



LES NOUVELLES POLITIQUES MONÉTAIRES

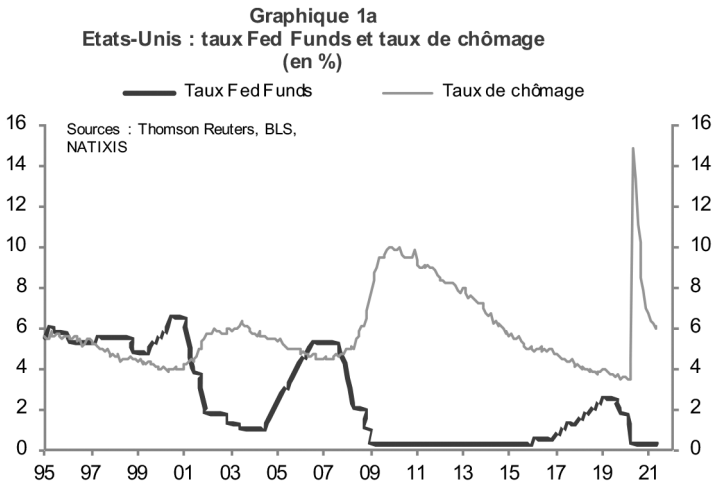
Patrick Artus



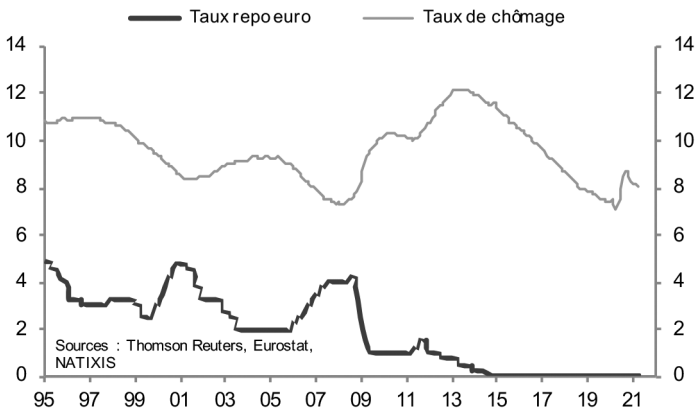
Depuis le début des années 1980, les Banques Centrales ont choisi d'avoir un objectif d'inflation (d'utiliser l'*inflation targeting*). Cela conduisait à une politique monétaire contracyclique : expansionniste dans les récessions et au début des périodes de croissance, restrictive dans la seconde partie des périodes de croissance, à partir du moment où la baisse du taux de chômage faisait apparaître un risque d'inflation. Mais, depuis les années 2000, et encore plus depuis les années 2010, le comportement des Banques Centrales a changé : elles conservent des politiques monétaires expansionnistes tout au long du cycle économique alors même que le taux de chômage est redevenu bas. Cette évolution du comportement des Banques Centrales vient d'une part d'une modification de leurs objectifs, d'autre part de changements structurels dans l'économie mondiale qui ont beaucoup réduit le risque d'inflation.

1. Dans la période récente, les politiques monétaires restent expansionnistes tout au long de la période de croissance économique

Le comportement traditionnel des Banques Centrales était de mener une politique monétaire contracyclique : dans les récessions et au début des périodes de croissance, une politique monétaire expansionniste, puis dans la seconde partie des périodes de croissance, une politique monétaire restrictive. Cela s'est vu par exemple dans la seconde moitié des années 1990 et avant la crise des subprimes de 2008-2009 (les **graphiques 1a/b** montrent les taux d'intervention des Banques Centrales, qu'on appelle aux États-Unis le taux des Fed Funds, des fonds fédéraux, et dans la zone euro, le taux repo, et les taux de chômage).



Graphique 1b
Zone euro : taux repo euro et taux de chômage
(en %)



Mais on voit le changement de comportement des Banques Centrales. Déjà, avant la crise des subprimes, la hausse des taux d'intérêt est assez tardive ; après la crise des subprimes, les taux d'intérêt restent très bas alors même que le taux de chômage est devenu faible. On voit clairement une rupture, avec le maintien d'une politique monétaire expansionniste pendant toute la période de croissance, pas seulement au début de cette période.

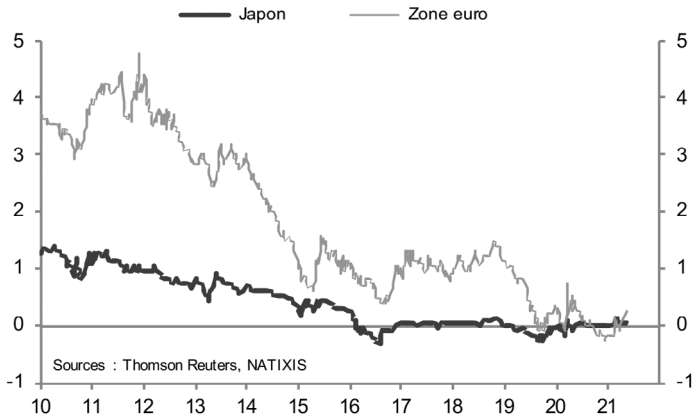
2. Des modalités pratiques permettant d'obtenir ce nouvel objectif

L'objectif des Banques Centrales devient donc un objectif de soutien de l'économie, de retour au plein-emploi complet : la politique monétaire soutient donc aujourd'hui la demande alors même que l'économie a redémarré. La Réserve Fédérale aux États-Unis mentionne explicitement que le retour à un taux de chômage très faible est devenu son objectif, puisque c'est la condition pour réduire les inégalités. On peut donc effectivement considérer que les Banques Centrales sont passées d'un objectif de stabilisation des prix, dans les années 1980, 1990 et au début des années 2000, à un objectif de complet plein-emploi depuis le milieu des années 2000, et cela est certainement le cas aujourd'hui après la crise de la Covid.

Pour mettre en place ce changement d'objectif, de la stabilité des prix au plein-emploi, les Banques Centrales ont dû modifier leurs pratiques, leurs stratégies.

Le plus radical est le passage au *Yield Curve Control*, au contrôle des taux d'intérêt à long terme ; la Banque du Japon a d'abord utilisé cette politique, la Banque Centrale Européenne n'en est pas loin dans la période récente (**graphique 2**).

Graphique 2
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Un taux d'intérêt à long terme maintenu à un niveau très bas soutient effectivement la demande de biens et services, même lorsque l'économie a déjà démarré. Une autre possibilité est *Average Inflation Targeting* : au lieu de maintenir l'inflation en dessous d'un objectif (2 % normalement), la Banque Centrale maintient l'inflation en moyenne à 2 % : les périodes où l'inflation (il s'agit en fait de l'inflation sous-jacente, hors effets des prix des matières premières) est inférieure à 2 %, comme c'est le cas pendant les récessions, **graphique 3**, doivent être compensées par des périodes où l'inflation est supérieure à 2 % : cela permet à la Banque Centrale d'accepter une inflation supérieure à l'objectif dans la seconde partie des périodes de croissance, avec cet objectif d'inflation à 2 % en moyenne à long terme, et pas inférieure à 2 % à tout moment (**Schéma 1**).

Graphique 3
Inflation sous-jacente* (GA en %)

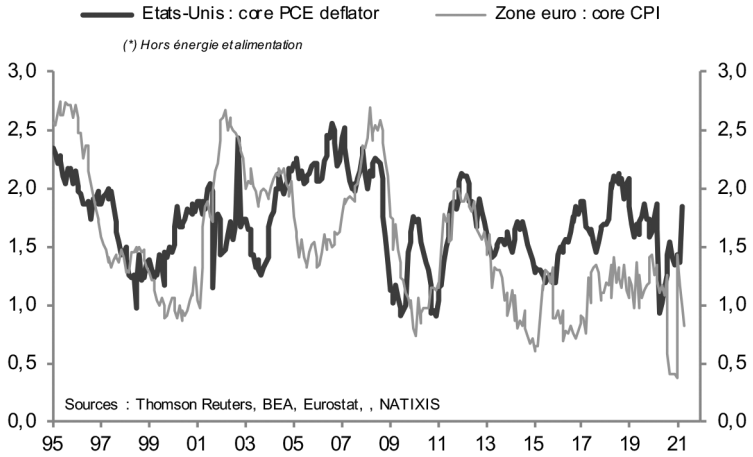
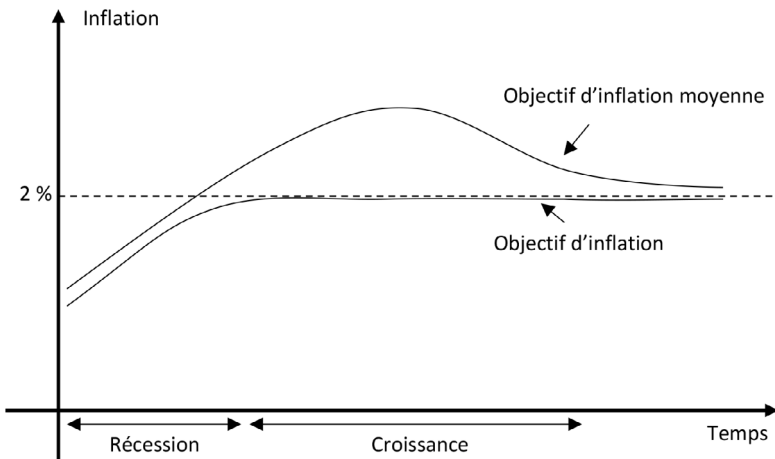


Schéma 1.
Objectif d'inflation et objectif d'inflation moyenne



Ces choix « techniques » dans la mise en place de la politique monétaire ont tous le même objectif : permettre que la politique monétaire reste expansionniste tout le temps, pendant toute la période de croissance.

3. La politique de la surchauffe

En réalité, les Banques Centrales (et la Réserve Fédérale l'a déclaré) sont attirées par la « politique de la surchauffe ». Il s'agit de continuer à stimuler la demande de biens et services alors que le taux de chômage est déjà bas. C'est typiquement ce que la Réserve Fédérale a fait de 2016 à 2019 (voir **graphique 1a** plus haut), et elle en a obtenu les effets favorables attendus.

Les entreprises devant produire davantage alors que le marché du travail est déjà tendu, d'une part acceptent d'embaucher des personnes peu qualifiées qu'elles n'accepteraient pas d'habitude, et il en résulte une hausse du taux de participation (**graphique 4**), c'est-à-dire de la fraction de la population en âge de travailler qui se présente sur le marché du travail ; d'autre part, doivent devenir plus efficaces, et il en résulte une hausse des gains de productivité (**graphique 5**). Au total, cette politique de la surchauffe redresse la production potentielle (réalisable), avec à la fois une hausse de l'emploi et une hausse de la productivité.

Graphique 4
Etats-Unis : taux de participation* (en %)

(* Ratio : (emploi + chômage)/Population de 20 à 64 ans



Graphique 5
Etats-Unis : productivité par tête (GA en %)

