

# Piloter le taux d'intérêt ou la base monétaire : incidence sur le bilan d'une banque centrale

Luc Aucremanne  
Jef Boeckx  
Olivier Vergote \*

## Introduction

L'objectif principal de la politique monétaire au sein de la zone euro est de maintenir la stabilité des prix. C'est pourquoi la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème repose avant toutes choses sur une définition quantitative de la stabilité des prix. Le Conseil des gouverneurs de la BCE définit cette dernière comme une hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro inférieure à, mais proche de 2 p.c., à moyen terme. Il ne subsiste dès lors aucun doute quant à l'objectif final de la politique monétaire, même si l'orientation à moyen terme qui caractérise cette définition fournit la marge de manœuvre nécessaire pour une approche graduelle permettant d'éviter une volatilité indésirable de l'activité économique et des taux d'intérêt.

La stratégie de politique monétaire repose en outre sur un cadre analytique composé de deux piliers, à savoir l'analyse économique et l'analyse monétaire. La première vise à évaluer les évolutions économiques et financières et les risques que celles-ci représentent pour la stabilité des prix. La seconde vise à évaluer les évolutions de la masse monétaire, de l'octroi des crédits et de leurs composantes, et cherche à dégager les signaux les plus pertinents pour déterminer les tendances de l'inflation à plus long terme. Même si la stratégie de la politique monétaire de l'Eurosystème accorde un rôle important à l'évolution de la masse monétaire, elle ne réagit pas de manière mécanique aux évolutions monétaires. La croissance monétaire ne constitue en d'autres termes pas un objectif intermédiaire. L'analyse économique ne livre pas non plus d'objectif intermédiaire.

En effet, l'Eurosystème ne réagit par exemple pas non plus mécaniquement aux projections en matière d'inflation. Le processus décisionnel du Conseil des gouverneurs est, en revanche, très large et plus précisément, il se fonde sur les signaux qui apparaissent comme pertinents à l'issue du recoupement des deux types d'informations.

À très court terme, l'Eurosystème gère le taux d'intérêt du marché monétaire au moyen de ses opérations d'*open market*. Par conséquent, l'Eurosystème mène *de facto* une politique de pilotage du taux d'intérêt, consistant à influencer la structure par terme des taux au moyen du taux d'intérêt à court terme et, par là même, l'économie réelle, la masse monétaire et l'inflation. Au début de chaque mois, le Conseil des gouverneurs fixe à cet effet les taux directeurs, qui indiquent l'orientation de la politique monétaire. Le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement revêt une importance particulière dans ce contexte. Le cadre opérationnel de la conduite de la politique monétaire vise à stabiliser le taux d'intérêt au jour le jour au niveau du taux de soumission minimal fixé par le Conseil des gouverneurs. Un autre article de cette revue présente en détail le fonctionnement de ce mécanisme<sup>(1)</sup>. Cependant, d'autres options peuvent en théorie aussi être envisagées. Ainsi, la banque centrale pourrait gérer activement la base monétaire, également appelée monnaie de banque centrale (cf. la définition

(\*) Les auteurs remercient Serge Bertholomé, Hugues Famerée et Vincent Périlleux pour leur contribution à cet article.

(1) Aucremanne, L., J. Boeckx et O. Vergote (2007) : « La gestion de la liquidité de l'Eurosystème pendant la période de turbulences sur les marchés financiers », *Revue économique de la Banque nationale de Belgique*, 29-45.

ci-après pour plus de détails), plutôt que le taux d'intérêt du marché monétaire, ce qui permettrait en principe d'influencer la création de monnaie par les établissements de crédit et, par là même, l'économie réelle et l'inflation. Dans la mesure où le concept de base monétaire est très proche de celui de masse monétaire et eu égard au rôle important que lui confère la stratégie de politique monétaire, l'on pourrait même supposer que la base monétaire constitue une meilleure cible. Le présent article passe en revue les avantages et les inconvénients de ces deux options et explique clairement les raisons pour lesquelles les banques centrales des pays dont les marchés financiers sont bien développés préfèrent actuellement piloter le taux d'intérêt à court terme plutôt que la base monétaire. Enfin, l'article fait également apparaître que la poursuite de l'une ou de l'autre de ces cibles a des conséquences spécifiques sur la dynamique du bilan d'une banque centrale et sur son interprétation. L'article démontre plus particulièrement qu'une politique de pilotage du taux d'intérêt implique que le bilan de la banque centrale soit endogène et ne fournit dès lors plus d'information sur l'orientation de la politique monétaire. En conséquence, l'octroi parfois ample de liquidités au cours de la période de turbulences financières qui a débuté pendant l'été 2007 – qui fait l'objet d'un autre article de la présente revue – ne revêt aucune fonction de signal quant à l'orientation de la politique monétaire.

L'article est structuré de la manière suivante. La première partie examine brièvement la relation entre le bilan d'une banque centrale, la base monétaire, la masse monétaire totale et l'octroi de crédits. La deuxième partie se penche sur le choix des taux d'intérêt ou de la base monétaire comme cible opérationnelle et identifie les facteurs qui déterminent le choix des banques centrales. Enfin, l'article examine les conséquences d'une politique de pilotage du taux d'intérêt sur l'interprétation du bilan de la banque centrale.

## 1. Bilan d'une banque centrale et masse monétaire

Le bilan de l'Eurosystème est étroitement lié au marché monétaire. Au passif du bilan figure la base monétaire, qui constitue la forme de monnaie la plus liquide dans la mesure où seules les banques centrales ont le monopole de la création de la base monétaire. Ceci explique pourquoi elle est également appelée monnaie de banque centrale. La base monétaire recouvre la monnaie fiduciaire (billets et pièces en circulation), les réserves (en grande partie obligatoires) détenues par les contreparties de l'Eurosystème et le recours à la facilité de dépôt. La base monétaire peut être considérée comme

l'élément constitutif de base de la masse monétaire totale, qui outre les billets en circulation, comprend la monnaie scripturale émise par les établissements de crédit. Le fonctionnement précis de ce principe du « *loans make deposits* » (les crédits font les dépôts) est exposé dans l'encadré.

En ce qui concerne l'émission de monnaie scripturale, il convient de souligner qu'il existe diverses formes des dépôts et que c'est leur degré de liquidité qui les distingue les uns des autres (convertibilité en moyens de paiement). Étant donné que la nature et les caractéristiques des actifs financiers, des transactions et des moyens de paiement varient dans le temps, il n'est a priori pas toujours aisé de définir la monnaie. Pour cette raison, l'évolution de plusieurs agrégats monétaires est analysée en prenant en compte qu'un agrégat étroit peut omettre les évolutions de substituts proches de la monnaie, alors qu'un agrégat large peut surestimer la fonction de la monnaie en tant que moyen de paiement. Ces agrégats monétaires diffèrent quant au degré de liquidité des actifs qu'ils recouvrent.

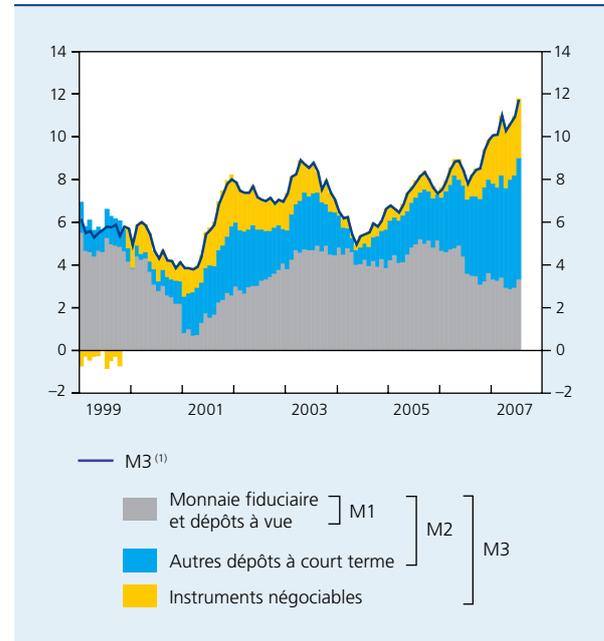
L'agrégat monétaire étroit, M1, comprend la monnaie fiduciaire (billets et pièces) et les dépôts à vue. Ces derniers peuvent être immédiatement transformés en numéraire ou être utilisés pour des paiements scripturaux. L'agrégat monétaire intermédiaire, M2, comprend M1 ainsi que les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les dépôts remboursables avec un délai de préavis inférieur ou égal à trois mois. Ces dépôts peuvent être transformés en composantes de M1, mais dans certains cas il peut exister des restrictions, comme l'exigence d'un préavis, de pénalités ou de commissions. La différence entre l'agrégat monétaire intermédiaire et l'agrégat étroit (M2-M1) correspond aux autres dépôts à court terme. L'agrégat monétaire large, M3, recouvre M2 ainsi que certains instruments négociables émis par les institutions financières monétaires (IFM) qui incluent aussi les institutions de crédit. Ces instruments négociables sont les pensions, les actions ou les participations dans des fonds 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, ces instruments constituent des substituts proches des dépôts. Du fait de leur inclusion dans M3, cet agrégat est moins affecté par les 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. La différence entre les agrégats larges et intermédiaires (M3-M2) correspond aux instruments négociables.

Depuis la création de l'union monétaire, d'importants mouvements de substitution entre les différentes composantes de M3 se sont produits, si bien que l'évolution de cet agrégat s'est montrée plus stable que celle des agrégats plus étroits. Ainsi, depuis la fin de 2005, la forte croissance de M3 subit de moins en moins l'influence de l'agrégat monétaire étroit et de plus en plus celle des autres dépôts à court terme et des instruments négociables. En effet, la phase de hausse des taux d'intérêt entamée en décembre 2005 rend la monnaie fiduciaire et les dépôts à vue moins attractifs que les autres dépôts à court terme ou les titres de créance négociables, dont la rémunération suit de plus près l'évolution du taux d'intérêt du marché monétaire.

Les hausses des taux d'intérêt n'ont pour l'instant entraîné que des effets de substitution entre les différentes composantes de M3, sans pour autant en modifier la dynamique générale comme en atteste la croissance de M3 qui s'est établie à 11,3 p.c. en septembre 2007. Cette dynamique repose de façon non-négligeable sur des réaménagements de portefeuille, essentiellement parce que le profil relativement plat de la courbe des taux rend plus attractifs les placements à court terme, dont certains font partie de M3. De plus, les actifs moins risqués ont vraisemblablement séduit plus d'investisseurs récemment compte tenu des turbulences sur les marchés financiers. D'importants réaménagements de portefeuille s'étaient déjà produits précédemment à la suite de l'éclatement de la bulle technologique entre 2001 et 2003, lorsque des résidents avaient liquidé des actifs étrangers pour les placer ensuite dans des actifs moins risqués inclus dans M3. Il est également possible que la croissance substantielle de la monnaie découle d'un changement structurel de comportement qui a provoqué une rupture de la demande de monnaie en réponse au nouvel environnement de stabilité des prix et de taux d'intérêt bas. C'est précisément en raison de la difficulté à déterminer en temps réel dans quelle mesure la demande de monnaie répond à des motifs de transaction

GRAPHIQUE 1 M3 ET SES COMPOSANTES

(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier; contribution à la variation de M3 par rapport au mois correspondant de l'année précédente, points de pourcentage sauf mention contraire)



Source : BCE.

(1) Pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente.

– ce type de demande de monnaie affectant surtout la stabilité des prix –, que l'analyse monétaire ne constitue qu'un des facteurs, aussi important soit-il, sur lequel se fondent les décisions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. De plus, l'on part du principe que l'analyse monétaire signale essentiellement les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen et long termes. À de tels horizons, l'incidence des réaménagements de portefeuille sur la dynamique monétaire est moins aigue.

## Encadré – Les multiplicateurs monétaires et leur évolution depuis 1999

L'usage de l'expression « base monétaire » trouve son origine dans le fait qu'elle peut être considérée comme l'élément constitutif de base de la masse monétaire totale. Outre la monnaie fiduciaire, cette dernière inclut en effet également les dépôts à court terme détenus auprès des IFM générés selon le principe du « *loans make deposits* ». Les établissements de crédit peuvent prêter au public les réserves dont elles disposent. Ces fonds sont, après utilisation, à nouveau redéposés – pas forcément auprès de la même banque, mais cet aspect est sans importance dès lors que l'on analyse le secteur bancaire dans son ensemble – avant d'être à nouveau prêtés puis replacés par le public. L'expansion monétaire que ce processus entraîne est toutefois freinée par les obligations en matière de réserves que les établissements de crédit doivent respecter et par la préférence du public pour les billets.

Ainsi, supposons que la banque centrale impose un coefficient de 10 p.c. pour les réserves obligatoires et qu'elle achète auprès d'une banque, par le biais d'une opération d'*open market*, un titre d'une valeur de 100. L'argent est versé sur le compte de réserve que l'établissement de crédit détient auprès de la banque centrale, ce qui provoque une hausse des réserves excédentaires et donc de la base monétaire (BM) de 100 (t=1). L'établissement de crédit peut convertir ses réserves excédentaires en un prêt, de sorte que la formation concomitante de dépôt entraînera dans un premier temps une augmentation de la masse monétaire (M) de 100 (t=2). Sur ce montant, les banques doivent détenir 10 p.c. sous la forme de réserves obligatoires. Dès lors, les réserves obligatoires augmentent de 10 et les réserves excédentaires diminuent de 10. Si le public souhaite chaque fois en conserver 10 p.c. sous la forme de monnaie fiduciaire, alors les billets et la masse monétaire augmentent de 10. Les réserves excédentaires, en revanche, se réduisent à nouveau de 10. Les réserves excédentaires sont donc de 80. Dès lors, 80 tout au plus pourra être prêté (t=3), ce qui provoque ensuite une hausse des réserves obligatoires et des billets à hauteur de 8 alors que les réserves excédentaires se réduisent à chaque fois de ce même montant. Si ce processus se poursuit, les dépôts augmenteront *in fine* de 500 et les billets de 50, de sorte que la masse monétaire totale augmentera de 550, alors que l'injection initiale s'élevait à 100. La relation entre la base monétaire et la masse monétaire est représentée par le multiplicateur monétaire  $\Delta M/\Delta MB$ , qui s'élève dans le présent exemple à 5,5.

#### CRÉATION MONÉTAIRE ET MULTIPLICATEUR MONÉTAIRE

(conséquences des obligations en matière de réserves et de la préférence pour les billets)

	t = 1	t = 2		t = 3			Effet cumulé
Base monétaire . . . . .	+100					...	100
Réserves:							
Excédentaires . . . . .	+100	-10	-10	-8	-8	...	0
Obligatoires . . . . .		+10		+8		...	50
Billets en circulation . . . . .			+10		+8	...	50
Dépôts . . . . .		+100		+80		...	500
Masse monétaire . . . . .		+100	+10	+80	+8	...	550

Compte tenu des facteurs cités, il est possible de dériver un multiplicateur monétaire. Pour ce faire, la préférence pour les billets (C) et le coefficient des réserves obligatoires (RO) sont définis respectivement comme les ratios des billets en circulation et des réserves obligatoires par rapport à la quantité totale des dépôts détenus auprès des IFM. La masse monétaire totale peut alors être exprimée comme un multiple de la base monétaire:

$$M = (1+C)/(C+RO)BM$$

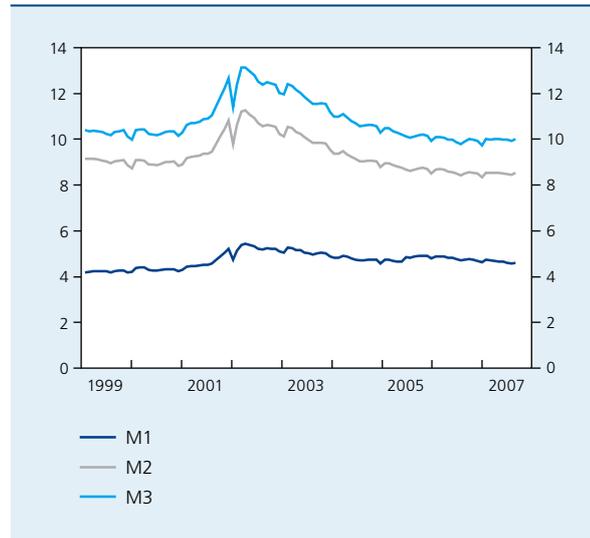
Cette formule fait clairement apparaître que le multiplicateur monétaire fléchit lorsque le coefficient de réserves obligatoires augmente et lorsque la préférence pour les billets s'accroît.

Ce mécanisme implique que la majeure partie de la création de monnaie a lieu à l'extérieur de la banque centrale et se retrouve dans le bilan consolidé des IFM sous la forme de dépôts. La monnaie fiduciaire figure également au bilan consolidé du secteur des IFM, puisque ce dernier comprend également la banque centrale. Les réserves que les établissements de crédit détiennent auprès de la banque centrale ne figurent pas au bilan consolidé, étant donné qu'elles constituent à la fois un actif des établissements de crédit et un passif de la banque centrale. Elles ne sont donc pas reprises dans la masse monétaire totale.



### MULTIPLICATEURS DE LA MONNAIE

(coefficients sur la base de données mensuelles<sup>(1)</sup>)



Sources : BCE, BNB.

(1) Rapport entre les agrégats monétaires et la base monétaire.

En calculant le rapport entre les différents agrégats monétaires et la base monétaire, il est possible d'obtenir un multiplicateur monétaire pour chaque agrégat. Ce n'est pas tant le niveau du multiplicateur mais plutôt son évolution dans le temps qui importe dans ce contexte. Un multiplicateur stable signifierait que la banque centrale pourrait gérer la masse monétaire totale en contrôlant la base monétaire. Comme on l'expliquera plus loin, un multiplicateur stable constitue dès lors l'une des conditions qui permettent de piloter la base monétaire plutôt que le taux d'intérêt.

Depuis la création de l'union monétaire, les multiplicateurs monétaires ont dans un premier temps augmenté avant de retrouver progressivement leur niveau d'origine. Cette évolution peut s'expliquer par l'introduction de l'euro fiduciaire, qui a brièvement exercé un effet négatif sur l'utilisation de la monnaie fiduciaire, et donc sur la base monétaire. L'agrégat M3, quant à lui, n'a été que très peu influencé par cet événement étant donné qu'il s'agissait d'une substitution entre deux composantes de la masse monétaire large entraînant le multiplicateur monétaire à la hausse. Même s'il s'agit ici d'un fait unique illustrant un multiplicateur très instable, il apparaît que le multiplicateur monétaire est de manière générale également instable. Cette instabilité s'explique par les innovations financières et les modifications structurelles que la banque centrale peut difficilement prévoir. De modestes fluctuations des multiplicateurs entraînent d'importantes fluctuations des agrégats, ce qui nuit à la conduite d'une politique visant à piloter la base monétaire. En outre, une telle politique se mène au jour le jour, de sorte qu'il faudrait calculer la variabilité pertinente des multiplicateurs monétaires dans ce contexte à partir de données journalières (non disponibles) des agrégats monétaires plutôt qu'à partir de données mensuelles. Les multiplicateurs calculés sur une base journalière sont très vraisemblablement encore plus volatils. Il est ainsi peu probable que l'octroi de liquidités parfois abondant observé durant la période de turbulences financières, qui fait l'objet d'un article distinct dans la présente Revue économique, ait exercé une incidence proportionnelle sur la masse monétaire totale. Il s'agit dès lors plutôt d'une subite contraction du multiplicateur monétaire (voir également Bini Smaghi (2007) à ce sujet).

## 2. Piloter la base monétaire ou piloter le taux d'intérêt

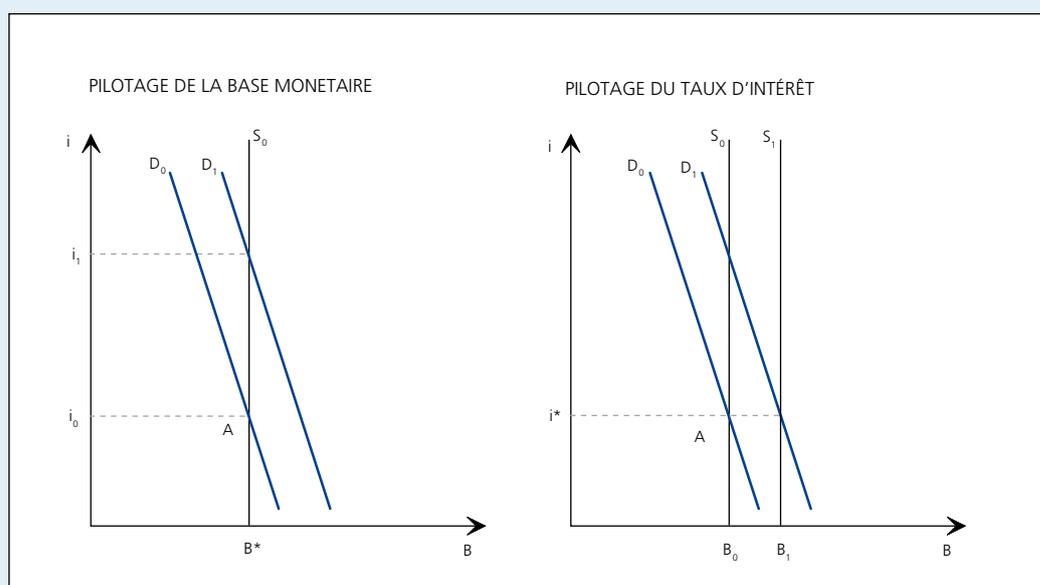
Une banque centrale choisit généralement comme cible opérationnelle un niveau de la base monétaire ou des taux d'intérêt. Dans la mesure où elle détient le monopole de la création de la base monétaire, elle peut dès lors en fixer le prix  $i$  ou la quantité  $B$ . En d'autres termes, elle peut choisir un point sur la courbe de la demande de liquidités et atteindre ce point soit en fixant le niveau de la base monétaire, soit en fixant le niveau du taux d'intérêt. L'arbitrage entre prix et quantité n'est pas pertinent lorsque les conditions de marché sont stables. Ainsi, pour atteindre le point A sur la courbe de la demande  $D_0$ , la banque centrale peut soit annoncer un niveau de base monétaire égal à  $B^*$ , ce qui implique un taux d'intérêt  $i_0$ , soit annoncer un taux d'intérêt égal à  $i^*$  et, pour atteindre celui-ci, porter la base monétaire en  $B_0$ . Les deux procédures conduisent au même résultat. Toutefois si, à la suite de chocs, la demande de liquidités devient instable, l'effet sur le taux d'intérêt et sur la base monétaire sera fonction de la cible choisie. Ainsi, dans le cas d'une politique de pilotage de la base monétaire, si la demande se déplace de  $D_0$  à  $D_1$ , la base monétaire sera inchangée de sorte que la hausse de la demande ne sera pas satisfaite et le taux d'intérêt passera de  $i_0$  à  $i_1$ . Les fluctuations du taux d'intérêt seront d'autant plus larges que l'élasticité de la demande de liquidités est faible, ce qui correspond à une courbe de demande raide. Dans le cas d'une politique de pilotage du taux d'intérêt, une demande de liquidités supplémentaires incitera la banque centrale à augmenter

son apport de liquidités afin de maintenir inchangé le taux d'intérêt et la base monétaire passera de  $B_0$  à  $B_1$ . Cela implique dès lors que la base monétaire peut varier dans le cas d'une politique de pilotage du taux d'intérêt tandis que ce sont les taux qui peuvent fluctuer dans le cas d'une politique de pilotage de la base monétaire. C'est pourquoi une procédure exclut l'autre. Lorsque la banque centrale choisit de piloter le taux d'intérêt, la base monétaire varie et il ne lui est pas possible de la contrôler. Inversement, lorsque la banque centrale choisit de piloter la base monétaire, le taux d'intérêt ne peut demeurer inchangé.

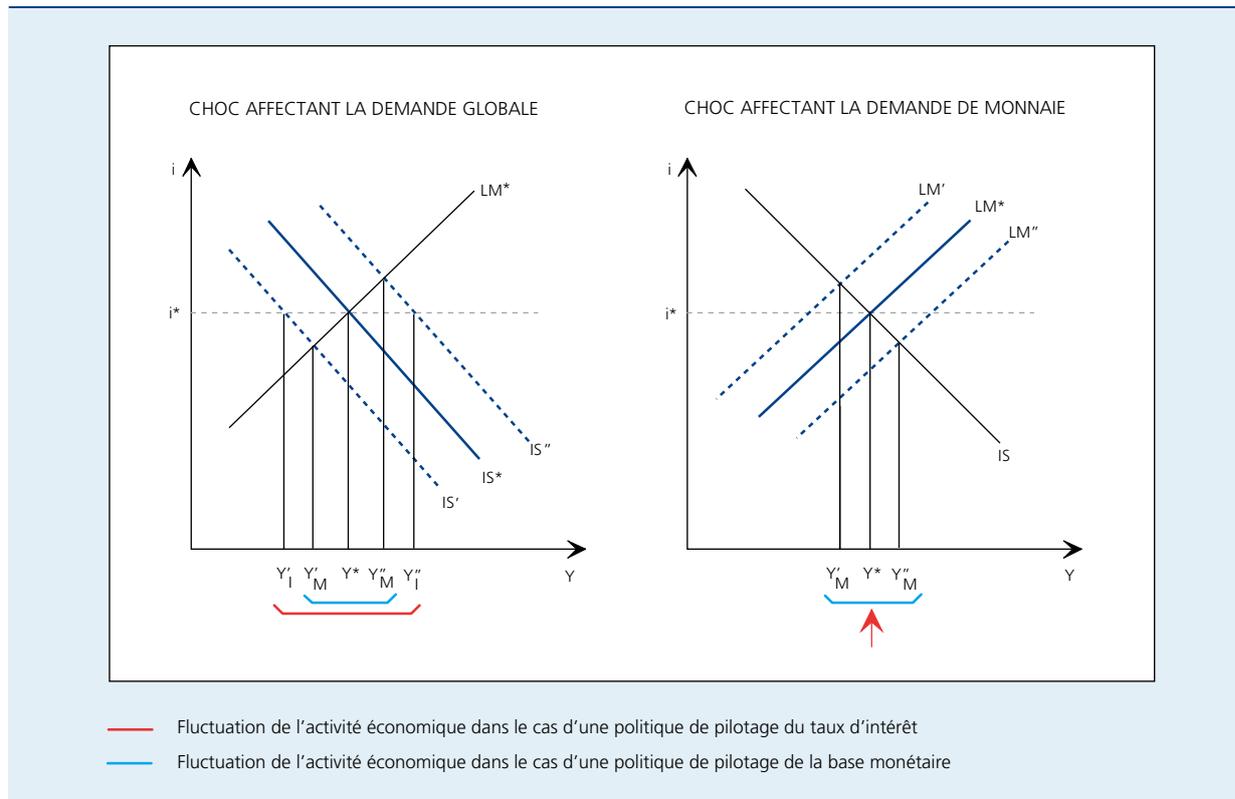
Le choix de la cible opérationnelle dépend de la stabilité de la relation qui l'unit à l'objectif final. Le lien entre instrument et cible opérationnelle est normalement fort étant donné que les opérations de refinancement constituent un instrument de politique monétaire efficace. Toutefois, lorsque les conditions de marché ne sont pas stables, la banque centrale peut éprouver davantage de difficultés à atteindre avec un grand degré de précision la cible opérationnelle qu'elle s'est fixée (voir un autre article dans cette revue pour une discussion de la gestion de la liquidité au cours de la récente période des tensions financières).

Le contrôle d'un agrégat monétaire comme M3 au moyen de la base monétaire se fait plus ou moins aisément en fonction de la stabilité du multiplicateur monétaire. La stabilité de la demande de monnaie joue également un rôle essentiel dans la relation entre la masse monétaire et l'inflation. En revanche, la transmission d'une politique de pilotage du taux d'intérêt dépend davantage de

GRAPHIQUE 2 IMPLICATION DE LA CONDUITE D'UNE POLITIQUE DE PILOTAGE DE LA BASE MONÉTAIRE ET DU TAUX D'INTÉRÊT



GRAPHIQUE 3 CHOIX ENTRE UNE POLITIQUE DE PILOTAGE DE LA BASE MONÉTAIRE ET DU TAUX D'INTÉRÊT



la structure par terme des taux d'intérêt que des agrégats monétaires. Dans la mesure où le niveau des taux d'intérêt détermine les décisions d'investissement et de consommation, la stabilité de la demande globale est, dans ce cas, un facteur clé. En bref, le choix de l'une ou de l'autre cible opérationnelle ne pourra s'opérer qu'en mettant en perspective la stabilité relative du multiplicateur monétaire et de la demande de monnaie avec la stabilité de la demande globale.

Une économie est, en règle générale, aussi bien affectée par des chocs de demande globale que par des chocs de la demande de monnaie. Le choix optimal de la cible opérationnelle ne dépend donc pas de l'occurrence de chocs spécifiques, mais plutôt de leur importance relative. Poole (1970) a démontré à l'aide d'un simple modèle que le choix entre le pilotage du taux d'intérêt ou celui de la base monétaire dépend de l'ampleur des chocs affectant la demande de monnaie par rapport à ceux affectant la demande globale<sup>(1)</sup>.

L'effet de ces différents chocs peut être illustré au moyen d'un schéma IS-LM, où la courbe IS reflète l'équilibre sur le marché des biens et LM l'équilibre sur le marché monétaire<sup>(2)</sup>. L'équilibre sur le marché des biens implique une relation négative entre le niveau du taux d'intérêt

(i) et l'activité économique ( $Y$ ) étant entendu qu'un taux d'intérêt plus élevé rend les investissements et la consommation moins attractifs. L'équilibre sur le marché monétaire implique une relation positive entre le taux d'intérêt et l'activité économique dans la mesure où un niveau d'activité plus élevé engendre une hausse de la demande de monnaie. Celle-ci génère à son tour une augmentation du taux pour une offre de monnaie inchangée. Les deux marchés sont simultanément à l'équilibre à l'intersection des deux courbes : c'est le cas au taux  $i^*$  et au niveau d'activité  $Y^*$ . Ce schéma, qui permet d'illustrer clairement l'effet des différents chocs, repose néanmoins sur quelques présupposés. Premièrement, dans un souci de simplification, le niveau des prix n'est pas pris en considération si bien qu'il n'y a pas d'anticipations d'inflation et que seul le taux d'intérêt nominal importe (dans ce cas, il correspond en effet au taux d'intérêt réel attendu). Deuxièmement, l'objectif final de la banque centrale dans cet exemple n'est plus le maintien de la stabilité des prix, mais bien la stabilisation du niveau d'activité, qui peut être interprété comme étant l'écart de production. Une représentation plus réaliste de l'économie devrait également considérer l'offre globale, qui lie l'écart de production et l'inflation, tout en n'étant cependant pas strictement

(1) Cf. également Walsh (2003) pour plus de détails.

(2) Cf. Mishkin (2001).

nécessaire pour illustrer les facteurs déterminant le choix de la cible opérationnelle. Cette présentation simplifiée n'est toutefois pas irréaliste sachant que, dans les faits, les fluctuations de l'écart de production ont une incidence sur l'inflation.

Lorsque l'économie est frappée par des chocs affectant la demande globale, la courbe IS oscille autour de sa position attendue,  $IS^*$ . Dans l'exemple, la courbe IS se déplace entre  $IS'$  et  $IS''$ . Si elle a choisi pour cible opérationnelle le taux d'intérêt, la banque centrale laisse l'offre de monnaie varier (ce qui entraîne un déplacement de la courbe LM) pour maintenir le taux d'intérêt au même niveau. Ainsi, la production varie *in fine* entre  $Y_1'$  (en cas de choc négatif) et  $Y_1''$  (en cas de choc positif). Si elle a choisi pour cible opérationnelle la base monétaire, la banque centrale n'intervient pas (LM reste inchangé), ce qui entraîne des variations du taux d'intérêt. Ces mouvements amortissent l'effet sur la production qui varie entre  $Y_M'$  et  $Y_M''$ . En effet, un choc négatif affectant la demande engendre une baisse des taux, ce qui freine la contraction de l'activité. En revanche, un choc positif affectant la demande provoque une hausse des taux, ce qui ralentit la progression de l'activité. Étant donné que la politique de pilotage de la base monétaire entraîne une variation moindre de l'activité économique, il est préférable dans ce cas d'opter pour une telle stratégie plutôt que pour une politique de pilotage du taux d'intérêt. En effet, elle génère, dans une certaine mesure, des variations de taux d'intérêt qui atténuent l'incidence des chocs affectant la demande globale sur l'activité économique.

En cas de chocs affectant la demande de monnaie, la courbe LM devient incertaine et instable. La courbe LM attendue est  $LM^*$ , mais, à la suite de ces chocs, LM oscille entre  $LM'$  (en cas de choc positif) et  $LM''$  (en cas de choc négatif). Dans l'hypothèse d'une politique de pilotage du taux d'intérêt, l'offre de monnaie est adaptée pour ramener la courbe LM à son niveau initial et maintenir le taux d'intérêt inchangé. Un taux d'intérêt constant (et une courbe IS inchangée) n'a pas d'effet sur la production. Dans le cas d'une politique de pilotage de la base monétaire, la courbe LM peut se déplacer, ce qui entraîne des variations du taux d'intérêt. Une hausse de la demande de monnaie augmente le taux, ce qui conduit à une baisse de la production jusqu'à  $Y_M'$ , tandis qu'une diminution de la demande de monnaie provoque un recul du taux d'intérêt, de sorte que la production progresse jusqu'à  $Y_M''$ . Dans la mesure où une politique de pilotage de la base monétaire s'accompagne de variations indésirables du taux d'intérêt en l'absence de chocs affectant la demande globale, une politique de pilotage du taux d'intérêt est dans ce cas préférée. Contrairement à la politique de pilotage de la base monétaire, elle n'entraîne en effet

pas de fluctuations inefficaces de la production en cas de chocs affectant la demande de monnaie.

Une politique de pilotage du taux d'intérêt est préférée lorsque la demande de monnaie est relativement instable et donc lorsque les chocs affectant la demande de monnaie sont dominants. Inversement, une politique de pilotage de la base monétaire est préférée lorsque la demande globale est relativement instable et donc lorsque les chocs affectant la demande globale sont dominants. L'impact diffère également en fonction de la sensibilité de l'économie aux différents chocs, ce qui se reflète dans la pente des courbes IS et LM. En bref, plus les chocs affectant la demande de monnaie sont fréquents et plus leur incidence sur l'économie réelle est importante – ce qui se traduit par une courbe IS plate et par une courbe LM raide – plus il convient de privilégier une politique de pilotage du taux d'intérêt.

Il ressort de l'encadré ci-dessus que le multiplicateur monétaire est instable. Le lien entre l'évolution de M3 et celle des prix n'est pas non plus très stable à très court terme, les réaménagements de portefeuille pouvant jouer un rôle prépondérant comme déterminant de la demande de monnaie. De plus, l'instabilité de la demande de monnaie sur une base journalière est, à l'instar du multiplicateur monétaire, sans doute plus grande que ne le laissent suggérer les données mensuelles utilisées pour examiner l'évolution de M3. Le constat selon lequel le passage à une fréquence journalière (pertinente pour la conduite opérationnelle de la politique monétaire) accroît l'instabilité vaut aussi pour la courbe IS, mais plus encore pour la courbe LM. Par conséquent, ce passage renforce l'avantage comparatif d'une politique de pilotage du taux d'intérêt. Appliqué à l'augmentation parfois importante de la demande de liquidités lors de la période de tensions sur les marchés financiers qui a débuté en août 2007 – ces tensions étant plutôt des chocs affectant la demande de monnaie que des déplacements de la courbe de demande totale –, ce cadre d'analyse implique qu'une stabilisation des taux est souhaitable dans un tel environnement (voir aussi Noyer (2007) à ce sujet).

Tout comme l'Eurosystème, de nombreuses banques centrales de pays industrialisés dont les marchés financiers sont bien développés marquent leur préférence pour une politique de pilotage du taux d'intérêt. Les taux d'intérêt permettent en outre de donner un signal clair, probablement meilleur qu'une politique de pilotage de la base monétaire où une évolution en sens contraire de divers agrégats pourrait engendrer une certaine confusion. Les taux du marché monétaire sont par ailleurs observables en permanence, ce qui rend cette politique plus transparente. Les agrégats ne sont, quant à eux, observables qu'à une

fréquence plus réduite et qu'avec un certain délai. Une plus faible volatilité des taux d'intérêt facilite en outre la gestion de liquidités des banques.

Le fait que le cadre opérationnel de l'Eurosystème privilégie les taux d'intérêt n'implique pas pour autant que les développements monétaires ne revêtent pas d'importance dans la réalisation de l'objectif final, à savoir la stabilité des prix. La croissance de la monnaie n'est pas pilotée mais bien étudiée comme étant un élément de l'analyse monétaire qui, à l'instar de l'analyse économique, constitue un pilier distinct de la stratégie de la politique monétaire de l'Eurosystème. Ce rôle important repose notamment sur le lien étroit observé par le passé entre les évolutions fondamentales de la croissance de la masse monétaire, d'une part, et les évolutions fondamentales de l'inflation, d'autre part. Ces évolutions fondamentales se basent sur les développements à moyen et long termes, à savoir les horizons pertinents de l'analyse monétaire. À ces horizons, les problèmes d'instabilité susmentionnés, qui pourraient perturber sérieusement la conduite opérationnelle de la politique monétaire, sont en principe moins aigus. Toutefois, comme indiqué ci-dessus, une analyse approfondie des développements monétaires s'impose toujours afin d'estimer correctement leur incidence sur la stabilité des prix.

### 3. Incidence d'une politique de pilotage du taux d'intérêt sur le bilan d'une banque centrale

Le choix de la cible opérationnelle a des implications pour l'évolution et l'interprétation des rubriques du bilan d'une banque centrale et des taux d'intérêt à court terme. Si une banque centrale opte pour une politique de pilotage du taux d'intérêt, le taux signale l'orientation de la politique monétaire. La liquidité sur le marché monétaire est gérée afin d'aligner le taux d'intérêt du marché monétaire sur le taux d'intérêt directeur. Même dans les conditions de marché tendues que l'on connaît depuis août 2007, l'Eurosystème est parvenu à préserver la fonction de signal de l'orientation de la politique monétaire remplie par les taux du marché monétaire grâce à une gestion appropriée de la liquidité. L'offre de liquidités s'ajuste dès lors à la demande. Les fluctuations de la demande de liquidités entraînent donc des modifications au niveau des rubriques du bilan de la banque centrale de sorte que ce dernier est endogène. Ainsi, le montant des billets inscrit au bilan consolidé de l'Eurosystème reflète la demande au taux en vigueur si bien que les billets peuvent être considérés comme un facteur autonome dans le cadre d'une présentation analytique du bilan consolidé de l'Eurosystème. L'importance des avoirs en comptes courants

auprès de l'Eurosystème reflète, pour sa part, la demande de réserves de la banque centrale émanant du système bancaire. Ceci sous-tend également que les injections parfois substantielles de liquidités, impliquant une forte augmentation des avoirs en comptes courants auprès de l'Eurosystème, ne donnent aucun signal sur l'orientation de la politique monétaire et, en particulier, ne présagent pas d'un assouplissement de celle-ci.

Les réserves obligatoires ne constituent pas, par ailleurs, un instrument actif de la politique monétaire. En effet, bien qu'elles permettent en théorie de freiner la création de monnaie, les réserves obligatoires ne sont pas, dans les faits, un instrument efficace. En particulier, il serait nécessaire d'adapter de manière infime le coefficient de réserves afin d'ajuster la masse monétaire, et ce alors même que l'effet de ces adaptations serait difficile à estimer compte tenu de l'instabilité du multiplicateur monétaire. De plus, adapter fréquemment le coefficient de réserves compliquerait singulièrement la gestion de liquidités des établissements de crédit. Les réserves assurent en revanche deux autres fonctions, plus techniques, dans le cadre opérationnel de l'Eurosystème. Premièrement, les réserves obligatoires créent une demande automatique de réserves de la banque centrale, contribuant ainsi à accroître le besoin structurel de liquidités. Les établissements de crédit dépendent donc de l'Eurosystème pour satisfaire ce besoin de refinancement, ce qui facilite la gestion de la liquidité. Deuxièmement, elles ont une fonction de réserve de liquidités facilitant la gestion de liquidités des établissements de crédit. C'est précisément parce que l'obligation de réserves s'applique sur la moyenne des avoirs pendant la période de constitution de réserves qui sont en compte courant auprès de l'Eurosystème que les établissements de crédit peuvent aisément lisser les effets des variations imprévues de liquidités. Ce mécanisme vise également à stabiliser les taux d'intérêt du marché monétaire durant la période de constitution, effet qui disparaît bien évidemment à la fin de celle-ci. Dans le cas de l'Eurosystème, les réserves obligatoires ont par conséquent une fonction opérationnelle, indépendante de l'orientation de la politique monétaire que le Conseil des gouverneurs souhaite signaler.

## Conclusion

Le présent article a examiné la relation entre le bilan d'une banque centrale, la base monétaire, les agrégats monétaires et l'octroi de crédits dans la zone euro. Il s'est également penché sur la question de savoir comment ces éléments influencent l'objectif final de l'Eurosystème, à savoir la stabilité des prix. Une attention toute particulière a par ailleurs été accordée au choix de la cible

opérationnelle. Il est apparu que les conditions sont plus favorables à la conduite d'une politique de pilotage du taux d'intérêt qu'à la conduite d'une politique de pilotage de la base monétaire. En effet, l'incertitude générée par les chocs affectant la demande de monnaie et l'instabilité des multiplicateurs monétaires est plus manifeste que celle générée par les chocs affectant la demande globale, surtout pour le très court terme qui est l'horizon pertinent pour la conduite de la politique opérationnelle. C'est la raison pour laquelle les banques centrales de pays dont les marchés financiers sont bien développés mènent à l'heure actuelle une politique de pilotage du taux d'intérêt.

La poursuite d'une politique de pilotage du taux d'intérêt implique que le bilan de la banque centrale est endogène. La demande de liquidités est satisfaite par la banque

centrale afin de stabiliser le taux au niveau souhaité. Les fluctuations de la demande de liquidités entraînent donc des modifications au niveau des rubriques du bilan. Ceci signifie également que ce n'est pas la base monétaire mais bien le taux d'intérêt qui signale l'orientation de la politique monétaire. Le choix d'une politique de pilotage du taux d'intérêt n'entre pas en contradiction avec le rôle prépondérant joué par la monnaie dans la stratégie de la politique monétaire de l'Eurosystème. La réalisation de l'objectif final se situe en effet sur un autre horizon – le moyen terme selon la définition de la stabilité des prix – que la conduite de la politique opérationnelle où le très court terme importe. L'avantage comparatif de l'analyse monétaire comme indicateur des risques pesant sur la stabilité des prix se situe, pour sa part, surtout sur le moyen et long termes.

## Bibliographie

Aucremanne L., J. Boeckx et O. Vergote (2007), « La gestion de la liquidité de l'Eurosystème pendant la période de turbulences sur les marchés financiers », *Revue économique de la Banque nationale de Belgique*, 29-45.

BCE (2002), « La gestion de la liquidité de la BCE », *Bulletin mensuel de la BCE*, mai, 41-54.

BCE (2004a), *La politique monétaire de la BCE*.

Bini Smaghi, L. (2007), « Financial globalisation and excess liquidity: monetary policies and new uncertainties », Euro50-Natixis breakfast seminar, Washington DC, 21 octobre.

Mishkin F.S. (2001), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Addison-Wesley, 6<sup>e</sup> édition.

Noyer, C. (2007), « No moral hazard: the banks are doing their job », *Financial Times*, 18 septembre.

Poole W. (1970), « Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model », in *The Quarterly Journal of Economics*, 84(2), 197-211.

Walsh C. E. (2003), « Monetary-Policy Operating Procedures », in *Monetary Theory and Policy*, MIT Press, 429-472.