter
toute variation du
prix d'un bien.



Une stabilité des
prix durable
accroît l'efficacité
de l'économie et
par là le bien-être
des ménages.

Ainsi, lorsque les prix sont stables, les entreprises et les consommateurs ne risquent pas de confondre les variations du niveau général des prix avec celles des prix relatifs. Leurs décisions de consommation et d'investissement sont prises en meilleure connaissance de cause.

L'incertitude quant au taux d'inflation peut également conduire les entreprises à prendre de mauvaises décisions en matière d'emploi. Afin d'illustrer cela, supposons que, dans un environnement de forte inflation, un entrepreneur confonde la hausse du prix de marché de ses biens, qui s'établit à 5 %, avec une baisse du prix relatif dans la mesure où il n'est pas au courant de la chute récente du taux d'inflation, revenue de 6 % à 4 % par exemple. L'entrepreneur peut alors décider de limiter ses investissements et de licencier des employés en vue de réduire ses capacités de production. Dans le cas contraire, il s'attendrait en effet à subir une perte puisqu'il perçoit une baisse du prix relatif des biens qu'il produit. Toutefois, cette décision s'avérerait finalement erronée : en effet, de par le ralentissement de l'inflation, la croissance des salaires nominaux des employés est inférieure à celle supposée par l'entreprise. Les économistes parlent dans ce cas de « mauvaise allocation » des ressources. Cela signifie que certaines ressources (capital, travail, etc.) ont été gaspillées puisque des employés auraient été licenciés en raison de l'évolution instable des prix.

Il y aurait également gaspillage de ressources si les travailleurs et les syndicats, incertains quant à l'inflation à venir, revendiquaient une hausse relativement forte des salaires nominaux afin d'éviter qu'un taux élevé d'inflation future n'entraîne une diminution sensible des salaires réels. Si, dans une telle situation, les entreprises anticipaient une inflation inférieure à celle anticipée par les travailleurs/syndicats, elles considéreraient une augmentation donnée du salaire nominal comme une hausse relativement forte du salaire réel et pourraient, par conséquent, réduire la main-d'œuvre ou, tout au moins, embaucher moins de travailleurs qu'elles ne l'auraient fait en l'absence de cette forte hausse « perçue » des salaires réels.

En réduisant l'incertitude liée à l'inflation, la stabilité des prix contribue donc à prévenir la mauvaise allocation des ressources telle que décrite ci-dessus. En aidant le marché à orienter les ressources là où elles seront les plus productives, la stabilité des prix durable accroît le potentiel productif de l'économie et, par conséquent, le bien-être des ménages.

... réduit les primes de risque sur l'inflation contenues dans les taux d'intérêt ...

Deuxièmement, si les créanciers sont assurés que les prix demeureront stables à l'avenir, ils n'exigeront pas une rémunération supplémentaire (à savoir une « prime de risque sur l'inflation ») destinée à compenser les risques d'inflation qu'ils encourent en détenant des actifs nominaux à long terme (cf. encadré 3.2 pour plus de détails). En réduisant ces primes de risque et, par conséquent, les taux d'intérêt nominaux, la stabilité des prix contribue à l'affectation efficace des ressources opérée par les marchés de capitaux et stimule ainsi les investissements. Cela favorise la création d'emplois et, plus généralement, la prospérité économique.

... évite les opérations de couverture inutiles ...

Troisièmement, dans un contexte de maintien crédible de la stabilité des prix, les particuliers et les entreprises sont moins susceptibles de détourner les ressources de leur emploi productif pour se prémunir (c'est-à-dire « se couvrir ») contre l'inflation ou la déflation, par exemple en indexant les contrats nominaux à l'évolution des prix. Une indexation totale étant impossible ou trop coûteuse, les agents économiques sont incités à stocker des biens réels dans un environnement de forte inflation dans la mesure où, dans de telles circonstances, ces biens constituent une meilleure réserve de valeur que la monnaie ou certains actifs financiers. Cependant, la constitution excessive de stocks constitue une décision d'investissement pour le moins inefficace et entrave la croissance de l'économie et du revenu réel.

... réduit les distorsions introduites par les systèmes fiscaux et de sécurité sociale ...

Quatrièmement, les systèmes fiscaux et de sécurité sociale peuvent créer des effets pervers qui faussent le comportement économique. Dans la plupart des cas, ces effets de distorsion sont exacerbés par l'inflation ou la déflation dans la mesure où les systèmes fiscaux ne prévoient normalement pas l'indexation sur le taux d'inflation des taux d'imposition et de cotisations sociales. Par exemple, en raison de hausses de salaires censées compenser l'inflation, un travailleur peut se voir soumis à un taux d'imposition supérieur. Ce phénomène est appelé la « progression à froid ». La stabilité des prix réduit ces effets de distorsion liés à l'incidence des tensions inflationnistes ou déflationnistes sur les systèmes fiscaux et de sécurité sociale.

Encadré 3.3 L'hyperinflation

L'« hyperinflation » est une situation dans laquelle le taux d'inflation est très élevé et/ou enregistre une augmentation constante jusqu'à devenir finalement incontrôlable. D'un point de vue social, l'hyperinflation est un phénomène très destructeur dont les conséquences sont d'une portée considérable pour les particuliers et la société en général. S'il n'existe aucune définition communément acceptée de l'hyperinflation, la plupart des économistes seraient cependant d'accord pour caractériser d'hyperinflation une situation dans laquelle le taux d'inflation mensuel est supérieur à 50 %.

Le 20^{ème} siècle a connu plusieurs périodes d'hyperinflation ou de très forte inflation. Sont présentés ci-dessous le taux d'inflation annuel et l'année à laquelle certains pays ont affiché des niveaux d'inflation exceptionnels :

| | | |
|------|-----------|------------------|
| 1922 | Allemagne | 5 000 % |
| 1985 | Bolivie | plus de 10 000 % |
| 1989 | Argentine | 3 100 % |
| 1990 | Pérou | 7 500 % |
| 1993 | Brésil | 2 100 % |
| 1993 | Ukraine | 5 000 % |

Illustrons brièvement les conséquences d'un tel phénomène. Un taux d'inflation mensuel de 50 % signifie une multiplication du niveau des prix par plus de cent sur un an et par plus de deux millions sur trois ans. Il ne fait aucun doute que de tels taux d'inflation accablent fortement la société.

De fait, en Allemagne, l'hyperinflation qui suivit la Première guerre mondiale et atteignit son maximum en 1923 eut des conséquences désastreuses, tant économiques et sociales que, c'est un fait largement acquis, politiques.

De nombreuses personnes perdirent leurs économies. Cela signifia une importante perte de richesse pour de vastes parties de la population. La prise de conscience que les niveaux de prix étaient en augmentation constante déclencha un cercle vicieux. Une montée des niveaux de prix futurs étant anticipée, des hausses de salaires furent exigées. Ces anticipations devinrent réalité, car la hausse des salaires se traduisit par une augmentation des coûts de production, qui, à son tour, entraîna une montée des prix. Dans le même esprit, la population se mit à écouler sa monnaie, dont la valeur était nulle, en accélérant toujours plus son rythme de dépense.

Les autorités réagirent à la chute de la valeur de la monnaie en inscrivant continuellement des zéros supplémentaires sur les billets de banque. Cependant, au fil du temps, il devint impossible de suivre l'envolée du niveau des prix. Les coûts de cette hyperinflation finirent par devenir intolérables. Dans le temps, la monnaie perdit entièrement ses fonctions de réserve de valeur, d'unité de compte et de moyen d'échange. Le troc se répandit et des monnaies non officielles, telles que les cigarettes, qui ne perdaient pas leur valeur à cause de l'inflation, commencèrent à remplacer le papier-monnaie officiel.

... augmente les avantages de la détention d'espèces ...

Cinquièmement, l'inflation peut être interprétée comme un impôt déguisé sur la détention d'espèces. Autrement dit, lorsque les prix augmentent, les détenteurs d'espèces (ou de dépôts non rémunérés aux taux du marché) enregistrent une baisse de leurs encaisses monétaires réelles et donc de leur richesse financière réelle. L'inflation fonctionne donc comme une taxe sur les encaisses monétaires. Ainsi, plus le taux d'inflation anticipée est élevé (et, par conséquent, plus le taux d'intérêt nominal est élevé – cf. encadré 3.2), plus les ménages sont amenés à réduire leurs encaisses (l'encadré 3.4 montre pourquoi une hausse des taux d'intérêt nominaux implique une diminution de la demande d'argent (non rémunéré)). Cela se produit même lorsque l'inflation n'est pas incertaine, c'est-à-dire lorsqu'elle est entièrement anticipée. Par conséquent, si les gens détiennent moins d'espèces, ils doivent se rendre plus fréquemment à la banque pour retirer de l'argent. Ces inconvénients et les coûts causés par cette détention moindre de liquidité sont souvent décrits au moyen d'une métaphore : il s'agit des « coûts d'usure de semelles » de l'inflation, les allers-retours à la banque provoquant une usure plus rapide des chaussures. Plus généralement, on peut affirmer qu'une réduction des encaisses génère une hausse des coûts de transaction.

Encadré 3.4 La demande d'espèces

En raison de leur liquidité, les espèces fournissent un service à leur détenteur, en facilitant les transactions. Dans le cas contraire, personne ne serait évidemment intéressé à détenir des espèces non rémunérées. Toute personne qui détient des espèces est exposée aux coûts dits « d'opportunité » de la monnaie dans la mesure où d'autres actifs rapportent un taux d'intérêt positif dont elle ne peut bénéficier. C'est pourquoi une hausse du niveau d'inflation anticipée et, par conséquent, une hausse du taux d'intérêt nominal (cf. encadré 3.2) a tendance à exercer un effet négatif sur la demande de monnaie.

Considérons une situation dans laquelle le taux d'intérêt du marché à court terme payé sur les dépôts bancaires ou les obligations d'État se monte à seulement 2%. Dans ce cas, la détention de 1 000 euros en billets de banque signifie une perte annuelle de 20 euros. Le taux d'intérêt perçu sur d'autres placements constitue le coût d'opportunité lié à la détention de billets de banque.

Supposons maintenant que, en raison d'une inflation accrue, les taux d'intérêt nominaux augmentent et que vous receviez 10% d'intérêt sur votre compte en banque et non plus 2%. Si vous déteniez encore 1 000 euros en liquidités, votre coût d'opportunité se monterait à 100 euros par an, soit environ 2 euros par semaine. Dans ce cas, il se peut que vous décidiez de réduire vos encaisses de, par exemple, 500 euros. Vous augmenteriez alors votre revenu d'intérêt d'environ 1 euro par semaine, ou 50 euros par an. Autrement dit, plus le taux d'intérêt est élevé, plus la demande de billets de banque est réduite. Selon les économistes, la demande de monnaie est « élastique par rapport aux taux d'intérêt ».

... prévient une redistribution arbitraire de la richesse et des revenus ...

Sixièmement, le maintien de la stabilité des prix prévient l'émergence de graves problèmes économiques, sociaux et politiques liés à la redistribution arbitraire de la richesse et des revenus observée en période d'inflation ou de déflation. Cela est particulièrement vrai lorsque les variations du niveau des prix sont imprévisibles ainsi que pour certains groupes sociaux qui ont du mal à protéger leurs créances nominales de l'inflation. Par exemple, lors d'une hausse inattendue de l'inflation, chaque détenteur de créances nominales, telles que des accords salariaux à long terme, des dépôts bancaires ou des obligations d'État, enregistre des pertes de la valeur réelle de ses créances. Il s'ensuit un transfert arbitraire de la richesse des prêteurs (ou épargnants) vers les emprunteurs. De fait, l'argent avec lequel le prêt est finalement remboursé ne permet pas d'acheter autant de biens qu'espéré au moment de l'octroi du prêt.

En cas de déflation inattendue, les détenteurs de créances nominales devraient enregistrer des gains puisque la valeur réelle de leurs créances (tels que les salaires et les dépôts) augmente. Cependant, en période de déflation, les emprunteurs ou débiteurs ne sont généralement pas en mesure de rembourser leurs dettes, certains faisant même faillite. Une telle évolution peut avoir des répercussions néfastes sur l'ensemble de la société et, notamment, sur les détenteurs de créances et sur les employés d'entreprises qui ont fait faillite.



À long terme, les économies affichant un taux d'inflation bas enregistrent en moyenne une croissance plus forte en termes réels.

Ce sont dans l'ensemble les groupes les plus démunis de la société qui ont le plus à pâtir de l'inflation ou de la déflation, car leurs possibilités de protection contre ces phénomènes sont limitées. La stabilité des prix contribue ainsi à préserver la cohésion sociale et la stabilité. Certains épisodes du 20^{ème} siècle l'ont prouvé, des taux d'inflation élevés engendrent souvent une instabilité sociale et politique. Les perdants de l'inflation se sentent en effet floués lorsque l'inflation (inattendue) fonctionne comme une taxe sur une grande part de leurs économies.

... et contribue à la stabilité financière

Septièmement, les réévaluations soudaines des actifs dues à des fluctuations inattendues de l'inflation peuvent saper la solidité financière d'une banque. À titre d'exemple, supposons qu'une banque octroie des prêts à intérêt fixe à long terme qui sont financés par des dépôts à court terme. L'émergence inattendue d'une forte inflation entraînera une chute de la valeur réelle des actifs. Par conséquent, la banque peut se trouver confrontée à des problèmes de solvabilité dont les effets négatifs risquent de s'étendre par une réaction en chaîne. En assurant le maintien de la stabilité des prix, la politique monétaire prévient les chocs inflationnistes et déflationnistes affectant la valeur réelle des actifs nominaux et renforce ainsi la stabilité financière.

En assurant le maintien de la stabilité des prix, les banques centrales contribuent à atteindre des objectifs économiques plus généraux

Tous ces arguments donnent à penser qu'une banque centrale qui assure le maintien de la stabilité des prix contribue de manière significative à la réalisation d'objectifs économiques plus vastes, tels que l'augmentation du niveau de vie et des niveaux élevés et plus stables d'activité économique et d'emploi. Cette conclusion est étayée par la réalité économique qui montre, pour de nombreux pays et en se basant sur des méthodologies et des périodes très différentes, que les économies dont le taux d'inflation est plus faible connaissent, en moyenne, une croissance réelle plus forte à long terme.



Chapitre 4

Les déterminants de l'évolution des prix

Ce chapitre fournit des informations détaillées en réponse à diverses questions. Quels sont les déterminants du niveau général des prix ? Quels sont les facteurs à l'origine de l'inflation ? Comment la banque centrale ou, plus précisément, la politique monétaire peut-elle assurer la stabilité des prix ? Quel est le rôle de la politique budgétaire ? La politique monétaire devrait-elle agir directement en faveur de la croissance réelle ou de la réduction du chômage ? Autrement dit, quelles sont les possibilités et les limites de la politique monétaire ?

La section 4.1

présente un bref aperçu de ce que la politique monétaire peut faire et de ses limites.

La section 4.2

examine la question de l'influence de la politique monétaire sur les taux d'intérêt.

La section 4.3

étudie pour sa part les effets des modifications des taux d'intérêt sur les décisions de dépenses des ménages et des entreprises.

La section 4.4

est consacrée aux facteurs à l'origine des évolutions des prix à court terme.

La section 4.5

s'attache quant à elle aux facteurs à l'origine des évolutions des prix à moyen et long terme et montre que la politique monétaire dispose des instruments appropriés pour agir sur les prix sur ces horizons. Elle est par conséquent responsable des tendances inflationnistes.

Les sections précédentes ont évoqué les questions liées à la mesure de l'inflation et aux bienfaits de la stabilité des prix. En revanche, les facteurs qui déterminent l'évolution générale des prix n'ont pas été directement abordés. Les sections suivantes sont consacrées aux sources de l'inflation. Celle-ci se définit comme une hausse générale des prix des biens et services, ce qui équivaut à une érosion du pouvoir d'achat de la monnaie. Avant certaines explications détaillées, un rapide aperçu du rôle et des effets de la politique monétaire est présenté afin de faciliter la mise en perspective des autres facteurs.

4.1 Un aperçu de ce que la politique monétaire peut faire et de ses limites

Comment la politique monétaire peut-elle influencer le niveau des prix ? Cette question aborde ce que les économistes appellent généralement le « mécanisme de transmission » de la politique monétaire, c'est-à-dire le processus par lequel les décisions de la banque centrale se répercutent sur l'économie et, en définitive, sur les prix. Ce processus est par nature d'une complexité extrême ; il évolue dans le temps et diffère selon les pays, à tel point que, même aujourd'hui, nombre de détails demeurent partiellement inconnus. Toutefois, ses caractéristiques fondamentales sont parfaitement claires. La manière dont la politique monétaire agit sur l'économie peut être expliquée comme suit : la banque centrale est la seule émettrice de billets de banque et la seule pourvoyeuse de réserves bancaires, c'est-à-dire qu'elle détient le monopole de l'approvisionnement de la « base monétaire ». En vertu de ce monopole, la banque centrale est en mesure d'influencer les conditions du marché monétaire et de piloter les taux d'intérêt à court terme.

À court terme, la banque centrale peut agir sur l'évolution de l'économie réelle

À court terme, une modification des taux d'intérêt du marché monétaire (c'est-à-dire des instruments à court terme) provoquée par la banque centrale entraîne un certain nombre de mécanismes, en raison principalement de l'incidence de cette modification sur les décisions de dépenses et d'épargne des ménages et des entreprises. À titre d'exemple, lors d'une hausse des taux d'intérêt, toute chose égale par ailleurs, il est moins intéressant pour les ménages et les entreprises de solliciter un prêt destiné à financer leur consommation ou leur investissement. De même, une telle mesure incite les ménages à épargner et non à dépenser leur revenu du moment. Enfin, une modification des taux d'intérêt officiels peut également affecter l'offre de crédit. Avec un certain décalage, ces phénomènes, à leur tour, influent sur l'évolution des variables de l'économie réelle, telles que la production.

À long terme, les variations de la masse monétaire pèseront sur le niveau général des prix ...

Les dynamiques évoquées ci-dessus comportent plusieurs mécanismes et réactions de la part des agents économiques à différents stades du processus. En outre, l'ampleur et



Une politique monétaire qui maintient de façon crédible la stabilité des prix a des effets bénéfiques importants sur le bien-être.

la force des différents effets peuvent varier en fonction de la situation de l'économie. Par conséquent, l'action de la politique monétaire sur l'évolution des prix est loin d'être immédiate. Il est toutefois largement admis dans les milieux économiques que, à long terme, c'est-à-dire une fois tous les ajustements assimilés dans l'économie, une modification de la quantité de monnaie offerte par la banque centrale (toutes choses égales par ailleurs) se traduit uniquement par un changement du niveau général des prix et n'induit pas de modifications permanentes des variables réelles, telles que le PIB ou le chômage. Une variation de la quantité de monnaie en circulation provoquée par la banque centrale représente, en fin de compte, une modification de l'unité de compte (et donc du niveau général des prix) qui laisse toutes les autres variables inchangées, comme un changement de l'unité standard utilisée pour calculer une distance (du kilomètre à la lieue par exemple) ne modifie nullement la distance réelle entre deux endroits.

... mais pas sur le niveau du revenu réel ou de l'emploi

Ce principe général, que l'on appelle la « neutralité à long terme » de la monnaie, sous-tend tous les cadres de pensée et les théories macroéconomiques traditionnels. Comme mentionné ci-dessus, en assurant une stabilité crédible des prix, la politique monétaire exerce une incidence positive sur le bien-être et l'activité réelle. Au-delà de cette incidence favorable de la stabilité des prix, à long terme, le revenu réel et le niveau d'emploi d'une économie sont essentiellement déterminés par des facteurs réels (liés à l'offre) et ne peuvent être accrus par une politique monétaire expansionniste⁹.

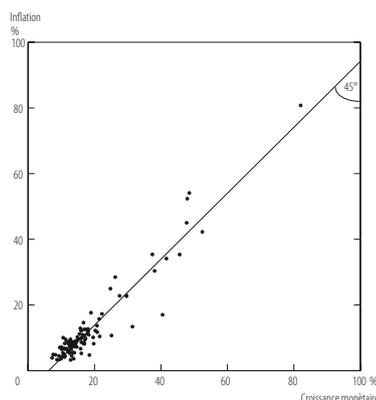
Les principaux déterminants de l'emploi et du revenu réel à long terme sont le progrès technologique, la croissance démographique et tous les aspects du cadre institutionnel de l'économie (notamment les droits de la propriété, la politique fiscale, les politiques sociales, les autres réglementations déterminant la flexibilité des marchés et les incitations aux apports de travail ou de capital et aux investissements en capital humain).

L'inflation est fondamentalement un phénomène monétaire

L'inflation est fondamentalement un phénomène monétaire. De nombreuses études empiriques le confirment, les périodes prolongées de forte inflation vont généralement de pair avec une vive croissance monétaire (cf. le graphique ci-dessous). Même si d'autres facteurs (comme les variations de la demande globale, les mutations technologiques ou la hausse rapide des cours des matières premières) peuvent influencer sur les évolutions des prix à plus court terme, leurs effets peuvent être neutralisés au fil du temps par un certain degré d'ajustement de la politique monétaire. En ce sens, les tendances à plus long terme des prix ou de l'inflation peuvent être contrôlées par les banques centrales.

⁹ Les facteurs liés à l'offre sont ceux déterminant l'offre de biens et de services, notamment le montant et la qualité du capital et du travail ainsi que le progrès technologique et la conception des politiques structurelles.

Graphique : la monnaie et l'inflation



Taux de croissance annuels moyens de M2 et des prix à la consommation entre 1960 et 1990 dans 110 pays.

Source : McCandless et Weber (1995)

Nous avons évoqué dans ce rapide aperçu plusieurs points qui nécessitent peut-être des explications supplémentaires. L'inflation étant fondamentalement un phénomène monétaire, il paraît nécessaire d'expliquer plus en détail comment la politique monétaire agit sur l'économie et, en fin de compte, sur l'évolution des prix. Trois étapes permettront de traiter au mieux cette question.

D'une part, dans la section 4.2, nous examinerons pourquoi et comment la politique monétaire peut influencer les taux d'intérêt. Dans la section 4.3, nous étudierons, d'autre part, comment les modifications des taux d'intérêt peuvent agir sur les décisions de dépenses des consommateurs et des entreprises. Enfin, nous analyserons l'incidence de ces modifications de la demande globale sur l'évolution des prix. Dans ce contexte, d'autres facteurs, non monétaires ou réels, susceptibles d'agir sur l'évolution des prix à court terme font également l'objet d'un examen. Par ailleurs, il peut être utile de comprendre ce que représentent dans une économie la demande et l'offre globales de biens (cf. encadré 4.2) et de faire la distinction entre les effets à court terme et les effets à long terme (sections 4.4 et 4.5).

4.2 La monnaie et les taux d'intérêt : comment la politique monétaire peut-elle influencer les taux d'intérêt ?

La banque centrale détermine les taux d'intérêt nominaux à court terme payés par les banques en quête de crédits auprès d'elle. Les banques, pour leur part, sont dans l'obligation de solliciter des crédits auprès de la banque centrale, afin de répondre à la demande de billets de banque émanant de la clientèle, et de constituer des réserves obligatoires (sous la forme de dépôts) auprès de la banque centrale.

Les banques centrales ayant le monopole de l'émission des billets (et des réserves monétaires) – elles seules fournissent donc la monnaie de base -, elles sont en mesure de fixer les taux d'intérêt directeurs, notamment le taux d'intérêt nominal à court terme, appliqués aux prêts octroyés aux banques. Les anticipations relatives à l'évolution future des taux directeurs influencent à leur tour une large gamme de taux d'intérêt des banques et du marché à plus long terme.

Encadré 4.1 Pourquoi les banques centrales peuvent-elles influencer (*ex ante*) les taux d'intérêt réels ? Le rôle des prix « rigides ».

Tel qu'expliqué de manière plus détaillée dans l'encadré 3.2, le taux d'intérêt réel *ex ante* représente le rendement réel anticipé pour un actif financier donné. Il se définit comme le taux d'intérêt nominal moins l'inflation anticipée sur la durée pour laquelle le taux d'intérêt est fixé. L'incidence de la politique monétaire sur les taux d'intérêt réels à court terme est liée à deux états de fait : d'une part, la politique monétaire contrôle les taux d'intérêt nominaux à court terme ; d'autre part, sur ce même horizon, les prix sont rigides.

Qu'est-ce que des « prix rigides » ? Les données empiriques montrent que la plupart des prix sont fixés pour un certain temps. En effet, très souvent, les entreprises n'ajustent pas instantanément leurs prix en réponse à une variation de l'offre ou de la demande. En réalité, si certains prix sont très fréquemment ajustés (tels que les prix des carburants), d'autres font seulement l'objet d'un ajustement mensuel ou annuel, et ce pour diverses raisons : premièrement, certains prix sont déterminés par des contrats à long terme entre les entreprises et les clients afin de réduire les incertitudes et les coûts liés aux négociations répétées. Deuxièmement, les entreprises peuvent maintenir leurs prix stables afin de ne pas contrarier leurs clients réguliers avec des changements de prix fréquents. Troisièmement, certains prix sont rigides en raison de la structure des marchés ; une fois un catalogue ou une liste de prix imprimé et distribué, il est coûteux pour l'entreprise de modifier ses prix. Enfin, le calcul de nouveaux prix représente également un coût.

À long terme, cependant, les prix s'ajustent aux nouvelles conditions d'offre et de demande. Autrement dit, les prix sont entièrement variables à long terme¹⁰.

Supposons maintenant que la banque centrale accroît la masse monétaire. Par exemple, elle imprime de la nouvelle monnaie et achète des obligations d'État. En cas de baisse du rendement obligataire, c'est-à-dire du taux d'intérêt des obligations, chacun prend ses dispositions pour détenir un montant accru d'espèces et réduire ses avoirs en obligations. Ainsi, si la banque centrale augmente l'offre de monnaie, le taux d'intérêt nominal doit diminuer afin d'inciter chacun à détenir plus d'espèces. Les prix étant rigides à court terme, cela implique que les anticipations d'inflation à court terme demeurent largement inchangées. Ainsi, une variation des taux d'intérêt nominaux à court terme débouche sur un changement du taux d'intérêt réel *ex ante*. Par conséquent, la politique monétaire peut influencer les taux d'intérêt réels anticipés ou, *ex ante*, les titres à court terme.

¹⁰ À l'exception des prix réglementés, qui sont très rarement susceptibles de changer.

4.3 Comment les modifications des taux d'intérêt influent-elles sur les décisions de dépenses des consommateurs et des entreprises ?

Du point de vue d'un ménage individuel, une hausse des taux d'intérêt réels incite à l'épargne puisque le rendement de cette dernière est supérieur en termes de consommation future. C'est pourquoi une augmentation des taux d'intérêt réels entraîne généralement une baisse de la consommation courante et un accroissement de l'épargne. S'agissant des entreprises, une hausse des taux d'intérêt réels, toute chose étant égale par ailleurs, décourage l'investissement. De fait, il y a moins de projets d'investissement réalisables qui offrent un rendement suffisant pour couvrir les coûts accrus du capital.

En résumé, une hausse du taux d'intérêt rend la consommation courante moins intéressante pour les ménages et dissuade les entreprises d'investir sur le moment. Les effets exercés sur les ménages individuels et les entreprises montrent qu'une augmentation des taux d'intérêt réels provoquée par la politique monétaire conduit à une réduction des dépenses courantes dans l'économie dans son ensemble (les autres variables demeurant constantes). Les économistes expliquent qu'un tel changement de politique provoque une chute de la demande globale, d'où la référence courante à un « durcissement » de la politique monétaire.

Il est important de comprendre que des décalages sont inhérents à ce processus. Avant que les entreprises ne mettent en place un nouveau projet d'investissement, des mois peuvent passer, voire des années dans le cas d'investissements liés à la construction de nouvelles usines ou à la commande d'équipements spéciaux. Les investissements en logements prennent également du temps à répondre aux changements des taux d'intérêt. De même, nombre de consommateurs ne modifient pas immédiatement leurs projets de consommation lorsque les taux d'intérêt varient.

En effet, il est communément admis que le mécanisme général de transmission de la politique monétaire nécessite un certain temps. La politique monétaire n'est donc pas en mesure de contrôler la demande globale de biens et services à court terme. Autrement dit, il existe un décalage significatif entre un changement de politique monétaire et ses effets sur l'économie.

Encadré 4.2 Comment les variations de la demande globale agissent-elles sur l'activité économique et l'évolution des prix ?

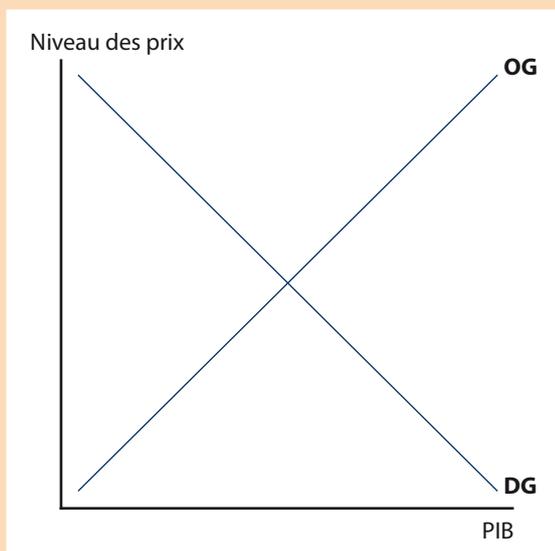
Afin d'illustrer la manière dont les variations de la demande globale agissent sur l'évolution des prix, il suffit d'utiliser un modèle simple qui se concentre sur l'offre et la demande globales dans l'ensemble de l'économie.

À cette fin, nous nous limiterons à une analyse assez facile, agrémentée de graphiques destinés à expliciter nos arguments. Le modèle s'attache essentiellement à décrire la relation qui existe entre la quantité réelle de biens et services offerts et demandés au sein d'une économie et le niveau global des prix.

L'offre et la demande globales – l'équilibre à court terme

Le graphique ci-dessous présente l'offre globale (OG) et la demande globale (DG), le niveau des prix se situant sur l'axe des ordonnées et le PIB en abscisse.

Graphique 1 : La demande globale et l'offre globale à court terme



La demande globale et le niveau des prix

Pour comprendre la pente de la demande globale, il convient d'analyser ce qui arrive aux décisions de dépenses réelles lors d'un changement du niveau des prix, toutes les autres variables économiques demeurant par ailleurs inchangées. Il apparaît que la courbe de la demande globale présente une pente négative. Une manière de réfléchir à cette question est d'analyser l'offre et la demande d'encaisses monétaires réelles. Lorsque les prix augmentent alors que l'offre nominale de monnaie est fixe, les encaisses monétaires réelles diminuent, ce qui réduit le nombre de transactions qui peuvent être financées. Inversement, lors d'une baisse des prix, les encaisses monétaires réelles augmentent, d'où une hausse du volume de transactions, c'est-à-dire une demande accrue de production réelle.

L'offre globale et le niveau des prix à court terme

Comme son nom l'indique, l'offre globale considère l'offre de biens et de services produits par les entreprises. Il convient dans un premier temps de comprendre la relation qui existe entre le niveau général des prix et le niveau général de la production à court terme, tous les autres facteurs (techniques de production, salaires nominaux, etc.) demeurant par ailleurs inchangés. Comment une modification du niveau des prix agit-elle sur la production réelle des entreprises ? Par définition, pour des salaires *nominaux* donnés, une hausse des prix entraîne une baisse des salaires réels. Lorsque les salaires réels diminuent, il devient plus intéressant pour les entreprises d'embaucher des travailleurs supplémentaires et d'augmenter la production. Autrement dit, les salaires réels constituent un facteur-clé de l'emploi. Lorsque les prix enregistrent une hausse, les autres facteurs (tels que les techniques de production et les salaires nominaux) demeurant inchangés, les entreprises vont augmenter leurs effectifs et leur niveau de production. Par conséquent, la courbe d'offre globale est ascendante à court terme.

L'intersection des deux courbes correspond à ce que les économistes appellent le « point d'équilibre ». Ce concept d'équilibre est essentiel en économie. En situation d'équilibre,

les besoins coïncident des deux côtés du marché et, par conséquent, la tendance n'est pas au changement. Dans ce cas, le point d'équilibre détermine le niveau des prix et le niveau de la production réelle prévalant dans une économie au même moment.

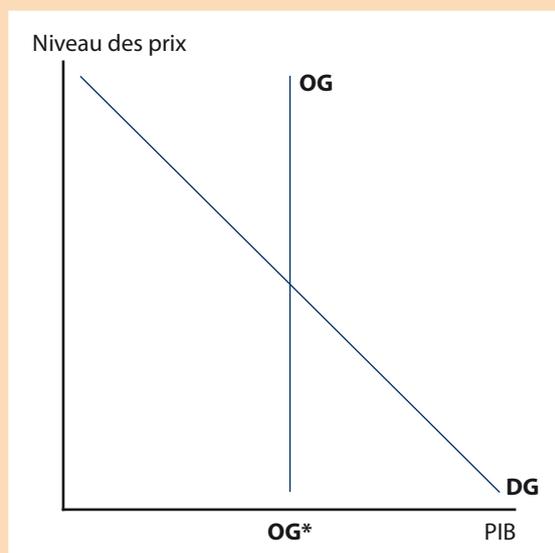
Que se passe-t-il lorsque l'économie est confrontée à une situation de déséquilibre ? Supposons que l'économie affiche un niveau des prix supérieur au niveau d'équilibre. Dans une telle situation, l'offre globale est trop forte et la demande globale trop faible par rapport à l'équilibre. Qu'en résulte-t-il ? Lorsque le niveau des prix est supérieur à l'équilibre, les acheteurs ne sont pas disposés à acheter la quantité souhaitée par les vendeurs. C'est la raison pour laquelle certains vendeurs vont baisser leurs prix, ce qui entraînera alors une hausse de la demande globale. Parallèlement, la baisse des prix signifie une hausse des salaires réels (les salaires nominaux demeurant fixes à court terme). Les salaires réels constituant un facteur de coût pour l'entreprise, celle-ci diminuera sa production et aura tendance à réduire l'offre globale. Ce processus se poursuivra jusqu'à ce que le niveau d'équilibre soit atteint, c'est-à-dire jusqu'à une situation dans laquelle les prétentions et les projets des acheteurs et des vendeurs coïncident à un certain niveau de prix et de production.

L'offre globale à long terme

Pourquoi parlons-nous de la courbe d'offre à *court terme* ? Une hausse des prix exerce une incidence positive sur la production réelle uniquement tant que les salaires nominaux et, par conséquent, les salaires réels demeurent inchangés. En réalité, les salaires nominaux sont généralement déterminés pour un an, voire, dans certains cas, pour deux ans. Si les travailleurs ou les syndicats refusent la baisse des salaires réels induite par l'inflation accrue, les prochaines négociations salariales seront pour eux l'occasion de revendiquer une compensation sous la forme d'une augmentation de salaires. Si les salaires réels retrouvent le niveau enregistré avant la hausse des prix (les techniques de production demeurant inchangées), les entreprises considéreront non rentable de maintenir des niveaux élevés de production et d'emploi et réduiront ces derniers. Autrement dit, si les salaires réels ne peuvent pas être réduits en cas d'accélération de l'inflation à long terme, l'emploi et la production sont également indépendants de l'évolution des prix à long terme. Cela signifie que la courbe d'offre globale à long terme est verticale.

L'équilibre à long terme

Graphique 2 : la demande globale et l'offre globale à long terme



L'intersection de la courbe d'offre globale et de l'axe horizontal (cf. OG* dans le graphique 2) correspond à ce que les économistes appellent le niveau potentiel de production. Il représente la valeur des produits et des services finis produits lorsque les ressources de l'économie sont entièrement utilisées, compte tenu du niveau technologique et des caractéristiques structurelles de l'économie (telles que les réglementations en vigueur sur le marché du travail, les systèmes fiscaux et de sécurité sociale, etc.).

Jusqu'ici, l'analyse du mouvement des courbes a été réalisée en partant du principe que tous les autres facteurs, à l'exception des prix et du niveau de production, demeureraient inchangés. Il convient de comprendre désormais ce qui se passe en cas de changement de ces autres facteurs. Fondamentalement, de tels changements déplacent les courbes vers la droite ou la gauche.

Les facteurs agissant sur l'offre globale et la demande globale

Selon le modèle simple que nous utilisons, la combinaison des prix et du revenu réel observée dans une économie est évidemment déterminée par l'interaction entre l'offre et la demande globales. Cela pose la question relative aux facteurs entraînant des déplacements des deux courbes.

Parmi les facteurs à l'origine d'une hausse de la demande globale (c'est-à-dire un déplacement de la courbe DG vers l'extérieur ou vers la droite), citons l'augmentation des dépenses publiques, la baisse des impôts, la dépréciation de la monnaie nationale et la hausse de la richesse réelle (c'est-à-dire la montée du prix des valeurs mobilières et de l'immobilier), ce qui entraîne une augmentation de la consommation privée et des dépenses d'investissement.

Les anticipations peuvent également favoriser la consommation privée et l'investissement. À titre d'exemple, les entreprises escomptant une hausse future de leurs bénéfices auront tendance à accroître leurs dépenses d'investissement. De même, si les ménages anticipent une hausse de revenu réel due à des gains escomptés de productivité du travail, les dépenses de consommation augmenteront. C'est pourquoi une augmentation de la confiance des consommateurs et des investisseurs est généralement liée à une hausse de la demande globale.

S'agissant de l'incidence de la politique monétaire, une hausse de l'offre de monnaie et donc la baisse des taux d'intérêt réels entraîneront une augmentation de la demande globale, la courbe de demande se déplaçant vers la droite¹¹. En cas d'évolution inverse de ces variables, la demande globale s'inscrira en baisse (c'est-à-dire que la courbe DG se déplacera vers la gauche).

Quant à l'offre globale, il apparaît qu'une hausse des prix des facteurs de production, tels que les salaires, ou une montée des cours du pétrole entraînera un déplacement de la courbe d'offre globale vers la gauche. En revanche, les progrès technologiques ou les gains de productivité déplaceront la courbe d'offre globale vers la droite. De fait, pour un apport de travail donné, il est possible de produire davantage au même coût.

¹¹ Les économistes expriment souvent une baisse de la demande de monnaie en termes de vitesse de circulation accrue de la monnaie. Cette dernière correspond à la vitesse à laquelle la monnaie circule entre les différents détenteurs. Elle détermine donc la quantité de monnaie nécessaire pour assurer un niveau donné de transactions. Ces deux phénomènes sont en réalité à considérer comme les deux facettes d'un même problème. Si les gens veulent détenir moins de monnaie, le stock de monnaie disponible, pour un niveau constant d'offre de monnaie, devra changer de mains plus souvent et donc circuler davantage. Cela correspond à une vitesse de circulation accrue de la monnaie. Les sections suivantes reviendront sur cette question.

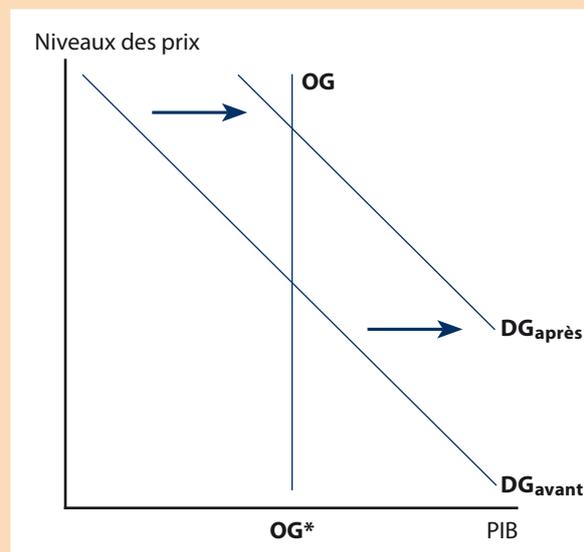


La hausse des prix des biens de consommation intermédiaire s'explique par plusieurs facteurs – par exemple l'augmentation de la demande mondiale de matières premières.

Cette analyse prouve que des variations du niveau général des prix peuvent résulter de déplacements de la courbe d'offre ou de demande, ou des deux à la fois. Par exemple, si tous les autres facteurs restent identiques, une baisse de l'offre globale (c'est-à-dire un déplacement vers la gauche de la courbe OG) sera suivie d'une baisse à court terme de la production réelle et d'une hausse des prix, tandis qu'une augmentation de la demande (déplacement vers la droite de la courbe DG) se manifesterait par une hausse à court terme de l'activité réelle et des prix.

Le modèle à long terme montre que le comportement de la demande globale est essentiel dans la détermination du niveau général des prix observé à long terme dans une économie. Si la courbe d'offre globale est verticale, les modifications de la demande globale agiront sur les prix mais pas sur la production. Si, par exemple, l'offre de monnaie devait augmenter, la courbe de demande globale se déplacerait vers la droite. L'économie, à long terme, se déplacerait vers un nouvel équilibre caractérisé par un niveau de production réelle inchangé mais une hausse des prix.

Graphique 3 : déplacements de la demande globale et de l'offre globale à long terme



Il convient de se rappeler que l'inflation est définie comme une hausse générale des prix des biens et services. Par conséquent, seule une hausse continue de la demande globale dans le temps peut entraîner l'apparition d'un processus inflationniste. Cela est seulement possible si la politique monétaire permet un tel développement en maintenant un bas niveau des taux d'intérêt et une forte croissance monétaire.

4.4 Les facteurs à l'origine des évolutions des prix à court terme

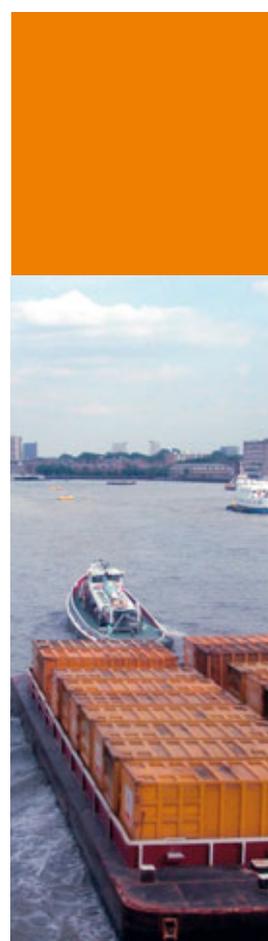
Cette section propose une analyse de quelques facteurs à l'origine des évolutions des prix à court terme. Tel qu'expliqué de manière plus détaillée dans l'encadré 4.2, l'inflation, c'est-à-dire le phénomène de hausse continue du niveau des prix, peut être causée d'une manière ou d'une autre, ou des deux à la fois : en général, une hausse des prix résulte, en moyenne, soit d'une hausse de la demande globale, soit d'une baisse de l'offre. Autrement dit, les tensions inflationnistes apparaissent en cas de variations (les économistes parlent généralement de « chocs » lors de variations inattendues de l'évolution conjoncturelle) qui amènent les consommateurs à augmenter leurs dépenses ou les entreprises à réduire leur production. Dans les manuels d'économie, la hausse des prix due à une hausse de la demande est qualifiée d'« inflation par la demande ». Le second cas, caractérisé par une augmentation des coûts qui entraîne une baisse de l'offre et, par la suite, l'émergence de l'inflation, est généralement désigné par le terme d'« inflation par les coûts ». Inversement, des tensions déflationnistes apparaissent en cas de baisse de la demande globale ou de hausse de l'offre globale. De manière générale, la politique monétaire doit souvent réagir à de telles évolutions afin d'assurer la stabilité des prix. Lors de tensions inflationnistes, la banque centrale procède normalement à une hausse des taux d'intérêt (réels) afin d'éviter que ces tensions ne débouchent sur des déviations plus persistantes par rapport à la stabilité des prix.

La montée des prix due à un accroissement de la demande globale peut résulter de tout facteur individuel provoquant une augmentation de la demande globale. Toutefois, les principaux facteurs, outre la politique monétaire (à travers des hausses de la masse monétaire), sont l'augmentation des dépenses publiques, la dépréciation du taux de change ainsi qu'une demande accrue de biens nationaux de la part des autres pays du monde (exportations). Une hausse de la confiance peut également provoquer des variations de la demande globale. De fait, les entreprises vont, par exemple, accroître leurs investissements si elles anticipent une hausse de leurs bénéfices à l'avenir. Des variations de la demande globale augmentent généralement le niveau des prix et, temporairement, la production globale (cf. encadré 4.2).

Quels sont précisément les facteurs conduisant à une *réduction de l'offre globale et, par conséquent, à une hausse des prix à court terme* ? Les principales sources d'une réduction de l'offre sont les baisses de la productivité, l'augmentation des coûts de production (par exemple, l'augmentation des salaires réels et des cours des matières premières, notamment du pétrole) ainsi que les hausses des impôts sur les bénéfices des sociétés. À une hausse des coûts de production correspond une baisse de la quantité produite au même prix, si l'ensemble des autres facteurs demeurent inchangés.

Pour un niveau de prix donné, en cas de hausse des salaires ou des coûts des matières premières, comme le pétrole, les entreprises sont obligées de réduire leurs effectifs et la production. Résultat d'effets liés à l'offre, l'inflation qui en découle est généralement qualifiée d'« inflation par les coûts ».

Divers facteurs sont à l'origine d'une hausse des prix des consommations intermédiaires : par exemple, l'offre de matières premières (telles que le pétrole) est inférieure aux anticipations ou la demande mondiale de matières premières s'accroît. Les hausses des salaires réels (non compensées par des gains de productivité) entraînent également une baisse de l'offre globale et du niveau de l'emploi. De telles hausses salariales peuvent résulter d'une baisse de l'offre de main-d'œuvre, due elle-même à une mesure politique qui réduit les incitations au travail (par exemple, une augmentation des impôts sur le



La croissance de la demande extérieure de biens et de services peut avoir une incidence sur la consommation et l'investissement.

revenu du travail). Une montée en puissance des syndicats peut également entraîner une augmentation des salaires réels.

Si les facteurs décrits ci-dessus agissent dans le sens inverse, une *augmentation de l'offre globale* en sera la conséquence. À titre d'exemple, des gains de productivité (résultant de nouvelles technologies), toute chose égale par ailleurs, entraîneraient une baisse des prix et un accroissement du niveau d'emploi à court terme puisqu'il devient plus rentable d'embaucher de la main-d'œuvre à un niveau de salaire donné. Toutefois, si les salaires réels augmentaient en ligne avec les gains de productivité, le niveau d'emploi resterait inchangé.

Le rôle de l'inflation anticipée

Au moment des négociations salariales ou de la fixation des prix, les entreprises et les employés considèrent généralement quel niveau l'inflation pourrait atteindre plus tard, par exemple au cours de l'année à venir. L'inflation anticipée constitue un facteur important lors de la conclusion des conventions collectives, dans la mesure où les hausses de prix futures réduiront la quantité de biens et services qu'un salaire nominal donné permet d'acquérir. Ainsi, si l'inflation anticipée est élevée, les travailleurs risquent de revendiquer une plus forte augmentation des salaires nominaux au moment des négociations. Si les conventions salariales reposent sur ces anticipations, les coûts des entreprises augmentent et ces coûts peuvent être répercutés sur les consommateurs sous la forme de hausses des prix. Il en est de même lors de la fixation des prix par les entreprises. De nombreux prix individuels restant fixes pendant un certain temps (un mois ou un an par exemple – cf. encadré 4.1), les entreprises qui avaient prévu de publier une nouvelle liste de prix peuvent augmenter leurs prix individuels avec effet immédiat si elles anticipent des hausses du niveau général des prix ou des salaires à l'avenir. Une personne qui anticipe un regain d'inflation adopte ainsi un comportement qui peut dès aujourd'hui provoquer une accélération de l'inflation. C'est aussi pourquoi la politique monétaire se doit d'être crédible dans son objectif de maintien de la stabilité des prix – afin de stabiliser les anticipations d'inflation à long terme à des niveaux bas, compatibles avec la stabilité des prix.

Considérés conjointement, divers facteurs et chocs peuvent influencer le niveau des prix à court terme. Citons entre autres l'évolution de la demande globale et de ses diverses composantes, parmi lesquelles l'évolution de la politique budgétaire. Les modifications peuvent également être liées à des variations des prix des consommations intermédiaires, des coûts et de la productivité, des taux de change et de l'économie mondiale. Tous ces facteurs peuvent agir sur l'activité réelle et les prix à court terme. Qu'en est-il à long terme ?

Cette question nous conduit à une autre distinction importante en économie. En effet, les économistes font généralement la distinction entre le court terme et le long terme (cf. encadré 4.2).

4.5 Les facteurs à l'origine des évolutions des prix à plus long terme

Quelle est l'importance relative de ces facteurs d'inflation à plus long terme ? Autrement dit, ces facteurs sont-ils d'égale importance en ce qui concerne les tendances

inflationnistes ? La réponse est explicitement négative. Il faut comprendre que la politique monétaire joue ici un rôle essentiel.

Comme mentionné dans les paragraphes précédents, il existe un décalage d'environ un à trois ans entre les modifications de politique monétaire et leur incidence sur les prix. Cela signifie que la politique monétaire ne peut prévenir l'incidence à court terme sur l'inflation d'événements inattendus ou de chocs survenus dans le secteur réel de l'économie. Toutefois, les économistes s'accordent généralement à dire que la politique monétaire est en mesure de contrôler l'évolution des prix à plus long terme et donc aussi la « tendance » inflationniste, c'est-à-dire la variation du niveau des prix une fois que l'économie a totalement intégré les perturbations à court terme.

À long terme, les prix sont élastiques et peuvent répondre entièrement aux variations de l'offre et de la demande. Cependant, à court terme, de nombreux prix individuels sont rigides et demeurent quelque temps à leur niveau (cf. encadré 4.1).

Comment cette distinction influence-t-elle nos résultats ? Sans entrer dans le détail, on peut affirmer que le volume de production ne dépend pas du niveau des prix à long terme. Les facteurs qui le déterminent sont les suivants : le stock de capital, la main-d'œuvre disponible et la qualité de celle-ci, les politiques structurelles qui stimulent le travail et l'investissement ainsi que le progrès technologique dans le domaine de production. Autrement dit, le niveau de la production à long terme dépend d'un nombre de facteurs réels, ou de facteurs liés à l'offre. Ces facteurs déterminent la position exacte de la courbe d'offre globale.

L'autre courbe qui détermine l'équilibre économique est celle de la demande globale. Comme évoqué précédemment, plusieurs facteurs peuvent conduire à des hausses de la demande globale. Citons les augmentations des dépenses publiques, de la demande étrangère et des anticipations de gains de productivité futurs, qui peuvent agir sur la consommation et l'investissement du moment. En dépit de la hausse possible de plusieurs de ces facteurs, même sur une période prolongée, il est clair cependant qu'une hausse soutenue du niveau général des prix à long terme ne peut être permise que par la mise en œuvre d'une politique monétaire expansionniste continue et vigoureuse. L'affirmation bien connue selon laquelle « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire » exprime généralement cette idée. De fait, diverses études empiriques vont dans le sens de cette hypothèse. La raison ultime d'un processus inflationniste à long terme est, par conséquent, une hausse soutenue de l'offre de monnaie, qui équivaut à une politique monétaire expansionniste continue. À plus long terme, les décisions de politique monétaire déterminent donc si l'inflation peut s'accélérer ou si elle doit être maintenue à un faible niveau. Autrement dit, une banque centrale qui est maître de l'offre de monnaie et du taux d'intérêt à court terme a le contrôle ultime du taux d'inflation à long terme. Si la banque centrale maintient les taux d'intérêt à court terme à un niveau trop bas et augmente excessivement la masse monétaire, le niveau des prix enregistrera également une hausse. Cette conséquence de base est illustrée par la théorie quantitative de la monnaie, concept économique fondamental qui aborde de manière plus détaillée la relation entre la monnaie et les prix (cf. ci-dessous l'encadré 4.3).

Encadré 4.3 La théorie quantitative de la monnaie

Selon une identité communément connue sous le nom d'équation quantitative, la variation de l'encours monétaire (ΔM), dans une économie, est égale à la variation des transactions nominales (dont une approximation est donnée par la variation de l'activité réelle (ΔYR) plus la variation des prix (ΔP)), moins la variation de la vitesse de circulation de la monnaie (ΔV). Cette dernière variable peut être définie comme la vitesse à laquelle la monnaie circule entre les différents détenteurs et détermine donc la quantité de monnaie nécessaire pour assurer un niveau donné de transactions nominales¹². En bref, cela donne l'équation suivante :

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Cette relation est une « identité », c'est-à-dire une relation qui demeure vraie. Par conséquent, rien n'est affirmé sur les liens de causalité. Seule la prise en compte d'autres hypothèses concernant les déterminants des variables permet de déduire une causalité. Les deux hypothèses suivantes, notamment, permettent à l'équation quantitative de se transformer en *théorie* quantitative. D'une part, la production peut, à long terme, être considérée comme étant déterminée par des facteurs de l'économie réelle tels que les opportunités productives de la communauté ainsi que ses goûts et ses préférences. D'autre part, à long terme, la vitesse de circulation est considérée comme étant déterminée par les méthodes de paiement, les arrangements financiers et économiques pour réaliser les transactions ainsi que les coûts et les rendements issus de la détention de monnaie à la place d'autres actifs. Il s'ensuit que la quantité d'offre de monnaie, déterminée par les décisions des autorités monétaires, est, à long terme, liée au niveau des prix. Autrement dit, à plus long terme, le niveau des prix est déterminé directement par les variations de la quantité de monnaie et il évolue proportionnellement à celle-ci.

Cela implique entre autres que l'institution qui détermine l'offre de monnaie, à savoir la banque centrale, est en définitive responsable des tendances inflationnistes à long terme.

¹² Le côté gauche de l'équation présente ainsi la quantité de monnaie utilisée, tandis que le côté droit reflète la valeur de la transaction.



Chapitre 5

La politique monétaire de la BCE

Ce chapitre apporte des éléments de réponse détaillés à diverses questions. Comment l'UEM a-t-elle été établie ? Quelle instance est responsable de la politique monétaire unique au sein de la zone euro ? Quels sont les objectifs de l'Eurosystème ? Comment cherche-t-il à remplir sa mission ?

La section 5.1
offre un bref aperçu historique.

La section 5.2
traite pour sa part du cadre institutionnel.

La section 5.3
est consacrée à la stratégie de politique monétaire de la BCE.

La section 5.4
présente le cadre opérationnel de l'Eurosystème.

5.1 Un bref aperçu historique

Historique – les trois étapes de l'Union économique et monétaire

L'idée de la nécessité pour l'Europe de disposer d'un système monétaire unique, unifié et stable est ancienne (cf. encadré 5.1). Après une tentative infructueuse au début des années 1970, le processus d'intégration connut un nouvel élan décisif lorsque, en juin 1988, le Conseil européen confirma à nouveau l'objectif de la réalisation progressive d'une union économique et monétaire. Sous la présidence de Jacques Delors, alors président de la Commission européenne, un comité fut chargé d'étudier et de proposer les étapes concrètes menant à cette union. Le rapport du comité (le « Rapport Delors »), présenté en avril 1989, proposait que l'Union économique et monétaire (UEM) se fasse en trois étapes distinctes, mais progressives.

Encadré 5.1 La marche vers la monnaie unique, l'euro

| | |
|---------------|---|
| 1962 | Première proposition de la Commission européenne en vue de l'établissement d'une union économique et monétaire (<i>Mémorandum Marjolin</i>). |
| Mai 1964 | Création d'un Comité des gouverneurs des banques centrales des États membres de la Communauté économique européenne (CEE) afin d'institutionnaliser la coopération entre les banques centrales de la CEE. |
| 1970 | Le rapport Werner établit un plan destiné à réaliser une union économique et monétaire dans la Communauté à l'horizon de 1980. |
| Avril 1972 | Mise en place d'un système (le « serpent ») destiné à réduire progressivement les marges de fluctuation des monnaies des États membres de la Communauté économique européenne. |
| Avril 1973 | Création du Fonds européen de coopération monétaire afin d'assurer le bon fonctionnement du serpent. |
| Mars 1979 | Création du Système monétaire européen (SME). |
| Février 1986 | Signature de l'Acte unique européen (AUE). |
| Juin 1988 | Le Conseil européen charge un comité d'experts, sous la présidence de Jacques Delors (le « Comité Delors »), d'élaborer des propositions en vue de la réalisation de l'UEM. |
| Mai 1989 | Le « rapport Delors » est soumis au Conseil européen. |
| Juin 1989 | Le Conseil européen approuve la réalisation de l'UEM en trois phases. |
| Juillet 1990 | Début de la première phase de l'UEM. |
| Décembre 1990 | Début d'une conférence intergouvernementale chargée de préparer les deuxième et troisième phases de l'UEM. |
| Février 1992 | Signature du traité sur l'Union européenne (« traité de Maastricht »). |
| Octobre 1993 | Francfort-sur-le-Main est la ville choisie pour accueillir le siège de l'Institut monétaire européen (IME) et de la BCE. Choix du président de l'IME. |
| Novembre 1993 | Entrée en vigueur du traité sur l'Union européenne. |
| Décembre 1993 | Alexandre Lamfalussy est nommé président de l'IME, qui sera établi le 1 ^{er} janvier 1994. |

| | |
|---------------|--|
| Janvier 1994 | Début de la deuxième phase de l'UEM. Mise en place de l'IME. |
| Décembre 1995 | Le Conseil européen de Madrid adopte le nom de la future monnaie unique et définit le scénario de son adoption et du passage à l'euro fiduciaire. |
| Décembre 1996 | L'IME présente au Conseil européen des spécimens des billets de banque. |
| Juin 1997 | Le Conseil européen adopte un « Pacte de stabilité et de croissance ». |
| Mai 1998 | L'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal sont considérés comme satisfaisant aux conditions nécessaires à l'adoption de l'euro en tant que monnaie unique ; nomination des membres du directoire de la BCE. |
| Juin 1998 | Établissement de la BCE et du SEBC. |
| Octobre 1998 | La BCE annonce la stratégie et le cadre opérationnel de la politique monétaire unique qu'elle mettra en œuvre à partir de janvier 1999. |
| Janvier 1999 | Début de la troisième phase de l'UEM : l'euro devient la monnaie unique de la zone euro ; fixation irrévocable des taux de conversion des anciennes monnaies des États membres participants ; mise en œuvre d'une politique monétaire unique au sein de la zone euro. |
| Janvier 2001 | La Grèce devient le douzième État membre à intégrer la zone euro. |
| Janvier 2002 | Passage à l'euro fiduciaire : introduction des billets et des pièces en euros qui ont seuls cours légal dans la zone euro à partir de la fin février 2002. |
| Mai 2004 | Les BCN des dix nouveaux États membres de l'UE entrent dans le SEBC. |
| Janvier 2007 | La Bulgarie et la Roumanie adhèrent à l'UE, ce qui porte le nombre total des États membres à vingt-sept, et leur banque centrale nationale devient membre du SEBC. La Slovénie adopte l'euro, devenant ainsi le treizième pays membre de la zone euro. |

Source : Scheller (2004), p. 16, mise à jour par l'auteur.

La première phase de l'UEM

Sur la base du Rapport Delors, le Conseil européen a décidé, en juin 1989, que la première phase de l'Union économique et monétaire devait commencer le 1^{er} juillet 1990. Parallèlement, le Comité des gouverneurs des banques centrales des États membres de la Communauté économique européenne, qui avait joué un rôle de plus en plus important dans la coopération monétaire depuis sa création en mai 1964, recevait des responsabilités supplémentaires.

La réalisation des deuxième et troisième phases rendait nécessaire une révision du traité instituant la Communauté européenne (le « traité de Rome ») afin d'établir la structure institutionnelle requise. À cet effet, une conférence intergouvernementale sur l'UEM a été convoquée en 1991, parallèlement à la conférence intergouvernementale sur l'Union politique. Le Comité des gouverneurs a présenté à la conférence intergouvernementale le projet de statuts du SEBC et de la BCE. Les négociations ont abouti au traité sur l'Union européenne, qui a été adopté en décembre 1991 et signé à Maastricht le 7 février 1992. Cependant, en raison de retards dans le processus de ratification, le traité n'est entré en vigueur que le 1^{er} novembre 1993.

La deuxième phase de l'UEM : la création de l'IME et de la BCE

La création de l'Institut monétaire européen (IME), le 1^{er} janvier 1994, a marqué le début de la deuxième phase de l'UEM et la disparition du Comité des gouverneurs. Le caractère transitoire de l'IME reflétait également l'état de l'intégration monétaire au sein de la Communauté. L'IME n'assumait pas la responsabilité de la conduite de la politique monétaire dans l'Union européenne – celle-ci restant la prérogative des autorités nationales – et n'était pas habilité à effectuer des interventions de change.

Les deux tâches principales de l'IME consistaient, d'une part, à renforcer la coopération entre banques centrales et la coordination des politiques monétaires et, d'autre part, à mener les préparatifs nécessaires à la création du Système européen de banques centrales (SEBC), à la conduite de la politique monétaire unique et à la création d'une monnaie unique au cours de la troisième phase.

En décembre 1995, le Conseil européen de Madrid a convenu d'appeler « euro » l'unité monétaire européenne devant être introduite au début de la troisième phase de l'UEM et a confirmé que cette phase commencerait le 1^{er} janvier 1999. Un calendrier des actions à mener a été annoncé au préalable pour le passage à l'euro. Ce scénario était fondé essentiellement sur des propositions détaillées élaborées par l'IME. En même temps, l'IME a été chargé d'effectuer les travaux préparatoires concernant les relations monétaires et de change futures entre les pays de la zone euro et les autres pays de l'UE. En décembre 1996, l'IME a présenté un rapport au Conseil européen. Ce rapport jetait les bases d'une résolution du Conseil européen sur les principes et les éléments fondamentaux du nouveau mécanisme de change (MCE II), qui a été adopté en juin 1997.

En décembre 1996, l'IME a également présenté au Conseil européen, puis au public, la série des maquettes choisie pour les billets en euros devant être mis en circulation le 1^{er} janvier 2002.

Afin de compléter et de préciser les dispositions du traité relatives à l'UEM, le Conseil européen, en juin 1997, a adopté le Pacte de stabilité et de croissance destiné à assurer la discipline budgétaire au sein de l'UEM. Ce pacte a été complété et les engagements respectifs ont été renforcés par une déclaration du Conseil, en mai 1998.

Le 2 mai 1998, le Conseil de l'Union européenne, réuni au niveau des chefs d'État ou de gouvernement, a décidé que onze États membres (Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Portugal) avaient rempli les conditions nécessaires à l'adoption de la monnaie unique le 1^{er} janvier 1999.

Parallèlement, les ministres des Finances des États membres adoptant la monnaie unique ont convenu avec les gouverneurs des banques centrales nationales de ces États membres, la Commission européenne et l'IME que les cours pivots des monnaies des États membres participants en vigueur au sein du MCE serviraient à déterminer les taux de conversion irrévocables pour l'euro.

Le 25 mai 1998, les gouvernements des onze États membres participants ont nommé officiellement le président, le vice-président et les quatre autres membres du directoire de la BCE. Leur nomination a pris effet le 1^{er} juin 1998 et a marqué la mise en place de la BCE.

L'instauration de la BCE marquait la fin de la mission de l'IME. Conformément aux dispositions de l'article 123 du traité instituant la Communauté européenne, l'IME a été



En décembre 1996, les séries de maquettes sélectionnées pour la conception des billets en euros ont été présentées au public.

liquidé. L'ensemble des travaux préparatoires confiés à l'IME ont été menés à bien dans les délais fixés. Durant le second semestre de 1998, la BCE a pu tester, une dernière fois, les systèmes et les procédures.

La troisième phase de l'UEM : la fixation irrévocable des taux de change

Le 1^{er} janvier 1999, la troisième et dernière phase de l'UEM est entrée en vigueur avec la fixation irrévocable des taux de change des monnaies des onze États membres participant dès le début à l'union monétaire ainsi qu'avec la mise en œuvre d'une politique monétaire unique, placée sous la responsabilité de la BCE.

Le nombre des États membres participants est passé à treize le 1^{er} janvier 2007, lorsque la Slovénie est entrée dans la troisième phase de l'UEM. La participation de la Slovénie a fait suite à une décision du 11 juillet 2006 du Conseil de l'UE – réuni au niveau des chefs d'État ou de gouvernement –, selon laquelle ce pays remplissait les critères de convergence.

5.2 Le cadre institutionnel

Le Système européen de banques centrales

Instituée le 1^{er} juin 1998, la BCE est l'une des banques centrales les plus jeunes dans le monde. Toutefois, elle est le dépositaire de la crédibilité et de la compétence de toutes les banques centrales nationales de la zone euro qui, conjointement avec la BCE, mettent en œuvre la politique monétaire au sein de la zone euro.

Le traité instituant la Communauté européenne constitue le fondement juridique de la BCE et du Système européen de banques centrales (SEBC). Aux termes du traité, le SEBC est composé de la BCE et des banques centrales nationales de tous les États membres de l'Union européenne (27 depuis le 1^{er} janvier 2007). Les statuts du SEBC et de la BCE figurent dans un protocole annexé au traité.

La mission du SEBC

Le traité stipule que « l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix » et que « sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté, tels que définis à l'article 2 ». L'article 2 du traité cite parmi les objectifs de la Communauté « un niveau d'emploi élevé (...), une croissance durable et non-inflationniste, un haut degré de compétitivité et de convergence des performances économiques ». Le traité établit ainsi clairement une hiérarchie des objectifs et assigne une importance fondamentale au maintien de la stabilité des prix. En axant la politique monétaire de la BCE sur le respect de cet objectif principal, le traité indique clairement que le maintien de la stabilité des prix représente la contribution la plus importante que la politique monétaire puisse apporter à la réalisation d'un environnement économique favorable et d'un niveau d'emploi élevé.



L'Eurosystème

Les treize banques centrales nationales de la zone euro et la BCE constituent l'Eurosystème. Le Conseil des gouverneurs a choisi ce terme pour désigner le dispositif permettant au SEBC d'accomplir ses missions au sein de la zone euro. Tant qu'il existera des États membres de l'UE n'ayant pas encore adopté l'euro, il sera nécessaire de faire la distinction entre l'Eurosystème et le SEBC. Les banques centrales nationales des États membres de l'UE n'ayant pas encore adopté l'euro – à savoir les « anciens » États membres de l'UE (Danemark, Royaume-Uni et Suède) et neuf pays sur les dix qui ont rejoint l'Union européenne le 1^{er} mai 2004 (Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République tchèque et Slovaquie) ainsi que la Bulgarie et la Roumanie, qui sont devenues membres de l'Union européenne le 1^{er} janvier 2007 – ne participent pas au processus de décision concernant la politique monétaire unique de la zone euro. Ces États membres conservent leur monnaie nationale et continuent de mettre en œuvre leur propre politique monétaire. Un pays de l'UE souhaitant adopter l'euro ultérieurement peut le faire à condition de remplir les critères de convergence (cf. encadré ci-dessous pour plus de détails). Ce fut le cas de la Slovénie, qui a adhéré à la zone euro le 1^{er} janvier 2007.

Encadré 5.2 Les critères de convergence

Les conditions requises pour l'adoption de l'euro sont stipulées dans l'article 121 du traité et dans le protocole sur les critères de convergence visés à l'article 121, annexé au traité. Pour évaluer si un État membre a réalisé un degré élevé de convergence durable, quatre critères sont pris en compte : la stabilité des prix, une situation saine des finances publiques, la stabilité du taux de change et la convergence des taux d'intérêt.

L'article 121, paragraphe 1, premier tiret, du traité prévoit « la réalisation d'un degré élevé de stabilité des prix » et stipule que « cela ressortira d'un taux d'inflation proche de celui des trois États membres, au plus, présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix ». L'article 1^{er} du protocole précise en outre que « le critère de stabilité (...) signifie qu'un État membre a un degré de stabilité des prix durable et un taux d'inflation moyen, observé au cours d'une période d'un an avant l'examen, qui ne dépasse pas de plus de 1,5 point de pourcentage celui des trois États membres, au plus, présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix. L'inflation est calculée au moyen de l'indice des prix à la consommation sur une base comparable, compte tenu des différences dans les définitions nationales ».

L'article 21, paragraphe 1, deuxième tiret, du traité énonce « le caractère soutenable de la situation des finances publiques » et indique que « cela ressortira d'une situation budgétaire qui n'accuse pas de déficit public excessif au sens de l'article 104, paragraphe 6 ». L'article 2 du protocole stipule en outre que ce critère « (...) signifie qu'un État membre ne fait pas l'objet, au moment de l'examen, d'une décision du Conseil visée à l'article 104, paragraphe 6, du traité concernant l'existence d'un déficit excessif ». Conformément à l'article 104, paragraphe 1, du traité, les États membres « évitent les déficits publics excessifs ». La Commission examine si la discipline budgétaire a été respectée, et ce sur la base des deux critères ci-après :

- a) si le rapport entre le déficit public prévu ou effectif et le produit intérieur brut dépasse une valeur de référence (définie dans le protocole sur la procédure concernant les déficits excessifs à 3 % du PIB), à moins :
 - que le rapport n'ait diminué de manière substantielle et constante et n'atteigne un niveau proche de la valeur de référence,

- ou que le dépassement de la valeur de référence ne soit qu'exceptionnel et temporaire et que ledit rapport ne reste proche de la valeur de référence ;
- b) si le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut dépasse une valeur de référence (définie dans le protocole sur la procédure concernant les déficits excessifs à 60 % du PIB), à moins que ce rapport ne diminue suffisamment et ne s'approche de la valeur de référence à un rythme satisfaisant ».

L'article 121, paragraphe 1, troisième tiret, du traité requiert « le respect des marges normales de fluctuation prévues par le mécanisme de change du Système monétaire européen pendant deux ans au moins, sans dévaluation de la monnaie par rapport à celle d'un autre État membre ». L'article 3 du protocole stipule en outre que « le critère de participation au mécanisme de change du Système monétaire européen (...) signifie qu'un État membre a respecté les marges normales de fluctuation prévues par le mécanisme de change du Système monétaire européen sans connaître de tensions graves pendant au moins les deux dernières années précédant l'examen. Notamment, l'État membre n'a, de sa propre initiative, pas dévalué le taux central bilatéral de sa monnaie par rapport à la monnaie d'un autre État membre pendant la même période ».

L'article 121, paragraphe 1, quatrième tiret, du traité stipule « le caractère durable de la convergence atteinte par l'État membre et de sa participation au mécanisme de change du Système monétaire européen, qui se reflète dans les niveaux des taux d'intérêt à long terme ». L'article 4 du protocole précise en outre que « le critère de convergence des taux d'intérêt (...) signifie que, au cours d'une période d'un an précédant l'examen, un État membre a eu un taux d'intérêt nominal moyen à long terme qui n'excède pas de plus de 2 points de pourcentage celui des trois États membres, au plus, présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix. Les taux d'intérêt sont calculés sur la base d'obligations d'État à long terme ou de titres comparables, compte tenu des différences dans les définitions nationales ».

Outre ces exigences économiques, les critères de convergence portent également sur la convergence juridique afin de garantir que la législation nationale, y compris les statuts de la BCN, soit compatible avec le traité et les statuts du SEBC et de la BCE. Le traité prévoit que la BCE et la Commission font rapport au Conseil de l'Union européenne, au moins une fois tous les deux ans ou à la demande d'un État membre faisant l'objet d'une dérogation, sur les progrès faits par les États membres dans l'accomplissement de leurs obligations concernant les critères de convergence. Sur la base des rapports de convergence soumis séparément par la BCE et la Commission et d'une proposition de la Commission, le Conseil, après consultation du Parlement européen et après s'être réuni au niveau des chefs d'État ou de gouvernement, décide si un État membre satisfait aux critères de convergence et est admis à entrer dans la zone euro. Depuis le début de la troisième phase, la BCE a rédigé des rapports sur la convergence en 2000, 2002, 2004 et 2006.

... et ses missions fondamentales

Les missions fondamentales de l'Eurosystème consistent à :

- définir et mettre en œuvre la politique monétaire de la zone euro ;
- conduire les opérations de change, détenir et gérer les réserves officielles de change des pays de la zone euro ;
- promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement.

En outre, l'Eurosystème est chargé :

- d'autoriser l'émission des billets dans la zone euro ;
- de soumettre des avis et des recommandations sur les projets d'actes communautaires et de législation nationale ;
- de collecter les informations statistiques nécessaires, soit auprès des autorités nationales, soit directement auprès des agents économiques (par exemple les institutions financières) ;
- de contribuer à la mise en œuvre harmonieuse des politiques menées par les autorités responsables du contrôle prudentiel des établissements de crédit et de la stabilité du système financier.

Le Conseil des gouverneurs

Le Conseil des gouverneurs est l'organe de décision suprême de la BCE. Il se compose des six membres du directoire et des gouverneurs des banques centrales nationales de la zone euro (treize en 2007). Le Conseil des gouverneurs et le directoire sont l'un et l'autre présidés par le président de la BCE (voir également le graphique ci-dessous).

La mission fondamentale du Conseil des gouverneurs consiste à définir la politique monétaire de la zone euro. En particulier, il est habilité à fixer les taux d'intérêt auxquels les établissements de crédit peuvent obtenir de la monnaie (c'est-à-dire de la liquidité) auprès de l'Eurosystème. Ainsi, le Conseil des gouverneurs agit indirectement sur les taux d'intérêt pratiqués dans l'ensemble de l'économie de la zone euro, notamment les taux des prêts accordés par les établissements de crédit et ceux rémunérant les dépôts des épargnants. Le Conseil des gouverneurs assume ses responsabilités en arrêtant des orientations et en prenant des décisions.

Le directoire

Le directoire de la BCE se compose du président, du vice-président et de quatre autres membres. Ils sont nommés d'un commun accord par les chefs d'État ou de gouvernement des pays constituant la zone euro. Cet organe est chargé de mettre en œuvre la politique monétaire définie par le Conseil des gouverneurs et, dans ce cadre, donne les instructions nécessaires aux banques centrales nationales. En outre, il prépare les réunions du Conseil des gouverneurs et est responsable de la gestion courante de la BCE.

Le Conseil général

Le Conseil général est le troisième organe de décision de la BCE. Il est composé du président et du vice-président de la BCE ainsi que des gouverneurs des 27 banques centrales nationales des États membres de l'UE. Le Conseil général n'assume aucune responsabilité en ce qui concerne les décisions de politique monétaire de la zone euro. Il contribue à la coordination des politiques monétaires des États membres qui n'ont pas encore adopté l'euro ainsi qu'aux préparatifs en vue des futurs élargissements de la zone euro.

L'indépendance

Il est logique de confier la mission du maintien de la stabilité des prix à une banque centrale indépendante, qui ne puisse être soumise à aucune pression politique. En vertu des dispositions du traité instituant la Communauté européenne, l'Eurosystème

Graphique : Les organes de décision de la BCE



Source : Banque centrale européenne (2004), *La politique monétaire de la BCE*, p. 10.



jouit d'une indépendance totale dans l'accomplissement de ses missions : ni la BCE, ni les banques centrales nationales de l'Eurosystème, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions de tout autre organe. Les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des États membres sont tenus de respecter ce principe et de ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE ou des banques centrales nationales. En outre, l'Eurosystème ne peut accorder de prêts aux organes communautaires ou à des organismes gouvernementaux nationaux. Cette disposition contribue à le mettre à l'abri de toute interférence politique. L'Eurosystème dispose de tous les instruments et pouvoirs nécessaires pour mettre en œuvre une politique monétaire efficace. Les membres des organes de décision de la BCE ont un mandat de longue durée. Ils ne peuvent être démis de leurs fonctions que s'ils ont commis une faute grave ou s'ils ne remplissent plus les conditions nécessaires à l'exercice de leurs fonctions. La BCE a son propre budget, distinct de celui de la Communauté européenne. Il existe ainsi une séparation entre la gestion de la BCE et les intérêts financiers de la Communauté.

Le capital de la BCE

Le capital de la BCE ne provient pas de la Communauté européenne. Il a été souscrit et libéré par les banques centrales nationales. Les parts respectives des États membres dans le produit intérieur brut (PIB) et dans la population de l'Union européenne servent à déterminer le montant exigible pour chaque banque centrale nationale.

5.3 La stratégie de politique monétaire de la BCE

Principes généraux

La mission de la politique monétaire

Comme il a été indiqué plus haut, le traité instituant la Communauté européenne a assigné à l'Eurosystème une mission principale, à savoir le maintien de la stabilité des prix dans la zone euro. Il stipule en particulier que « l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix ».

Le défi auquel doit faire face la BCE peut être résumé ainsi : le Conseil des gouverneurs de la BCE doit agir sur les conditions du marché monétaire et, par conséquent, sur le niveau des taux d'intérêt à court terme, afin d'assurer la stabilité des prix à moyen terme. Quelques principes-clés d'une politique monétaire efficace sont expliqués ci-après.

La politique monétaire doit constituer un solide point d'ancrage des anticipations d'inflation ...

En premier lieu, la politique monétaire est beaucoup plus efficace si elle constitue un solide point d'ancrage des anticipations d'inflation (voir également la section 3.3). À cet égard, les banques centrales doivent non seulement préciser leurs objectifs, les élaborer et adopter une méthode cohérente et systématique pour conduire la politique monétaire mais également communiquer de manière claire et ouverte. Il s'agit d'éléments essentiels pour parvenir à un degré élevé de crédibilité, lequel constitue une condition préalable indispensable pour influencer les anticipations des agents économiques.

... elle doit être prospective ...

Ensuite, en raison des délais inhérents au mécanisme de transmission (cf. section 4.3), toute modification de la politique monétaire à un moment donné n'influera sur le niveau des prix qu'après un certain nombre de trimestres ou d'années. Cela signifie que les banques centrales doivent définir l'orientation nécessaire pour assurer le maintien de la stabilité des prix à l'avenir, une fois que le délai de transmission s'est écoulé. Dans ce sens, la politique monétaire doit être prospective.

... elle est axée sur le moyen terme ...

Dans la mesure où, du fait des délais de transmission, la politique monétaire ne peut pas, à court terme, neutraliser les chocs imprévus affectant le niveau des prix (par exemple, ceux engendrés par les variations des cours internationaux des matières premières ou par les modifications de la fiscalité indirecte), une certaine volatilité à court terme des taux d'inflation est inévitable (voir également section 4.4). De plus, en raison de la complexité du mécanisme de transmission de la politique monétaire, un degré élevé d'incertitude



La politique
monétaire doit
avoir une
orientation
prospective ...

entoure toujours les effets des chocs économiques et de la politique monétaire. C'est pourquoi la politique monétaire se doit d'être axée sur le moyen terme de manière à éviter tout activisme excessif ainsi que l'apparition d'une volatilité non souhaitable dans le secteur réel de l'économie.

59

La politique
monétaire de la
BCE

... et fondée sur une large gamme d'indicateurs

Enfin, à l'instar de n'importe quelle autre banque centrale, la BCE fait face à une incertitude considérable en ce qui concerne notamment la fiabilité des indicateurs économiques, la structure de l'économie de la zone euro et le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Par conséquent, une politique monétaire efficace doit être fondée sur une large gamme d'indicateurs, prenant en compte toutes les informations pertinentes de manière à appréhender les facteurs à l'origine des évolutions économiques, et ne peut s'appuyer sur un petit nombre d'indicateurs ou un modèle unique de l'économie.

Le rôle de la stratégie : offrir un cadre global pour l'élaboration des décisions de politique monétaire

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté et annoncé une stratégie de politique monétaire visant à garantir une approche cohérente et systématique des décisions de politique monétaire. Cette stratégie intègre les principes généraux mentionnés ci-dessus afin de permettre à la banque centrale de relever les défis auxquels elle doit faire face. Elle vise à offrir un cadre global dans lequel les décisions relatives au niveau adéquat des taux d'intérêt à court terme peuvent être prises et communiquées au public.

Les principaux aspects de la stratégie de politique monétaire de la BCE

Le premier élément de la stratégie de politique monétaire de la BCE consiste en une définition quantifiée de la stabilité des prix. En outre, la stratégie établit un cadre permettant au Conseil des gouverneurs d'évaluer toutes les informations et analyses pertinentes nécessaires pour prendre les décisions de politique monétaire visant à maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Les dernières sections de ce chapitre décrivent ces aspects de manière détaillée.

La définition quantifiée de la stabilité des prix

L'objectif principal

L'objectif principal de l'Eurosystème est de maintenir la stabilité des prix dans la zone euro, préservant ainsi le pouvoir d'achat de la monnaie unique. Comme on l'a vu précédemment, le maintien de la stabilité des prix constitue la contribution la plus importante que la politique monétaire puisse apporter à l'obtention d'un environnement



La définition de la stabilité des prix fournit des indications au public, lui permettant de former ses anticipations quant à l'évolution future des prix.

économique favorable et d'un niveau d'emploi élevé. L'inflation comme la déflation peuvent avoir des répercussions très graves sur le plan tant économique que social (voir notamment section 3.3). Sans préjudice de son objectif principal de stabilité des prix, l'Eurosystème apporte également son soutien aux politiques économiques générales de la Communauté européenne. En outre, l'Eurosystème agit conformément aux principes d'une économie de marché ouverte, conformément au traité instituant la Communauté européenne.

La BCE a défini la stabilité des prix en termes quantitatifs

Si le traité stipule clairement que le maintien de la stabilité des prix constitue l'objectif principal de la BCE, il n'en donne aucune définition précise. Afin de préciser cet objectif, le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé, en 1998, la définition quantifiée suivante : « *La stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % dans la zone euro. La stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme* ». En 2003, le Conseil des gouverneurs a précisé que, dans le cadre de cette définition, il vise à maintenir les taux d'inflation au-dessous de, mais « *proches de 2 % à moyen terme* ».

Cette définition constitue un point d'ancrage pour les anticipations d'inflation tout en renforçant la transparence et la responsabilité de la BCE

Plusieurs raisons expliquent la décision du Conseil des gouverneurs de rendre publique une définition quantifiée de la stabilité des prix. Tout d'abord, en précisant la façon dont le Conseil des gouverneurs interprète l'objectif qui lui a été assigné par le traité, cette définition rend plus compréhensible le cadre de la politique monétaire (il rend la politique monétaire plus transparente). D'autre part, la définition de la stabilité des prix fournit un repère clair et mesurable permettant au public d'évaluer les résultats obtenus par la BCE. S'il y a divergence entre l'évolution des prix et la définition de la stabilité des prix, la BCE est tenue d'expliquer cet écart et de préciser comment elle entend rétablir la stabilité des prix dans un délai acceptable. Enfin, la définition guide le public, qui est alors en mesure de former des anticipations quant à l'évolution future des prix (voir également encadré 3.2).

Les caractéristiques de la définition : l'accent est mis sur la zone euro dans son ensemble

La définition de la stabilité des prix présente un certain nombre de caractéristiques qu'il convient de noter. En premier lieu, le mandat de la BCE recouvre l'ensemble de la zone euro. Ainsi, les décisions concernant la politique monétaire unique visent à assurer la

stabilité des prix dans l'ensemble de la zone euro. Cette focalisation sur la zone euro dans son ensemble est la conséquence naturelle du fait que, au sein d'une union monétaire, la politique monétaire ne peut que piloter le niveau *moyen* des taux d'intérêt du marché monétaire de la zone, c'est-à-dire qu'elle ne peut pas fixer divers taux d'intérêt pour différentes régions de la zone euro.

L'IPCH

La définition retient également un indice spécifique des prix, à savoir l'IPCH de la zone euro, qui doit être utilisé pour évaluer si la stabilité des prix a été réalisée. Le recours à un indice harmonisé rend transparent l'engagement de la BCE à fournir une protection totale et efficace contre l'érosion du pouvoir d'achat de la monnaie (voir également section 3.2).

L'IPCH, publié par Eurostat, l'office des statistiques de l'Union européenne, constitue l'indicateur principal de l'évolution des prix au sein de la zone euro. Cet indice a été harmonisé entre les différents pays de la zone euro afin de mesurer le mouvement des prix sur une base comparable. L'IPCH est l'indice qui permet le mieux de représenter les variations au fil du temps du prix d'un panier représentatif des dépenses de consommation dans la zone euro (cf. encadré 5.3).

Encadré 5.3 L'élaboration et les caractéristiques de l'IPCH

Le travail conceptuel lié au calcul de l'IPCH de la zone euro est effectué par la Commission européenne (Eurostat), en liaison étroite avec les instituts nationaux de statistiques. En tant que principaux utilisateurs, la BCE et, précédemment, l'IME ont été étroitement impliqués dans ces travaux. Les chiffres de l'IPCH publiés par Eurostat sont disponibles depuis janvier 1995.

Sur la base des pondérations des dépenses de consommation applicables pour 2004, les biens représentent 58,7 % et les services 41,3 % de l'IPCH (cf. tableau ci-dessous). Une ventilation de l'IPCH global en composantes individuelles facilite l'identification des différents facteurs économiques qui exercent une influence sur l'évolution des prix à la consommation. À titre d'exemple, les évolutions de la composante énergie sont étroitement liées aux fluctuations des cours du pétrole. Les prix des produits alimentaires sont ventilés en produits alimentaires transformés et non transformés, car les prix de ces derniers subissent, notamment, l'influence des conditions météorologiques et des variations saisonnières, alors que ces facteurs exercent une incidence moindre sur les prix des produits alimentaires transformés. Les prix des services se subdivisent en cinq composantes qui, en raison des conditions spécifiques de marché, présentent généralement des différences dans leurs évolutions respectives.

De par cette harmonisation et les améliorations statistiques visant à accroître sa précision, sa fiabilité et sa rapidité d'obtention, l'IPCH est devenu un indice de grande qualité, conforme aux normes internationales, et un indicateur caractérisé par une grande comparabilité de pays à pays. Néanmoins, des améliorations sont toujours en cours dans divers domaines.

Tableau : Pondérations des principales composantes de l'IPCH de la zone euro applicables pour 2006

| | |
|---------------------------------------|--------------|
| Indice global | 100,0 |
| Prix des biens | 59,2* |
| Produits alimentaires non transformés | 7,4 |
| Produits alimentaires transformés | 11,8 |
| Produits manufacturés hors énergie | 30,7 |
| Énergie | 9,2 |
| Services | 40,8 |
| Services de logement | 10,3 |
| Transports | 6,4 |
| Communication | 2,9 |
| Services de loisir et personnels | 14,5 |
| Divers | 6,6 |

* Les totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des composantes en raison des arrondis

Source : Eurostat

Les raisons d'un objectif d'inflation inférieur à, mais proche de 2 %

En faisant référence à « *une progression de l'IPCH inférieure à 2 %* », la définition indique clairement que non seulement une inflation supérieure à 2 % mais également la déflation (c'est-à-dire une baisse du niveau des prix) sont incompatibles avec la stabilité des prix. À cet égard, l'indication explicite par la BCE qu'elle poursuit l'objectif de maintenir le taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 %, témoigne de son engagement à prévoir une marge permettant d'éviter les risques de déflation (cf. section 3.1 et l'encadré ci-dessous).

Encadré 5.4 Une marge de sécurité contre la déflation

La référence à une « progression de l'IPCH inférieure à, mais proche de 2 % » fournit une marge de sécurité contre la déflation.

Si la déflation implique pour l'économie des coûts similaires à ceux induits par l'inflation, il convient de l'éviter car, si elle survient, le phénomène peut perdurer dans la mesure où les taux d'intérêt nominaux ne peuvent pas tomber au-dessous de zéro. De fait, personne ne serait disposé à prêter de l'argent pour retrouver une somme inférieure au terme du prêt. Dans un environnement déflationniste, il est donc possible que la politique monétaire ne puisse pas stimuler suffisamment la demande

globale par l'intermédiaire de l'instrument des taux d'intérêt. Toute tentative de réduire les taux d'intérêt nominaux à un niveau inférieur à zéro serait vouée à l'échec, les agents économiques préférant détenir des espèces plutôt que de prêter ou de déposer leurs fonds à un taux négatif. Même si diverses actions de politique monétaire sont envisageables en situation de taux d'intérêt nominaux nuls, l'efficacité de telles politiques est relativement incertaine. Par conséquent, il est préférable que la politique monétaire prévoie une marge de sécurité contre la déflation.

En visant une « progression de l'IPCH inférieure à, mais proche de 2% », la BCE tient compte également d'un possible biais de mesure de l'IPCH et des effets éventuels des écarts d'inflation au sein de la zone euro.

L'orientation à moyen terme

Enfin, un aspect fondamental de la politique monétaire de la BCE réside dans le fait qu'elle poursuit un objectif de stabilité des prix « à moyen terme ». Comme souligné précédemment, cette démarche témoigne du consensus sur le fait que la politique monétaire ne peut pas et ne doit donc pas tenter de procéder au réglage fin des évolutions des prix ou de l'inflation sur des horizons à court terme de quelques semaines ou quelques mois (voir également section 4.4). Les modifications de la politique monétaire n'influent sur les prix qu'après un certain temps et l'ampleur de l'incidence éventuelle est incertaine. Cela signifie que la politique monétaire ne peut pas neutraliser toutes les perturbations affectant de manière inattendue le niveau des prix. Une certaine volatilité à court terme de l'inflation est par conséquent inévitable.

Encadré 5.5 L'orientation à moyen terme de la politique monétaire de la BCE

Une économie est continuellement soumise à des chocs largement imprévisibles qui affectent également l'évolution des prix. Parallèlement, la politique monétaire n'agit sur l'évolution des prix qu'après un long délai, qui est variable et, comme la plupart des relations économiques, très incertain. Dans ce contexte, aucune banque centrale ne serait en mesure de maintenir en permanence l'inflation à un niveau déterminé retenu comme objectif, voire de la ramener très rapidement à ce niveau. Dès lors, la politique monétaire doit agir de manière prospective et ne peut assurer le maintien de la stabilité des prix que sur des périodes assez longues. Ce raisonnement est la pierre angulaire de l'orientation à moyen terme de la BCE.

La notion de « moyen terme » implique nécessairement une certaine souplesse concernant la définition d'un cadre temporel précis. Cela montre qu'il n'est pas souhaitable de fixer *a priori* un horizon précis pour la conduite de la politique monétaire, dans la mesure où le mécanisme de transmission couvre une période de temps variable et incertaine. Une réaction trop énergique de la politique

L'évolution des prix est fortement influencée par l'interaction de l'offre et de la demande sur les marchés des biens, des services et des facteurs de production.



monétaire visant à restaurer la stabilité des prix sur une période très courte risque, dans ces conditions, d'être très coûteuse en termes de volatilité de la production et de l'emploi, ce qui, à plus long terme, peut également affecter l'évolution des prix. En l'occurrence, il est communément admis qu'une réaction graduelle de la politique monétaire permet à la fois d'éviter une volatilité excessive de l'activité réelle et de maintenir la stabilité des prix à plus long terme. Ainsi, l'orientation à moyen terme offre également à la BCE la souplesse nécessaire pour répondre de manière adéquate aux différents chocs économiques susceptibles de survenir. En même temps, il est évident que, rétrospectivement, la responsabilité de la BCE se limite aux tendances inflationnistes.

Les deux piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE

Le cadre à deux piliers est un instrument permettant d'organiser l'information ...

L'approche adoptée par la BCE pour l'organisation, l'évaluation et le recoupement des informations pertinentes pour l'analyse des risques pesant sur la stabilité des prix est fondée sur deux perspectives analytiques appelées les deux « piliers ».

... fondé sur deux perspectives analytiques ...

Dans le cadre de la stratégie de la BCE, les décisions de politique monétaire sont fondées sur une analyse approfondie des risques pesant sur la stabilité des prix. Cette analyse s'articule autour de deux perspectives complémentaires permettant de déterminer l'évolution des prix. La première perspective vise à analyser les déterminants à court et moyen terme des évolutions de prix, en mettant l'accent sur l'activité réelle et les conditions de financement de l'économie. Elle tient compte du fait que, sur ces horizons, les évolutions des prix sont dans une large mesure influencées par l'interaction entre l'offre et la demande sur les marchés des biens, des services et des facteurs de production (voir également section 4.4). Il s'agit pour la BCE de l'« analyse économique ». La seconde perspective, appelée « analyse monétaire », envisage une période plus longue, exploitant le lien à long terme entre la monnaie et les prix (voir également section 4.5). L'analyse monétaire a essentiellement pour objet de recouper, dans une perspective de moyen et long terme, les indications à court et moyen terme pour la politique monétaire tirées de l'analyse économique.

... afin d'éviter l'omission d'informations pertinentes

L'approche à deux piliers est conçue de telle manière qu'aucune information pertinente ne soit laissée de côté lors de l'évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix. En

outre, il est dûment tenu compte des différentes perspectives et du recoupement des informations afin d'apprécier globalement ces risques. Elle met en évidence et permet de faire connaître au public le principe de l'analyse diversifiée, garantissant un processus de prise de décision robuste, fondé sur des perspectives analytiques différenciées.

L'analyse économique

L'analyse à court et moyen terme des risques pesant sur la stabilité des prix ...

L'analyse économique est axée principalement sur l'évaluation des évolutions économiques et financières actuelles et des risques à court et moyen terme qui en découlent pour la stabilité des prix. Les variables économiques et financières qui font l'objet de cette analyse comprennent, par exemple, l'évolution de la production globale, la demande globale et ses composantes, la politique budgétaire, la situation sur les marchés des capitaux et du travail, une large gamme d'indicateurs de prix et de coûts, l'évolution des taux de change, de l'économie mondiale et de la balance des paiements, les marchés des capitaux ainsi que la situation financière des différents secteurs de la zone euro. L'ensemble de ces facteurs permet d'évaluer la dynamique du secteur réel de l'économie et l'évolution probable des prix, considérés sous l'angle de l'interaction à plus court terme entre l'offre et la demande sur les marchés des biens, des services et des facteurs de production (voir également section 4.4).

Encadré 5.6 Les indicateurs de l'économie réelle et du secteur financier

Dans le cadre de son analyse économique, la BCE s'attache principalement à évaluer les évolutions économiques et financières actuelles et les risques à court et moyen terme qui en découlent pour la stabilité des prix.

En ce qui concerne l'analyse des indicateurs de l'économie réelle, la BCE examine régulièrement l'évolution de la production globale, de la demande et de la situation sur le marché du travail, d'une large gamme d'indicateurs de prix et de coûts ainsi que celle de la politique budgétaire et de la balance des paiements de la zone euro.

À titre d'exemple, s'agissant, pour commencer, des évolutions des *prix et des coûts*, outre l'IPCH et ses composantes, l'évolution des prix du secteur industriel, mesurée par les prix à la production, fait l'objet d'une analyse dans la mesure où les évolutions des prix à la production peuvent se répercuter sur les prix à la consommation. Les coûts de main-d'œuvre, qui constituent une composante importante des coûts de production globaux, sont susceptibles d'exercer une incidence non négligeable sur la formation des prix. Les statistiques des coûts de main-d'œuvre fournissent également des informations sur la compétitivité de la zone euro.

Deuxièmement, les indicateurs de *production et de demande* (comptes nationaux, statistiques conjoncturelles relatives à l'industrie et aux services, commandes et

données d'enquêtes qualitatives) fournissent des informations sur la situation conjoncturelle de l'économie, qui, elle-même, constitue un élément important de l'analyse relative aux perspectives d'évolution des prix. Par ailleurs, les données concernant le *marché du travail* (emploi, chômage, offres d'emploi et taux d'activité) sont déterminantes pour suivre les évolutions de la conjoncture et évaluer les changements structurels affectant le fonctionnement de l'économie de la zone euro. En outre, le secteur public représentant une composante importante de l'activité économique, l'information sur les comptes financiers et non financiers du *secteur public* est essentielle.

Troisièmement, les *statistiques de balance des paiements*, ainsi que les statistiques du commerce extérieur, informent sur les évolutions des exportations et des importations susceptibles d'agir sur les tensions inflationnistes à travers leur incidence sur les conditions de la demande. Ces données permettent également un suivi des prix des échanges extérieurs, dont une approximation est actuellement donnée par les indices de valeur unitaire des exportations et des importations. Ces indices contribuent, notamment, à l'évaluation de l'incidence potentielle sur les prix des importations des mouvements de taux de change et de l'évolution des cours des matières premières (telles que le pétrole). En résumé, ces indicateurs permettent d'évaluer l'évolution de la demande globale et de l'offre globale ainsi que le degré d'utilisation des capacités de production.

Les évolutions des indicateurs des marchés de capitaux et des prix des actifs font également l'objet d'un examen attentif. Les mouvements de prix des actifs peuvent agir sur l'évolution des prix à travers des effets de revenu et de richesse. À titre d'exemple, lors d'une hausse des cours des actions, les ménages détenant des actions voient leur patrimoine augmenter et peuvent décider d'accroître leur consommation. La demande de biens de consommation enregistrera alors une hausse susceptible d'alimenter les tensions inflationnistes internes. Inversement, une chute des cours des actions peut conduire à une réduction de la consommation des ménages. Les prix des actifs peuvent également exercer une incidence sur la demande globale à travers la valeur des actifs remis en nantissement qui permettent aux emprunteurs d'obtenir davantage de prêts et/ou de réduire les primes de risque exigées par les prêteurs et les banques. Le montant de ces garanties influence souvent dans une large mesure les décisions de prêt. En cas de baisse de la valeur des garanties, les prêts se renchérissent et peuvent même être difficiles à obtenir, ce qui entraîne une réduction des dépenses et, par conséquent, de la demande.

L'analyse des prix des actifs et des rendements financiers permet en outre d'obtenir des informations sur les anticipations des marchés de capitaux, notamment en ce qui concerne l'évolution future attendue des prix. Ainsi, lorsque les opérateurs effectuent des opérations d'achat et de cession d'obligations, ils révèlent implicitement leurs anticipations relatives aux évolutions futures des taux d'intérêt réels et de l'inflation (voir également encadré 3.2). En recourant à diverses techniques, la BCE peut analyser les cours des produits financiers afin d'en extraire les anticipations implicites des marchés concernant les évolutions futures. De par leur nature, les marchés des actifs et, par conséquent, les prix des actifs sont orientés vers l'avenir. Les variations des prix des actifs reflètent dès lors dans une large mesure les « faits nouveaux » – c'est-à-dire les informations relatives aux évolutions que les marchés de capitaux n'avaient pas anticipées. Dans ce sens, le suivi des prix des actifs peut contribuer à identifier les chocs qui frappent l'économie à un moment donné, notamment les chocs affectant les anticipations relatives aux évolutions économiques à venir. L'analyse des marchés de capitaux permet également l'évaluation des informations

statistiques sur les prix des actifs financiers émanant de sources diverses. En outre, la BCE collecte elle-même certaines informations statistiques.

Les évolutions des taux de change font également l'objet d'un examen attentif en raison de leur incidence sur la stabilité des prix. Les fluctuations de change ont un effet direct sur l'évolution des prix en se répercutant sur les prix des importations. Bien que la zone euro constitue une économie relativement fermée comparativement à chacun de ses pays membres, les prix à l'importation affectent les prix intérieurs à la production et à la consommation. L'évolution des taux de change peut également modifier la compétitivité-prix sur les marchés mondiaux des biens produits sur le territoire national, influant ainsi sur les conditions de la demande et, éventuellement, sur les perspectives d'évolution des prix.

... contribue à mettre en évidence la nature des chocs ...

Dans le cadre de cette analyse, une attention particulière est accordée à la nécessité d'identifier l'origine et la nature des chocs affectant l'économie, leur incidence sur les coûts et la fixation des prix et les perspectives à court et à moyen terme concernant leur propagation au sein de l'économie. Par exemple, la réaction adéquate de la politique monétaire peut varier selon qu'il s'agit de faire face aux conséquences inflationnistes d'une remontée temporaire des cours mondiaux du pétrole ou à une augmentation des prix à la consommation résultant de hausses de salaires non compensées par des gains de productivité. En effet, dans le premier cas, il peut se produire une hausse de l'inflation temporaire et de courte durée qui s'inverse rapidement. Si ce choc n'entraîne pas de relèvement des anticipations d'inflation, il ne risque guère de compromettre la stabilité des prix à moyen terme. En revanche, en cas d'augmentation excessive des salaires, le risque existe de voir se créer une spirale auto-entretenu de hausses des coûts, des prix et des revendications salariales. Le meilleur moyen d'éviter un tel processus peut être, pour la banque centrale, une réaction énergique pour réaffirmer son engagement en faveur du maintien de la stabilité des prix, contribuant ainsi à stabiliser les anticipations d'inflation.

Afin de prendre les décisions appropriées, le Conseil des gouverneurs doit obtenir une vue complète de la situation économique du moment et prendre la mesure de la nature particulière et de l'ampleur des perturbations économiques qui menacent la stabilité des prix.

... et intègre les projections macroéconomiques

Dans le cadre de l'analyse économique, les exercices de projection macroéconomique effectués par les services de l'Eurosystème jouent un rôle important. Ces projections de l'Eurosystème permettent de structurer et de synthétiser un nombre important de données économiques et assurent la cohérence entre les différentes sources de données économiques. À cet égard, elles contribuent de manière essentielle à affiner l'évaluation des perspectives économiques et des fluctuations à court et à moyen terme de l'inflation autour de sa valeur tendancielle.

Encadré 5.7 Les projections macroéconomiques de la zone euro

Le terme de « projections » est utilisé pour souligner que les projections publiées résultent d'un scénario reposant sur une série d'hypothèses techniques sous-jacentes, notamment celles de taux d'intérêt à court terme constants. C'est ainsi que de nombreuses banques centrales élaborent leurs prévisions afin d'informer au mieux les responsables de la politique monétaire de ce qui pourrait arriver si les taux directeurs demeuraient inchangés. Dans cette perspective, de toute évidence, les projections ne constituent généralement pas le meilleur indicateur des résultats futurs, en particulier sur des horizons temporels plus éloignés. Elles représentent en fait un scénario peu susceptible de se concrétiser dans la mesure où la politique monétaire interviendra toujours pour contrer les menaces pesant sur la stabilité des prix. Par conséquent, les projections macroéconomiques en matière d'inflation établies par les services de l'Eurosystème ne doivent en aucun cas être considérées comme remettant en question l'engagement du Conseil des gouverneurs de maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Les agents économiques qui fixent les salaires et les prix (c'est-à-dire le gouvernement, les entreprises et les ménages) doivent s'appuyer sur la définition quantifiée de la stabilité des prix et, en particulier, sur l'objectif du maintien de l'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2%, qui représentent la meilleure prédiction des évolutions des prix à moyen et à long terme.

Bien qu'elles jouent un rôle utile, les projections macroéconomiques des experts de l'Eurosystème ont leurs limites. Premièrement, la projection finale dépend, dans une large mesure, du cadre conceptuel sous-jacent et des techniques mises en œuvre. Un tel cadre constitue obligatoirement une simplification de la réalité et risque, le cas échéant, de ne pas tenir compte de problèmes fondamentaux qui revêtent une importance particulière pour la politique monétaire. Deuxièmement, les projections économiques ne fournissent qu'une description sommaire de l'économie et n'incorporent donc pas l'ensemble des informations pertinentes. En particulier, certaines informations importantes, telles que celles contenues dans les agrégats monétaires, s'intègrent mal dans le cadre utilisé pour élaborer les projections, ou bien l'information peut changer après que les projections ont été finalisées. Troisièmement, les projections intègrent inévitablement les opinions des experts qui, pour des raisons légitimes, peuvent ne pas faire l'objet d'un consensus. Quatrièmement, les projections reposent toujours sur des hypothèses particulières, telles que celles relatives aux cours du pétrole ou aux taux de change, susceptibles d'évoluer rapidement, et les projections sont alors dépassées.

Pour toutes ces raisons, les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème jouent un rôle important, mais non déterminant, dans la stratégie de politique monétaire de la BCE. Le Conseil des gouverneurs les évalue en même temps qu'un grand nombre d'autres éléments d'information et de méthodes d'analyse coordonnés dans le cadre du dispositif à deux piliers : analyse monétaire, des prix des actifs financiers, des divers indicateurs et des prévisions établies par d'autres institutions. Le Conseil des gouverneurs n'assume aucune responsabilité en ce qui concerne les projections, pas plus qu'il n'a recours aux seules projections des services de l'Eurosystème pour élaborer et communiquer son évaluation.

La monnaie fournit un point d'ancrage nominal

La BCE confère un rôle particulier à la monnaie au sein de la gamme des indicateurs-clés qu'elle a choisi de suivre et d'analyser de manière approfondie. Cette décision est fondée sur la reconnaissance de l'existence d'une relation étroite à moyen et à long terme entre la croissance monétaire et l'inflation (voir également section 4.5). Cette relation communément admise donne à la politique monétaire un point d'ancrage nominal solide et fiable au-delà des horizons retenus traditionnellement pour l'élaboration des prévisions d'inflation. Ainsi, assigner un rôle de premier plan à la monnaie dans le cadre de la stratégie permet également de conforter son orientation à moyen terme. En effet, la prise de décisions et l'évaluation de leurs conséquences sur la base non seulement des indications à court terme fournies par l'analyse de la situation économique et financière, mais également à partir de considérations relatives à la monnaie et à la liquidité permettent à une banque centrale de mener une stratégie allant au-delà de l'incidence passagère des divers chocs sans être tentée d'adopter une orientation excessivement volontariste.

Encadré 5.8 Les agrégats de monnaie

Étant donné que de nombreux actifs financiers sont substituables et que la nature et les caractéristiques des actifs financiers, des transactions et des moyens de paiement varient dans le temps, il n'est pas toujours aisé de définir la monnaie et d'identifier les actifs financiers correspondant à telle ou telle définition de la monnaie. Les banques centrales définissent et surveillent généralement plusieurs agrégats monétaires.

Les définitions que donne la BCE des agrégats monétaires de la zone euro reposent sur une définition harmonisée des secteurs émetteur et détenteur de monnaie ainsi que sur des catégories harmonisées d'engagements des IFM. Le secteur émetteur de monnaie regroupe les IFM résidentes de la zone euro. Le secteur détenteur de monnaie recouvre l'ensemble des non-IFM résidentes de la zone euro à l'exception des administrations centrales.

Sur la base de considérations théoriques et d'études empiriques, et conformément aux pratiques internationales, l'Eurosystème a défini un agrégat étroit (M1), un agrégat « intermédiaire » (M2) et un agrégat large (M3). Ces agrégats diffèrent quant au degré de liquidité des actifs qu'ils englobent.

M1 comprend la monnaie fiduciaire (billets et pièces) ainsi que les disponibilités qui peuvent être immédiatement transformées en numéraire ou utilisées pour des règlements scripturaux, tels que les dépôts à vue.

M2 inclut M1 ainsi que les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les dépôts assortis d'un préavis de remboursement inférieur ou égal à trois mois. Ces dépôts peuvent être transformés en composantes de l'agrégat monétaire étroit, mais dans certains cas, il peut exister des restrictions à cet égard, comme l'exigence d'un préavis, de pénalités ou de commissions.

M3 recouvre M2 ainsi que certains instruments négociables émis par le secteur des IFM résidentes. Ces instruments négociables sont les pensions, les titres d'OPCVM monétaires et les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans (y compris les instruments du marché monétaire). En raison de leur degré élevé de liquidité et des certitudes qu'ils présentent en matière de cours, ces instruments constituent des substituts proches des dépôts. Du fait de leur inclusion dans M3, cet agrégat large est moins sensible aux transferts opérés entre les différentes catégories d'actifs liquides que ne le sont les agrégats monétaires plus étroits et se trouve donc être plus stable.

Les actifs liquides libellés en devises et détenus par les résidents de la zone euro peuvent constituer de proches substituts des actifs libellés en euros. Par conséquent, les agrégats monétaires comprennent ces actifs s'ils sont détenus auprès d'IFM situées dans la zone euro.

La valeur de référence de la croissance monétaire

Afin de manifester son attachement à l'analyse monétaire et de fournir une référence pour l'évaluation des évolutions monétaires, la BCE a annoncé une valeur de référence pour l'agrégat monétaire large M3 (cf. encadré 5.9).

Celle-ci (fixée à 4,5% en 1998) correspond au rythme annuel de croissance de M3 considéré comme compatible avec la stabilité des prix à moyen terme. La valeur de référence représente dès lors un point de repère pour l'analyse des informations que contiennent les évolutions monétaires observées au sein de la zone euro. En raison du caractère à moyen et à long terme de l'analyse monétaire, il n'existe toutefois aucun lien direct entre les évolutions monétaires à court terme et les décisions de politique monétaire. C'est pourquoi la politique monétaire ne réagit pas de façon mécanique aux écarts de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence.

Encadré 5.9 La valeur de référence retenue par la BCE pour la croissance de la masse monétaire

Le rôle de premier plan assigné à la monnaie dans la stratégie de la BCE apparaît clairement dans l'annonce d'une valeur de référence pour la croissance de l'agrégat large M3. Le choix de M3 repose sur certaines indications, attestées par plusieurs études empiriques, selon lesquelles cet agrégat possède toutes les propriétés souhaitées, c'est-à-dire une fonction de demande de monnaie stable et des propriétés satisfaisantes d'indicateur avancé de l'évolution future des prix à moyen terme dans la zone euro. La valeur de référence pour la croissance de M3 a été calculée pour être compatible avec le maintien de la stabilité des prix. Des écarts importants ou persistants de la croissance monétaire par rapport à la valeur de référence devraient, dans des circonstances normales, indiquer des risques pour la stabilité des prix à moyen terme.

Le calcul de la valeur de référence se fonde sur la relation entre la croissance monétaire (ΔM), l'inflation (ΔP), la croissance du PIB en volume (ΔYR) et la variation de la vitesse de circulation de la monnaie (ΔV). En vertu de cette identité, connue sous l'appellation de « formule quantitative », la variation de l'encours monétaire, dans une économie, est égale à la variation des transactions nominales (dont une approximation est donnée par la variation du PIB en volume plus la variation du niveau des prix) moins la variation de la vitesse de circulation de la monnaie (voir également encadré 4.3). Cette dernière variable peut être définie comme la vitesse à laquelle la monnaie circule entre les différents détenteurs et détermine donc la quantité de monnaie nécessaire pour assurer un niveau donné de transactions nominales.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Le calcul de la valeur de référence s'appuie sur la définition de la stabilité des prix comme une progression sur un an de l'IPCH de la zone euro inférieure à 2%. Il repose en outre sur des hypothèses à moyen terme concernant la croissance potentielle du PIB et l'évolution tendancielle de la vitesse de circulation de M3. En 1998, une hypothèse de 2%-2,5% par an a été retenue pour la tendance à moyen terme de la croissance potentielle du PIB en volume dans la zone euro, résultant des estimations des organisations internationales et de la BCE. Plusieurs méthodes ont été utilisées pour estimer la vitesse de circulation de la monnaie, prenant en compte des tendances simples (univariées) ainsi que des informations provenant de modèles plus complexes de demande de monnaie. Globalement, les résultats de ces méthodes ont indiqué un ralentissement de la vitesse de circulation de M3 dans une fourchette de 0,5%-1% par an. Sur la base de ces hypothèses, le Conseil des gouverneurs a fixé, en décembre 1998, la valeur de référence à 4,5% par an. Cette valeur n'a pas été modifiée depuis. Le Conseil des gouverneurs vérifie la validité des conditions et des hypothèses sous-tendant la valeur de référence et fait connaître, le cas échéant, les changements apportés aux hypothèses sous-jacentes.

L'analyse de facteurs particuliers

Cette analyse se justifie entre autres par le fait que les évolutions monétaires peuvent être parfois également influencées par des facteurs « particuliers » liés à des changements d'ordre réglementaire, tels que les modifications de la fiscalité des revenus d'intérêts ou des plus-values. Ces facteurs particuliers peuvent entraîner des modifications de comportement en matière de détention de monnaie, dans la mesure où les particuliers et les entreprises réagissent face au caractère plus ou moins attrayant des dépôts bancaires inclus dans l'agrégat monétaire M3 par rapport aux autres instruments financiers. Toutefois, les évolutions monétaires provoquées par ces facteurs particuliers risquent de fournir peu d'informations sur l'évolution des prix à plus long terme. Par conséquent, l'analyse monétaire de la BCE tente de mettre l'accent sur les tendances monétaires sous-jacentes en incluant une évaluation détaillée des facteurs particuliers et autres chocs influençant la demande de monnaie.

Le recoupement des informations émanant des deux piliers

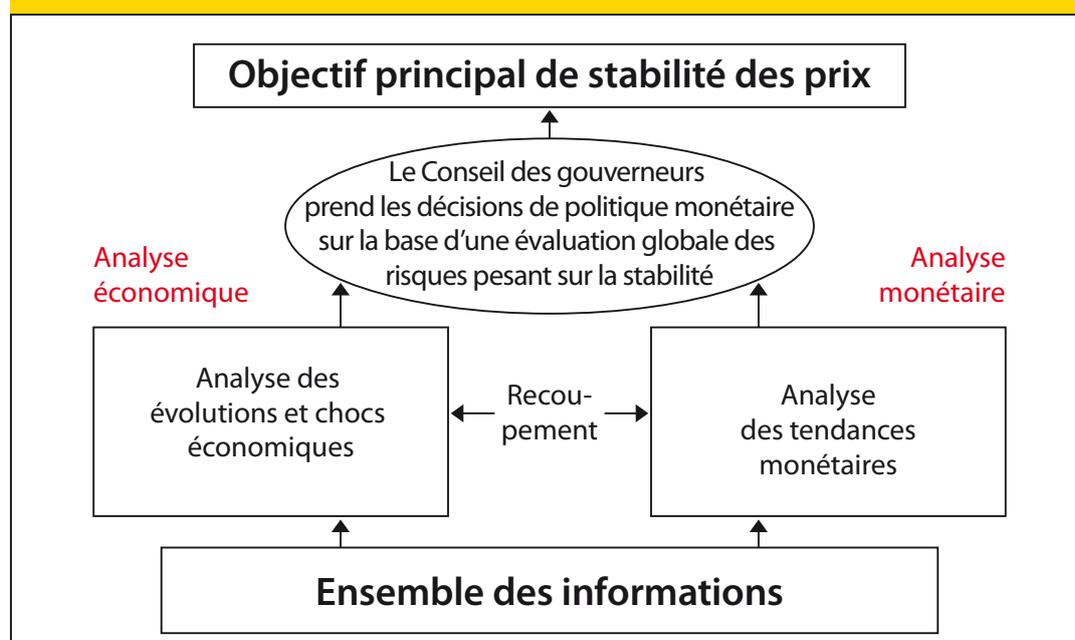
En ce qui concerne les décisions du Conseil des gouverneurs portant sur l'orientation appropriée de la politique monétaire, l'approche fondée sur deux piliers prévoit un



La BCE s'est engagée à aller au-delà des obligations d'information qui sont définies dans le traité.

recoupement des indications tirées de l'analyse économique à court terme avec celles de l'analyse monétaire à long terme. Comme on l'a vu plus en détail précédemment, ce recoupement permet à la politique monétaire de ne pas omettre certaines informations importantes pour l'évaluation des tendances futures des prix. Toutes les complémentarités existant entre les deux piliers sont exploitées, car cette approche contribue de manière optimale à une utilisation cohérente et efficace de l'ensemble des informations pertinentes pour l'évaluation des perspectives d'évolution des prix, facilitant à la fois le processus de décision et la communication externe (cf. graphique ci-dessous). Pour la politique monétaire, cette approche réduit le risque d'erreur dû à une dépendance excessive à l'égard d'un indicateur, d'une prévision ou d'un modèle unique. En adoptant une approche diversifiée de l'interprétation des conditions économiques, la stratégie de la BCE vise à mener une politique monétaire robuste au sein d'un environnement incertain.

Graphique : La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité de la BCE



Source : Banque centrale européenne (2004), *La politique monétaire de la BCE*, p.69.



Lorsque la BCE modifie les conditions qu'elle applique aux banques, celles appliquées aux entreprises et aux consommateurs changent également.

Transparence et responsabilité

L'obligation de présenter des rapports fixée par le traité

Afin de préserver sa crédibilité, une banque centrale indépendante doit expliquer ouvertement et clairement les motifs de ses décisions. Elle doit également être responsable vis-à-vis des institutions démocratiques. Sans porter atteinte à l'indépendance de la BCE,

le traité instituant la Communauté européenne impose à la BCE l'obligation de présenter des rapports.

La BCE doit publier un rapport annuel sur ses activités et sur la politique monétaire de l'année écoulée et de l'année en cours et le présenter au Parlement européen, au Conseil de l'UE, à la Commission européenne et au Conseil européen. Le Parlement européen peut alors tenir un débat général sur le rapport annuel de la BCE. Le président de la BCE et les autres membres du directoire peuvent, à la demande du Parlement européen ou de leur propre initiative, être entendus par les commissions compétentes du Parlement européen. Ces auditions se tiennent généralement une fois par trimestre.

En outre, la BCE doit publier des rapports sur les activités du SEBC au moins chaque trimestre. Enfin, la BCE est tenue de publier une situation financière hebdomadaire consolidée de l'Eurosystème, qui retrace les opérations monétaires et financières de l'Eurosystème durant la semaine précédente.

Les activités de communication de la BCE

En fait, la BCE s'est engagée à aller au-delà de ses obligations de présenter des rapports définies par le traité. À titre d'exemple, le président commente les décisions du Conseil des gouverneurs lors d'une conférence de presse qui se tient immédiatement après la première des deux réunions mensuelles du Conseil des gouverneurs. L'appréciation du Conseil des gouverneurs concernant la situation économique et les perspectives d'évolution des prix est présentée de manière plus détaillée dans le bulletin mensuel de la BCE¹³.

Les relations avec les institutions de l'Union européenne

Un membre de la Commission européenne peut participer aux réunions du Conseil des gouverneurs et du Conseil général, sans toutefois disposer du droit de vote. En règle générale, le commissaire chargé des affaires économiques et financières représente la Commission.

La BCE entretient des relations bilatérales avec le Conseil de l'UE. D'une part, le président du Conseil de l'UE peut participer aux réunions du Conseil des gouverneurs et du Conseil général de la BCE. Il peut soumettre une motion à la délibération du Conseil des gouverneurs, mais sans droit de vote. D'autre part, le président de la BCE est invité à participer aux réunions du Conseil de l'UE lorsque celui-ci délibère sur des questions relatives aux objectifs et aux missions du SEBC. Outre les réunions officielles et informelles du Conseil Ecofin (qui réunit les ministres de l'économie et des finances de l'UE), le président assiste également aux réunions de l'Eurogroupe (composé des ministres de l'économie et des finances des pays de la zone euro). Par ailleurs, la BCE est représentée au sein du Comité économique et financier. Organe à caractère consultatif de la Communauté, ce comité traite d'un grand nombre de questions relatives à la politique économique européenne.

L'importance accordée à la capacité d'autorégulation du marché est l'une des principales caractéristiques du dispositif, la banque centrale n'intervenant que rarement.



¹³ Les publications de la BCE sont disponibles gratuitement sur demande et peuvent être consultées sur le site Internet de la BCE (www.ecb.int), qui comporte en outre des liens vers les sites Internet des banques centrales nationales des États membres de l'UE.

5.4 Aperçu du cadre opérationnel de l'Eurosystème

Le cadre opérationnel

Comme mentionné précédemment, le Conseil des gouverneurs fixe le niveau des taux d'intérêt directeurs de la BCE. Afin que ces taux d'intérêt se répercutent sur les entreprises et les consommateurs, la BCE compte sur le rôle d'intermédiaire du système bancaire. Lorsque la BCE modifie les conditions de prêt et d'emprunt appliquées aux banques, ces dernières sont susceptibles d'en faire de même vis-à-vis de leur clientèle, c'est-à-dire les entreprises et les particuliers. L'ensemble des instruments et des procédures dont dispose l'Eurosystème pour traiter avec le système bancaire, qui déclenche de ce fait le processus de transmission aux ménages et aux entreprises, constitue le *cadre opérationnel*.

Les principales catégories d'instruments

D'un point de vue général, le système bancaire de la zone euro, en raison, d'une part, de ses besoins en billets de banque mais également, d'autre part, de l'obligation imposée par la BCE de constituer des réserves sur des comptes auprès des BCN, a des besoins de liquidité et est dépendant du refinancement auprès de l'Eurosystème. Dans ce contexte, l'Eurosystème agit en tant que fournisseur de liquidité et, à travers son cadre opérationnel, aide les banques à couvrir leurs besoins de liquidité d'une manière souple et organisée.

Le cadre opérationnel de l'Eurosystème se compose de trois éléments principaux. Premièrement, par les *opérations d'open market*, la BCE gère la liquidité sur le marché monétaire et pilote les taux d'intérêt du marché monétaire en fournissant aux banques des réserves afin qu'elles puissent couvrir leurs besoins de liquidité. Deuxièmement, deux *facilités permanentes*, à savoir la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt, sont offertes aux banques à des fins de prêt ou de dépôt à 24 heures, dans des circonstances exceptionnelles. Ces facilités sont accessibles aux banques à leur propre initiative, quoique le recours à la facilité de prêt marginal exige la livraison d'une garantie éligible. Troisièmement, les *réserves obligatoires* augmentent les besoins de liquidité des banques. En outre, de par le mécanisme de constitution des réserves en moyenne sur une période d'un mois, elles peuvent aussi atténuer les chocs susceptibles d'affecter temporairement la liquidité sur le marché monétaire et, dès lors, réduire la volatilité des taux d'intérêt à court terme.

Les opérations d'open market

Les opérations d'*open market* – le premier élément du cadre opérationnel – sont exécutées de manière décentralisée. Alors que la BCE coordonne les opérations, les transactions sont effectuées par les BCN. L'opération principale de refinancement, dont la fréquence est hebdomadaire, constitue un élément essentiel de la mise en œuvre de la politique monétaire de la BCE. Le taux d'intérêt officiel appliqué à ces opérations signale l'orientation de la politique monétaire adoptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Les opérations de refinancement à plus long terme, qui visent également à fournir de la liquidité, ont une fréquence mensuelle et les concours accordés ont une durée de trois mois. Les opérations de réglage fin sont exécutées de manière *ad hoc* pour atténuer l'incidence sur les taux d'intérêt des fluctuations imprévues de la liquidité et de tout autre événement extraordinaire.

Les critères d'éligibilité des contreparties aux opérations de l'Eurosystème sont très larges. En principe, tous les établissements de crédit établis dans la zone euro font potentiellement partie des contreparties éligibles. Toute banque peut choisir de devenir une contrepartie à condition qu'elle soit assujettie au système de réserves obligatoires de l'Eurosystème, qu'elle présente une situation financière saine et qu'elle satisfasse à des critères opérationnels spécifiques lui permettant d'effectuer des transactions avec l'Eurosystème. La définition de critères larges d'éligibilité des contreparties et les opérations décentralisées répondent au souci de garantir l'égalité de traitement de tous les établissements dans l'ensemble de la zone euro. Ceux-ci peuvent ainsi participer aux opérations exécutées par l'Eurosystème et concourent à l'intégration du marché monétaire primaire.

Les opérations d'*open market* de l'Eurosystème sont exécutées sous la forme d'accords de pension ou de prêts garantis. Dans les deux cas, les prêts à court terme de l'Eurosystème sont accordés en contrepartie d'une garantie suffisante. La gamme très large des garanties éligibles aux opérations, parmi lesquelles les titres du secteur public et privé, permet aux contreparties dans l'ensemble des pays de la zone euro de disposer d'un très grand nombre de garanties. En outre, l'utilisation transfrontière des actifs éligibles est possible. Les opérations d'*open market* de l'Eurosystème sont effectuées par voie d'appels d'offres afin de garantir la transparence et l'efficacité de la distribution de la liquidité sur le marché primaire.

Une caractéristique essentielle du cadre opérationnel réside dans le fait qu'il fonctionne sur un marché autorégulé sur lequel la banque centrale intervient peu. Les interventions de la banque centrale sur le marché monétaire se limitent généralement aux opérations principales de refinancement, qui se déroulent une fois par semaine, et, en nombre bien inférieur, aux opérations de refinancement à plus long terme, dont la fréquence est mensuelle. Les opérations de réglage fin ont été relativement peu fréquentes au cours des premières années d'existence de la BCE.

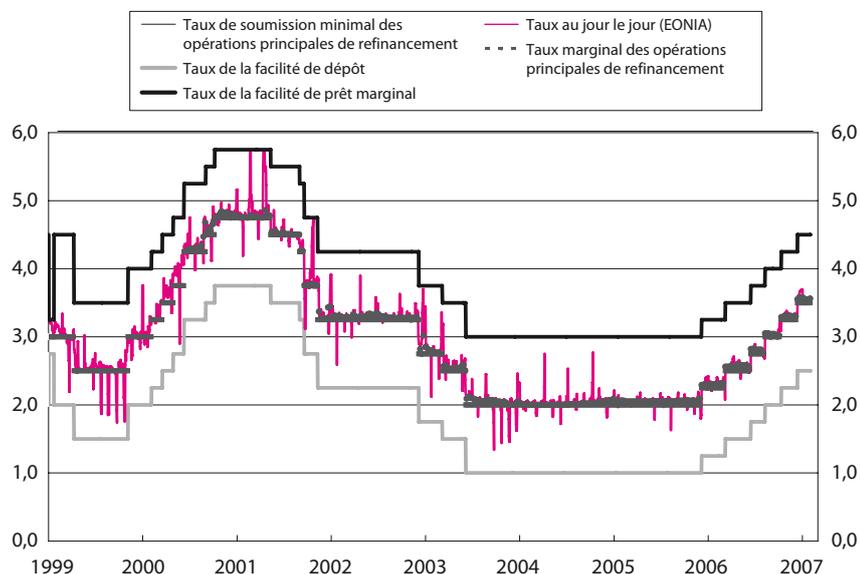
Les facilités permanentes et les réserves obligatoires

Outre les opérations d'*open market*, les deux autres principaux instruments, à savoir les facilités permanentes et les réserves obligatoires, visent principalement à limiter la volatilité des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire.

Les taux appliqués aux facilités permanentes sont généralement nettement moins intéressants que ceux du marché interbancaire (un point de pourcentage au-dessus ou en deçà du taux appliqué aux opérations principales de refinancement). Les banques sont ainsi incitées à exécuter leurs transactions sur le marché et ne recourent aux facilités permanentes que lorsqu'il n'existe plus aucune autre possibilité sur le marché. Les banques ayant toujours accès aux deux facilités permanentes, les taux d'intérêt appliqués à ces dernières constituent un plafond et un plancher lors de la fixation par le marché du taux du marché au jour le jour (le taux « EONIA » – *Euro overnight index average*). Ces deux taux déterminent ainsi le corridor au sein duquel l'EONIA peut fluctuer. Dans ce contexte, l'ampleur du corridor doit encourager le recours au marché. Il constitue pour le marché monétaire un élément fondamental qui limite la volatilité des taux d'intérêt du marché à très court terme (cf. graphique page suivante).

Les réserves obligatoires d'une banque sont déterminées en fonction de son assiette de réserves, composée d'éléments de passif (dépôts, titres de créance et instruments du marché monétaire d'une durée initiale inférieure à deux ans).

Graphique : Taux d'intérêt directeurs de la BCE et taux du marché



(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

Source : BCE. Dernières données : 15 décembre 2006.

Le système des réserves obligatoires fixe le montant minimum des avoirs en compte courant que les banques doivent détenir auprès de leur BCN. Le respect de l'obligation de réserves est évalué sur la base de la moyenne des soldes journaliers sur une période d'environ un mois (la période dite « de constitution des réserves »). Ce mécanisme de constitution en moyenne offre aux banques une souplesse « intertemporelle » en termes de gestion des réserves au cours de la période de constitution. Les déséquilibres temporaires de liquidité ne doivent pas être couverts immédiatement, de sorte que la volatilité du taux d'intérêt au jour le jour peut être atténuée. Si, par exemple, le taux au jour le jour est supérieur au taux anticipé en fin de période de constitution, les banques peuvent tirer profit des prêts qu'elles accordent sur le marché et satisfaire à l'obligation de réserves plus tard dans la période (« substitution intertemporelle »). Cet ajustement de la demande quotidienne de réserves contribue à la stabilité des taux d'intérêt.

Les réserves obligatoires sont rémunérées au taux moyen d'adjudication des opérations principales de refinancement au cours de la période de constitution. Ce taux est pratiquement identique au taux moyen interbancaire à même échéance. Les avoirs des banques en comptes courants qui excèdent le montant des réserves à constituer chaque mois ne sont pas rémunérés. Cela incite les banques à gérer activement leurs réserves sur le marché. Parallèlement, la rémunération des réserves obligatoires garantit que ce système de réserves ne pèse pas sur les banques et ne compromette pas la répartition efficace des ressources financières.

Les réserves obligatoires atténuent les chocs susceptibles d'affecter la liquidité. Les fluctuations des réserves autour du niveau requis permettent d'absorber les chocs de liquidité sans affecter réellement les taux d'intérêt du marché. C'est pourquoi une intervention exceptionnelle de la banque centrale sur le marché monétaire en vue de stabiliser les taux du marché est rare.

Banque centrale européenne (BCE)

instituée le 1^{er} juin 1998 et située à Francfort-sur-le-Main, en Allemagne, la BCE occupe une position centrale au sein de l'Eurosystème.

Base monétaire

dans la zone euro, elle est constituée par la monnaie fiduciaire (billets et pièces en circulation), les réserves détenues par les contreparties auprès de l'Eurosystème et les recours à la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Ces éléments figurent au passif du bilan de l'Eurosystème. Les réserves peuvent être réparties entre réserves obligatoires et excédents de réserves. Dans le cadre du système de réserves obligatoires de l'Eurosystème, les contreparties sont tenues de constituer les réserves exigées auprès des BCN. Outre ces réserves obligatoires, les établissements de crédit ne détiennent généralement, à titre volontaire, qu'un faible montant d'excédents de réserves auprès de l'Eurosystème.

Conseil des gouverneurs

l'organe de décision suprême de la BCE. Il se compose des six membres du directoire et des gouverneurs des BCN des pays ayant adopté l'euro.

Conseil général

un des organes de décision de la BCE. Il se compose du président et du vice-président de la BCE ainsi que des gouverneurs de toutes les banques centrales nationales des États membres de l'UE.

Déflation

baisse continue du niveau général des prix, c'est-à-dire de l'indice des prix à la consommation, sur une période prolongée.

Directoire

un des organes de décision de la BCE. Il comprend le président et le vice-président de la BCE et quatre autres membres nommés d'un commun accord par les chefs d'État ou de gouvernement des États membres ayant adopté l'euro.

Eurosystème

il comprend la BCE et les BCN des États membres de l'Union européenne qui ont déjà adopté l'euro.

Indice des prix à la consommation

il est établi une fois par mois à partir de ce qu'on appelle le panier de la ménagère. Au sein de la zone euro, on utilise l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui est calculé à l'aide de méthodes statistiques harmonisées entre les pays.

Inflation

hausse continue du niveau général des prix, c'est-à-dire de l'indice des prix à la consommation, sur une période prolongée.

Mécanisme de transmission de la politique monétaire

processus par lequel les décisions de politique monétaire agissent sur l'économie en général et le niveau des prix en particulier.



Stabilité des prix

le maintien de la stabilité des prix est l'objectif principal de l'Eurosystème. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a défini la stabilité des prix comme une progression sur un an de l'IPCH inférieure à 2% pour la zone euro. Il a par ailleurs précisé que, dans le cadre de cette définition, il vise à maintenir le taux d'inflation annuel à un niveau inférieur à 2%, mais proche de ce chiffre, à moyen terme.

Stratégie de politique monétaire

approche globale de la conduite de la politique monétaire. Les principaux éléments de la stratégie de politique monétaire de la BCE sont une définition quantifiée de l'objectif principal de stabilité des prix et un cadre analytique reposant sur deux piliers, l'analyse économique et l'analyse monétaire. En outre, la stratégie comprend des principes généraux sur lesquels repose la mise en œuvre de la politique monétaire, tels que l'orientation à moyen terme. La stratégie constitue la base sur laquelle le Conseil des gouverneurs fonde son évaluation d'ensemble des risques pesant sur la stabilité des prix et ses décisions de politique monétaire. Elle fournit également le cadre nécessaire pour expliquer les décisions de politique monétaire au public.

Système européen de banques centrales (SEBC)

il se compose de la Banque centrale européenne (BCE) et des banques centrales nationales (BCN) de tous les États membres de l'Union européenne, qu'ils aient ou non adopté l'euro.

Taux d'intérêt

le montant, exprimé en pourcentage, que rapporte une somme d'argent prêtée à une autre personne (ou déposée auprès d'une banque) ou qu'il faut payer lorsqu'on emprunte de l'argent (outre le prêt reçu).

Troc

échange de biens ou de services entre deux personnes n'utilisant pas la monnaie comme moyen d'échange. Pour qu'il puisse se réaliser, il faut que les biens ou les services échangés répondent aux besoins respectifs des deux parties.

Zone euro

zone englobant les États membres de l'Union européenne dans lesquels l'euro a été adopté comme monnaie unique.



Annexe 1

L'incidence de l'inflation – quelques exemples chiffrés

Les tableaux d'inflation ci-dessous illustrent avec quelques chiffres la variation dans le temps du prix d'un objet coûtant 10 euros aujourd'hui.

La formule utilisée pour le calcul est la suivante :

$$\text{Prix après } n \text{ années} = 10 \times (1 + \pi)^n$$

π et n indiquant respectivement le taux d'inflation présumé (en décimale) et le nombre d'années.

Si, par exemple, le taux d'inflation présumé est de 30% et le nombre d'années égal à 10 (cf. la case inférieure droite dans le tableau ci-dessous), le calcul du prix s'effectue de la manière suivante :

$$\text{Prix 10 ans plus tard} = 10 \times (1 + 30)^{10} = 137,86 \text{ euros}$$

Tableau montrant les effets de l'inflation

Incidence de l'inflation sur le prix de deux maxi CD coûtant aujourd'hui dix euros (après n années)

| Taux d'inflation annuel | 1 % | 2 % | 5 % | 10 % | 30 % |
|-------------------------|--------------------|-------|------------------------------|-------|--------|
| | Stabilité des prix | | Environnement inflationniste | | |
| 1 an plus tard | 10,10 | 10,20 | 10,50 | 11,00 | 13,00 |
| 2 ans plus tard | 10,20 | 10,40 | 11,03 | 12,10 | 16,90 |
| 3 ans plus tard | 10,30 | 10,61 | 11,58 | 13,31 | 21,97 |
| 4 ans plus tard | 10,41 | 10,82 | 12,16 | 14,64 | 28,56 |
| 5 ans plus tard | 10,51 | 11,04 | 12,76 | 16,11 | 37,13 |
| 6 ans plus tard | 10,62 | 11,26 | 13,40 | 17,72 | 48,27 |
| 7 ans plus tard | 10,72 | 11,49 | 14,07 | 19,49 | 62,75 |
| 8 ans plus tard | 10,83 | 11,72 | 14,77 | 21,44 | 81,57 |
| 9 ans plus tard | 10,94 | 11,95 | 15,51 | 23,58 | 106,04 |
| 10 ans plus tard | 11,05 | 12,19 | 16,29 | 25,94 | 137,86 |

Incidence de l'inflation sur le pouvoir d'achat de la monnaie (année de référence = 100, après n années, avec un taux d'inflation donné, en pourcentage)

| Taux d'inflation annuel | 1 % | 2 % | 5 % | 10 % | 30 % |
|-------------------------|--------------------|------|------------------------------|------|------|
| | Stabilité des prix | | Environnement inflationniste | | |
| 1 an plus tard | 99,0 | 98,0 | 95,2 | 90,9 | 76,9 |
| 2 ans plus tard | 98,0 | 96,1 | 90,7 | 82,6 | 59,2 |
| 3 ans plus tard | 97,1 | 94,2 | 86,4 | 75,1 | 45,5 |
| 4 ans plus tard | 96,1 | 92,4 | 82,3 | 68,3 | 35,0 |
| 5 ans plus tard | 95,1 | 90,6 | 78,4 | 62,1 | 26,9 |
| 6 ans plus tard | 94,2 | 88,8 | 74,6 | 56,4 | 20,7 |
| 7 ans plus tard | 93,3 | 87,1 | 71,1 | 51,3 | 15,9 |
| 8 ans plus tard | 92,3 | 85,3 | 67,7 | 46,7 | 12,3 |
| 9 ans plus tard | 91,4 | 83,7 | 64,5 | 42,4 | 9,4 |
| 10 ans plus tard | 90,5 | 82,0 | 61,4 | 38,6 | 7,3 |

Exercices se rapportant au chapitre 2 :

1. Quelles sont les fonctions principales de la monnaie ?
2. Quelles formes générales de la monnaie connaissez-vous ?

Solutions des exercices se rapportant au chapitre 2 :

1. La monnaie remplit les fonctions de moyen d'échange, d'unité de compte et de réserve de valeur.
2. Les formes générales de la monnaie sont la monnaie marchandise, la monnaie métallique, le papier-monnaie, les dépôts liquides (exigibilités des banques), les titres liquides à court terme et la monnaie électronique.

Exercices se rapportant au chapitre 3 :

1. Comment définissez-vous l'inflation ? Quelle relation existe-t-il entre l'inflation et le pouvoir d'achat de la monnaie ?
2. Qu'est-ce que la déflation ?
3. Comment peut-on mesurer l'inflation ?
4. Supposons, en schématisant, qu'un panier représentatif contient 50 sandwiches et deux paires de baskets. En 2003, un sandwich coûte 1 euro, une paire de baskets 80 euros. En 2004, le prix du sandwich se monte à 1,20 euro, celui de la paire de baskets à 85 euros. De combien le prix du panier représentatif a-t-il augmenté ?
5. Illustrez à l'aide d'un exemple les problèmes liés à la mesure de l'évolution générale des prix.
6. Citez quelques avantages de la stabilité durable des prix.

Solutions des exercices se rapportant au chapitre 3 :

1. L'inflation est une hausse générale des prix des biens et services sur une période prolongée qui entraîne une baisse de la valeur de la monnaie et, par conséquent, du pouvoir d'achat.
2. La déflation est souvent définie comme le contraire de l'inflation, à savoir une situation de baisse générale des prix sur une période prolongée.
3. L'inflation se mesure généralement par l'évolution de l'indice des prix à la consommation. À cet effet, les comportements d'achat des consommateurs font l'objet d'une analyse permettant de déterminer les biens et services achetés pouvant être considérés comme relativement représentatifs de la consommation dans une



En général, l'inflation est mesurée par le taux de variation de l'indice des prix à la consommation.

économie. Les articles de cette « liste de courses » sont rassemblés et pondérés en fonction de leur importance dans les dépenses de consommation pour établir ce qu'on appelle un « panier représentatif ». Chaque mois, de nombreux enquêteurs relèvent les prix de ces articles dans différents magasins. Les coûts de ce panier sont ensuite comparés dans le temps, ce qui permet d'établir des séries de l'indice des prix. Il est alors possible de calculer le taux annuel d'inflation en exprimant les variations de coût du panier représentatif d'aujourd'hui en un pourcentage du coût d'un panier identique l'année précédente.

4. En 2003 : $50 \times 1,00 + 2 \times 80 = \text{EUR } 210$. En 2004 : $50 \times 1,20 + 2 \times 85,00 = 230$. En termes absolus, le prix du panier a enregistré une hausse de 20 euros. En termes relatifs, il a augmenté de $(230 - 210)/210 \times 100 =$ environ 9,5 %.
5. Par exemple, les changements de qualité sont parfois difficiles à intégrer dans l'IPC. Lorsque la qualité d'un produit s'améliore dans le temps et que son prix augmente, une partie de la variation du prix est due à cette amélioration qualitative. Les hausses de prix résultant de changements de qualité ne peuvent être considérées comme un facteur engendrant de l'inflation puisqu'elles ne réduisent pas le pouvoir d'achat de la monnaie. C'est pourquoi les instituts de statistiques s'efforcent de tenir compte des évolutions de la qualité. Si, par exemple, l'augmentation des prix s'établit à environ 3 % alors que la hausse des prix induite par des améliorations qualitatives est estimée à environ 2 %, ce chiffre sera déduit de l'évolution globale des prix. Ainsi, la hausse générale des prix « corrigée » sera d'environ 1 %. Dans le temps, les améliorations qualitatives sont relativement courantes.
6. La stabilité des prix contribue à l'élévation du niveau de vie en réduisant les incertitudes quant aux évolutions générales des prix et donc en améliorant la transparence des prix relatifs, en réduisant les primes de risque d'inflation contenues dans les taux d'intérêt et les salaires, en évitant les opérations de couverture inutiles, en diminuant les distorsions introduites par les systèmes fiscaux et de sécurité sociale, en augmentant les avantages de la détention d'espèces et en prévenant la distribution arbitraire de la richesse et des revenus. Autrement dit, en assurant le maintien de la stabilité des prix, les banques centrales contribuent à la réalisation des objectifs économiques plus larges.



Les variations de qualité sont habituelles sur longues périodes.

Exercices se rapportant au chapitre 4 :

1. Que signifie le « mécanisme de transmission » en termes de politique monétaire ?
2. Comment les banques centrales peuvent-elle agir sur les taux d'intérêt ?
3. Qu'est-ce que le taux d'intérêt réel ? Quelle est la différence entre le taux d'intérêt réel *ex ante* et le taux d'intérêt réel *ex post* ?
4. Supposons qu'un investisseur achète une obligation à dix ans et un coupon nominal fixe de 4 %. En outre, l'investisseur anticipe une inflation moyenne de 1,8 % sur les dix prochaines années. Quel est le rendement moyen réel *ex ante* (ou attendu) de son investissement ?
5. Quel serait le rendement réel *ex post* si, une fois l'obligation achetée par l'investisseur, les autorités décidaient de mettre en œuvre une politique inflationniste provoquant une inflation moyenne de 5 % tout au long de la durée de l'obligation ?

6. Quels seraient les rendements réels *ex ante* et *ex post* après impôts si les rendements nominaux étaient soumis à un taux d'impôt sur le revenu de 25 % ?
7. Quels sont les effets des modifications des taux d'intérêt sur les dépenses des ménages et des entreprises ? Combien de temps faut-il pour que ces effets se manifestent ?
8. Quels sont les facteurs à l'origine de l'inflation à court terme ?
9. Quels sont les facteurs à l'origine de l'inflation à plus long terme ?

Solutions des exercices se rapportant au chapitre 4 :

1. Le processus par lequel les décisions de la banque centrale agissent sur l'économie et, en définitive, sur les prix est généralement décrit comme le « mécanisme de transmission ».
2. La banque centrale est la seule émettrice de billets de banque (et de réserves monétaires), c'est-à-dire qu'elle détient le monopole de l'approvisionnement de la base monétaire. Ainsi, elle est en mesure de fixer le taux d'intérêt *nominal* appliqué aux prêts à court terme qu'elle octroie aux banques. Le taux d'intérêt effectif et anticipé que les banques sont tenues de payer aux banques centrales influence à son tour une large gamme de taux d'intérêt des banques et du marché.
3. Le taux d'intérêt que paie la banque (ou que rapporte une obligation ordinaire) est appelé par les économistes le taux d'intérêt nominal. Le taux d'intérêt réel se définit comme la hausse du pouvoir d'achat obtenu grâce au rendement global d'un placement. Autrement dit, il correspond à la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'inflation.
À cet égard, il convient de faire la distinction entre deux concepts du taux d'intérêt réel : le taux d'intérêt réel escompté par l'emprunteur et le prêteur au moment du prêt, appelé le taux d'intérêt réel *ex ante*, et le taux d'intérêt réel effectif, appelé le taux d'intérêt réel *ex post*.
4. Le rendement moyen réel *ex ante* attendu serait égal à environ $4,0\% - 1,8\% = 2,2\%$ ou $((1,04/1,018) - 1) \times 100 = 2,2\%$.
5. Étant donné ces hypothèses, le rendement réel *ex post* se chiffrerait à $4,0\% - 5,0\% = -1,0\%$. Autrement dit, le rendement *ex post* serait négatif.
6. Un taux d'impôt de 25% ferait passer le rendement réel (après impôts) *ex ante* à $4,0\% - 1,0\% - 1,8\% = 1,2\%$. Le rendement réel (après impôts) *ex post* passerait, en cas de politique inflationniste, à $4,0\% - 1,0\% - 5,0\% = -2,0\%$.
7. Du point de vue d'un ménage individuel, une hausse des taux d'intérêt réels incite à l'épargne puisque le rendement de cette dernière est supérieur en termes de consommation future. Par conséquent, une augmentation des taux d'intérêt réels entraîne généralement une baisse de la consommation courante et un accroissement de l'épargne. S'agissant des entreprises, une hausse des taux d'intérêt réels, toute chose égale par ailleurs, décourage l'investissement. De fait, il y a moins de projets d'investissement réalisables qui offrent un rendement suffisant pour couvrir les coûts accrus du capital.
Il est important de comprendre que des décalages sont inhérents à ce processus. Avant que les entreprises ne mettent en place un nouveau projet d'investissement, des mois peuvent s'écouler, voire des années dans le cas d'investissements liés à



D'une manière générale, la hausse des taux d'intérêt réels engendre une baisse de la consommation et une augmentation de l'épargne.

la construction de nouvelles usines ou à la commande d'équipements spéciaux. Les investissements en logements prennent également du temps à répondre aux changements des taux d'intérêt. En outre, nombre de consommateurs ne modifieront pas immédiatement leurs projets de consommation.

En somme, la hausse des taux d'intérêt aura tendance à réduire les dépenses courantes des entreprises et des ménages mais les effets se manifesteront plus tard.

8. Une variété de facteurs et de chocs peuvent influencer le niveau des prix à court terme. Citons entre autres l'évolution de la demande globale et de ses diverses composantes, parmi lesquelles l'évolution de la politique budgétaire. Les modifications peuvent aussi être liées à des variations des prix des consommations intermédiaires, des coûts et de la productivité, des taux de change et de l'économie mondiale. Tous ces facteurs pourraient agir sur l'activité réelle et les prix à court terme.
9. Seule la mise en œuvre permanente d'une politique monétaire expansionniste peut, à long terme, entraîner une progression soutenue du niveau général des prix. Cette remarque est souvent étayée par l'affirmation selon laquelle « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire ».

Exercices se rapportant au chapitre 5 :

1. Visitez le site Internet de la BCE et trouvez le nom du président de la BCE.
2. Visitez le site Internet de la BCN de votre pays et trouvez le nom de son gouverneur.
3. Quelle est la composition du Conseil des gouverneurs de la BCE ? Quelles sont ses principales missions ?
4. Quelle est la composition du directoire de la BCE ? Quelles sont ses principales missions ?
5. Quelle est la composition du Conseil général de la BCE ? Quelles sont ses principales missions ?
6. Dites en quelques mots comment la BCE définit la stabilité des prix.
7. Pour quelles raisons le Conseil des gouverneurs a-t-il annoncé une définition quantifiée de la stabilité des prix ?
8. Décrivez brièvement les deux perspectives adoptées par la BCE pour examiner les risques pesant sur la stabilité des prix. Quels sont les horizons appropriés ?
9. Décrivez brièvement les principaux éléments du cadre opérationnel de l'Eurosystème. Quelles sont leurs principales caractéristiques ?
10. Imaginez que la BCE annonce un appel d'offres à taux fixe et décide d'allouer 100 millions d'euros. Au cours du processus, les soumissions des banques sont telles que présentées ci-dessous. Comment la BCE distribue-t-elle aux banques les 100 millions d'euros ?

| | Soumission | Adjudication |
|----------|------------|--------------|
| Banque 1 | 30 | ? |
| Banque 2 | 30 | ? |
| Banque 3 | 50 | ? |
| Banque 4 | 40 | ? |
| Banque 5 | 50 | ? |
| Total | 200 | 100 |

Solutions des exercices se rapportant au chapitre 5 :

1. Jean-Claude Trichet
2. Bien entendu, la réponse dépend du pays.
3. Le Conseil des gouverneurs est l'organe de décision suprême de la BCE. Il se compose des six membres du directoire et des gouverneurs des banques centrales nationales de la zone euro (treize actuellement). Il est présidé par le président de la BCE. La mission fondamentale du Conseil des gouverneurs consiste à définir la politique monétaire de la zone euro. En particulier, il est habilité à fixer les taux d'intérêt auxquels les banques commerciales peuvent obtenir de la monnaie (c'est-à-dire de la liquidité) auprès de leur banque centrale. Ainsi, le Conseil des gouverneurs agit indirectement sur les taux d'intérêt pratiqués dans l'ensemble de l'économie de la zone euro, notamment les taux des prêts accordés par les banques commerciales et ceux rémunérant les dépôts des épargnants.
4. Le directoire de la BCE se compose du président, du vice-président et de quatre autres membres. Tous sont nommés d'un commun accord par les chefs d'État ou de gouvernement des treize pays constituant la zone euro. Cet organe est chargé de mettre en œuvre la politique monétaire définie par le Conseil des gouverneurs et, dans ce cadre, il donne les instructions nécessaires aux banques centrales nationales. En outre, il prépare les réunions du Conseil des gouverneurs et est responsable de la gestion courante de la BCE.
5. Le Conseil général est le troisième organe de décision de la BCE. Il se compose du président et du vice-président de la BCE ainsi que des gouverneurs des 27 banques centrales nationales des États membres de l'UE. Le Conseil général n'assume aucune responsabilité en matière de décisions de politique monétaire de la zone euro mais il contribue à la coordination des politiques monétaires des États membres qui n'ont pas encore adopté l'euro ainsi qu'aux préparatifs en vue d'un éventuel élargissement de la zone euro.
6. Si le traité stipule clairement que le maintien de la stabilité des prix constitue l'objectif principal de la BCE, il n'en donne aucune définition précise. Afin de préciser cet objectif, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté, en 1998, la définition quantifiée suivante : « *La stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2% dans la zone euro. La stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme.* ». Suite à une évaluation approfondie de sa stratégie de politique monétaire en 2003, le Conseil des gouverneurs a précisé que, dans le cadre de la définition, il vise à maintenir les taux d'inflation inférieurs à 2%, mais « *proches de 2% à moyen terme.* ».



Le maintien de la stabilité des prix est l'objectif principal de la BCE.

7. Plusieurs raisons expliquent la décision du Conseil des gouverneurs d'annoncer publiquement une définition quantifiée de la stabilité des prix. D'une part, en précisant la manière dont le Conseil des gouverneurs interprète la mission que le traité lui assigne, la définition permet de mieux comprendre le cadre de politique monétaire (la politique monétaire devient plus transparente). Le public dispose ainsi d'une orientation à partir de laquelle il peut anticiper lui-même l'évolution future des prix. D'autre part, la définition de la stabilité des prix fournit un repère clair et mesurable permettant au public d'évaluer les résultats atteints par la BCE. En cas d'écart entre l'évolution des prix et la définition de la stabilité des prix, la BCE est alors tenue d'expliquer ces écarts et de préciser comment elle entend rétablir la stabilité des prix dans un délai acceptable.
8. Dans le cadre de la stratégie de la BCE, les décisions de politique monétaire sont fondées sur une analyse approfondie des risques pesant sur la stabilité des prix. Cette analyse s'articule autour de deux perspectives complémentaires destinées à déterminer l'évolution des prix. La première perspective a pour objectif l'analyse des déterminants à court et moyen terme des évolutions de prix, en mettant l'accent sur l'activité réelle et les conditions de financement de l'économie. Elle tient compte du fait que les évolutions des prix sur ces horizons sont dans une large mesure influencées par l'interaction entre l'offre et la demande sur les marchés des biens, des services et des facteurs de production. Il s'agit pour la BCE de l'« analyse économique ». La seconde perspective, appelée l'« analyse monétaire », envisage une période plus longue, exploitant le lien à long terme entre la monnaie et les prix. L'analyse monétaire a essentiellement pour objet de recouper, dans une perspective de moyen et long terme, les indications à court et moyen terme fournies par l'analyse économique en ce qui concerne la politique monétaire.
9. Le cadre opérationnel de l'Eurosystème se compose de trois éléments principaux. Les réserves obligatoires, constituées en moyenne sur une période dite de constitution d'environ un mois, sont le premier élément. Les établissements de crédit sont en effet tenus de détenir un montant minimum de réserves sur un compte courant auprès de leur BCN. Cet instrument remplit une fonction importante puisqu'il sert à créer une demande supplémentaire de liquidité de banque centrale de la part du système bancaire et à amortir les chocs pouvant affecter temporairement la liquidité sur le marché monétaire afin de réduire la volatilité des taux d'intérêt à court terme. La BCE peut ainsi plus aisément mettre en œuvre sa politique monétaire. Deuxième élément, les opérations d'*open market* qui permettent à l'Eurosystème de gérer la liquidité sur le marché monétaire et d'assurer le pilotage des taux d'intérêt du marché monétaire en offrant régulièrement aux banques des possibilités de refinancement. Ces aides régulières de refinancement permettent aux banques de couvrir leurs besoins de liquidité. L'opération principale de refinancement, dont la fréquence et l'échéance sont hebdomadaires, constitue un élément essentiel de la mise en œuvre de la politique monétaire de la BCE. Le taux appliqué aux opérations principales de refinancement signale l'orientation de la politique monétaire adoptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Les besoins de refinancement du système bancaire sont en majeure partie couverts par ces opérations principales de refinancement. Les opérations de refinancement à plus long terme, qui visent également à fournir de la liquidité, ont une fréquence mensuelle et les concours accordés ont une durée de trois mois. Les opérations de réglage fin sont exécutées de manière *ad hoc* pour atténuer l'incidence sur les taux d'intérêt des fluctuations imprévues de la liquidité et de tout autre événement extraordinaire. Enfin, les facilités permanentes, à savoir la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt, aident les banques à gérer leurs besoins de liquidité en leur permettant de constituer des dépôts ou retirer de la liquidité à 24 heures. L'accès à ces facilités reste à la discrétion des banques.

10. Le total des adjudications représente 50% du total des soumissions. Ainsi, chaque banque reçoit 50% de sa soumission.

| | Soumission | Adjudication |
|----------|------------|--------------|
| Banque 1 | 30 | 15 |
| Banque 2 | 30 | 15 |
| Banque 3 | 50 | 25 |
| Banque 4 | 40 | 20 |
| Banque 5 | 50 | 25 |
| Total | 200 | 100 |

Exercices supplémentaires

- Imaginez qu'une banque centrale verse un certain montant de « monnaie hélicoptère » (c'est-à-dire de la monnaie distribuée en quantité égale à chacun), augmentant par là même la quantité de monnaie en circulation dans l'économie. Quelles seraient les conséquences à court terme ? Quelles seraient les conséquences à long terme ?
- En cas de hausse de l'indice des prix à la consommation, le pouvoir d'achat de la monnaie
 - diminue ?
 - demeure constant ?
 - augmente ?
- Un déplacement vers la gauche de la courbe d'offre globale peut résulter
 - d'une hausse des salaires réels (à un niveau donné de productivité) ?
 - d'une baisse de la productivité ?
 - d'une augmentation de la demande de monnaie ?

Solutions :

- À court terme, la population peut se sentir plus riche et accroître ainsi ses dépenses. Par conséquent, la croissance réelle peut augmenter à court terme mais revient à son niveau d'origine quelque temps plus tard. À long terme, le niveau des prix enregistrera une augmentation identique.
- En cas de hausse de l'indice des prix à la consommation, le pouvoir d'achat de la monnaie diminue.
- Un déplacement vers la gauche de la courbe d'offre globale peut résulter d'une hausse des salaires réels ou d'une baisse de la productivité.



Banque centrale européenne (1998), « Une stratégie de politique monétaire générale pour le SEBC axée sur la stabilité », Communiqué de presse de la BCE du 13 octobre 1998, <http://www.ecb.int>

Banque centrale européenne (1998), « La valeur de référence quantifiée pour la croissance monétaire », Communiqué de presse de la BCE du 1^{er} décembre 1998, <http://www.ecb.int>

Banque centrale européenne (1999), « La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité de l'Eurosystème », *Bulletin mensuel* de la BCE, janvier 1999

Banque centrale européenne (1999), « Les agrégats monétaires de la zone euro et leur rôle pour la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème », *Bulletin mensuel* de la BCE, février 1999

Banque centrale européenne (1999), « Le cadre opérationnel de l'Eurosystème : description et première évaluation », *Bulletin mensuel* de la BCE, mai 1999

Banque centrale européenne (1999), « La mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance », *Bulletin mensuel* de la BCE, mai 1999

Banque centrale européenne (1999), « Le cadre institutionnel du Système européen de banques centrales », *Bulletin mensuel* de la BCE, juillet 1999

Banque centrale européenne (2000), « La transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro », *Bulletin mensuel* de la BCE, juillet 2000

Banque centrale européenne (2000), « Les deux piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE », *Bulletin mensuel* de la BCE, novembre 2000

Banque centrale européenne (2000), « Les questions liées à l'émergence de la monnaie électronique », *Bulletin mensuel* de la BCE, novembre 2000

Banque centrale européenne (2000), « L'Eurosystème et le processus d'élargissement de l'Union européenne », *Bulletin mensuel* de la BCE, février 2000

Banque centrale européenne (2001), « L'élaboration de la politique monétaire face à l'incertitude », *Bulletin mensuel* de la BCE, janvier 2001

Banque centrale européenne (2001), « Le cadre et les instruments d'analyse monétaire », *Bulletin mensuel* de la BCE, mai 2001

Banque centrale européenne (2001), « La mesure de l'inflation sous-jacente au sein de la zone euro », *Bulletin mensuel* de la BCE, juillet 2001

Banque centrale européenne (2001), « Les problèmes soulevés par les règles de politique monétaire », *Bulletin mensuel* de la BCE, octobre 2001

Banque centrale européenne (2001), « La politique monétaire de la BCE »



Banque centrale européenne (2001), « Monetary analysis: tools and applications », <http://www.ecb.int>

Banque centrale européenne (2002), « Liste des institutions financières monétaires et des établissements assujettis aux réserves obligatoires », <http://www.ecb.int>

Banque centrale européenne (2002), « Les améliorations apportées aux statistiques de bilan et de taux d'intérêt des institutions financières monétaires », *Bulletin mensuel* de la BCE, avril 2002

Banque centrale européenne (2002), « Le dialogue entre l'Eurosystème et les pays candidats à l'adhésion à l'Union européenne », *Bulletin mensuel* de la BCE, juillet 2002

Banque centrale européenne (2002), « La responsabilité de la BCE », *Bulletin mensuel* de la BCE, novembre 2002

Banque centrale européenne (2002), « La transparence de la politique monétaire de la BCE », *Bulletin mensuel* de la BCE, novembre 2002

Banque centrale européenne (2003), « Mesures visant à améliorer l'efficacité du cadre opérationnel de la politique monétaire », Communiqué de presse de la BCE du 23 janvier 2003

Banque centrale européenne (2003), « Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy », <http://www.ecb.int>

Banque centrale européenne (2003), « Les résultats de l'évaluation par la BCE de sa stratégie de politique monétaire », *Bulletin mensuel* de la BCE, juin 2003

Banque centrale européenne (2003), « Mesures d'amélioration du dispositif de garanties de l'Eurosystème », consultation publique du 11 juin 2003, <http://www.ecb.int>

Banque centrale européenne (2003), « Inflation differentials in the euro area : potential causes and policy implications », septembre 2003

Banque centrale européenne (2004), « La politique monétaire de la BCE », <http://www.ecb.int>

Banque centrale européenne (2006), « Rapport sur la convergence », mai 2006, <http://www.ecb.int>

Bordo, M.D. et B. Eichengreen (1993), « A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform », The University of Chicago Press

Davies, G. (1994), « A History of Money: From Ancient Times to the Present Day », University of Wales Press, Cardiff

Issing, O. (1994), « Geschichte der Nationalökonomie », Vahlen Verlag

Issing, O. (2003), « Einführung in die Geldtheorie », 13. Auflage, Vahlen Verlag

Issing, O., V. Gaspar, I. Angeloni et O. Tristani (2001), « Monetary policy in the euro area : strategy and decision-making at the European Central Bank », Cambridge University Press



Institut monétaire européen (1997), « The single monetary policy in Stage Three : Specification of the operational framework », janvier 1997

Institut monétaire européen (1998), « La politique monétaire unique en phase III – Documentation générale sur les instruments et procédures de la politique monétaire du SEBC », septembre 1998, <http://www.ecb.int>

McCandless, G. T. et W. E. Weber (1995), « Some Monetary Facts, Federal Reserve of Minneapolis Review », Vol. 19, No. 3, pp. 2-11

Scheller, H.-P. (2004), « The European Central Bank – History, Role and Functions »



EUROSYSTEME



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME



Eurosysteme



CENTRAL BANK &
FINANCIAL SERVICES
AUTHORITY OF IRELAND

EUROSYSTEM



BANK OF GREECE
EUROSYSTEM

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



EUROSYSTEME



bcl
BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTEM



ONB
OESTERREICHISCHE NATIONALBANK
Eurosystem



Banco de Portugal
EUROSISTEMA

BANKA
SLOVENIJE
BANK OF SLOVENIA
EUROSYSTEM



EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

Banque centrale européenne
Kaiserstrasse 29
60311 Francfort-sur-le-Main
Allemagne
www.ecb.int

FR

