

# Politique monétaire

Françoise Drumetz • Christian Pfister  
Jean-Guillaume Sahuc

Préface de Benoît Cœuré

2<sup>e</sup> édition





# **Politique monétaire**

# OUVERTURES ◀▶ ÉCONOMIQUES

# Politique monétaire

Françoise Drumetz • Christian Pfister  
Jean-Guillaume Sahuc

Préface de Benoît Cœuré

2<sup>e</sup> édition

◀▶ ÉCONOMIQUES

OUVERTURES

 de boeck  
supérieur

Pour toute information sur notre fonds et les nouveautés dans votre domaine de spécialisation, consultez notre site web : [www.deboecksuperieur.com](http://www.deboecksuperieur.com)

© De Boeck Supérieur s.a., 2015  
Fond Jean Pâques 4, B-1348 Louvain-La-Neuve

2<sup>e</sup> édition

Tous droits réservés pour tous pays.

Il est interdit, sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, de reproduire (notamment par photocopie) partiellement ou totalement le présent ouvrage, de le stocker dans une banque de données ou de le communiquer au public, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit.

Imprimé aux Pays-Bas

Dépôt légal :  
Bibliothèque nationale, Paris : octobre 2015  
Bibliothèque royale de Belgique, Bruxelles : 2015/0074/034

ISSN 2030-501X  
ISBN 978-2-8041-9023-1

# SOMMAIRE

---

<b>Remerciements</b> .....	7
<b>Préface</b> .....	9
<b>Introduction</b> .....	11
<b>CHAPITRE 1</b>	
<b>Objectifs</b> .....	15
<b>CHAPITRE 2</b>	
<b>Économie politique de la politique monétaire</b> .....	57
<b>CHAPITRE 3</b>	
<b>Stratégie</b> .....	109
<b>CHAPITRE 4</b>	
<b>Coordination</b> .....	153
<b>CHAPITRE 5</b>	
<b>Mécanisme de transmission</b> .....	193
<b>CHAPITRE 6</b>	
<b>Instruments usuels</b> .....	241
<b>CHAPITRE 7</b>	
<b>Instruments non conventionnels</b> .....	293
<b>Index des notions</b> .....	329
<b>Table des matières</b> .....	337



# REMERCIEMENTS

---

Nous remercions Béatrice, Jocelyne, Natacha, Philippe et Stefano pour leur aide.



# PRÉFACE

---

À la veille de la grande crise financière, les banquiers centraux, les universitaires et, par conséquent, les étudiants en économie pouvaient croire à une sorte de « fin de l'histoire » en matière de politique monétaire. L'affaire était entendue : même si le cadre institutionnel différait selon les pays, la politique monétaire avait pour principal objectif une inflation stable et basse et sa mise en œuvre s'appuyait sur des règles qui ressemblaient toutes, plus ou moins, à des cibles flexibles d'inflation. Les débats sur la politique monétaire étaient marqués par une sophistication théorique croissante, mais ils portaient moins sur les objectifs que sur la stratégie et la tactique qui permettent de les atteindre et, surtout, sur la communication qui doit l'accompagner. Le succès de la politique monétaire dépendait de la capacité des banquiers centraux à orienter de manière crédible les anticipations, en particulier sur les marchés financiers. Pour le grand public, les banquiers centraux n'étaient plus des fonctionnaires austères, mais devenaient des sortes de bateleurs ou des charmeurs de serpents. Quant à la mise en œuvre de la politique monétaire, elle était bien rodée. Seule la Banque centrale européenne (BCE), avec les tâtonnements inhérents à la mise en place d'une institution nouvelle, avait apporté son lot d'innovation.

C'était il y a huit ans ; c'était il y a une éternité. Les années d'après-crise ont été marquées par un renouvellement profond du métier de banquier central. Les banques centrales ont assumé un rôle pivot dans la réponse à la crise économique et financière. Nous avons inventé et mis en œuvre des instruments entièrement nouveaux qui ont allongé notre horizon d'action (la maturité moyenne des achats d'actifs de la BCE est aujourd'hui de plus de huit ans), élargi notre champ d'intervention dans l'univers du crédit (avec le « TALF » de la Réserve fédérale américaine ou les achats de titres adossés à des actifs par la BCE) et, dans le cas de la BCE, pris en compte la différenciation géographique et fourni une protection contre des événements extrêmes (avec les opérations monétaires sur titres). La borne inférieure des taux d'intérêt, que Marvin Goodfriend étudiait en 2000 comme une curiosité théorique, est devenue un enjeu bien réel, auquel nous avons apporté des réponses concrètes : assouplissement quantitatif, guidage des taux d'intérêt et, en Europe, taux de dépôt négatif.

Mêmes bouleversements en matière de mandat. Ni l'indépendance des banques centrales, ni la primauté de leur objectif de stabilité des prix n'ont certes été remises en question. Mais la question de la prise en compte de la stabilité financière, dont Tommaso Padoa-Schioppa disait déjà qu'elle était inscrite dans l'« ADN » des banques centrales, s'est posée dans des termes entièrement nouveaux. Une nouvelle fonction *macroprudentielle* des banques centrales s'est imposée, dotée d'objectifs et d'instruments spécifiques encore en plein développement. Dans de nombreux pays, la fonction *microprudentielle*,

c'est-à-dire le contrôle bancaire, est revenue dans le giron de la banque centrale : le mécanisme européen de supervision unique en est l'exemple le plus frappant même si, au sein de la BCE, la supervision est strictement séparée de la politique monétaire. Enfin, l'exigence de transparence qui gouverne désormais tous les aspects de la vie publique s'impose de plus en plus aux banques centrales : leur communication s'est déplacée vers les réseaux sociaux, elles publient les comptes-rendus de leurs réunions et publiera, de plus en plus, l'agenda de leurs gouverneurs.

Ces mutations ne sont pas allées sans interrogations théoriques, sans tâtonnements pratiques, sans risques et sans polémiques. Aujourd'hui encore, les questions ne manquent pas : le régime actuel d'inflation faible qui prévaut presque partout est-il la nouvelle norme ? Les instruments conçus pendant la crise – achats d'actifs, opérations de liquidité illimitées et, dans certains cas, ciblées, ciblage des taux d'intérêt... – sont-ils là pour durer ? Les instruments macroprudentiels permettront-ils de prévenir la prochaine crise ? Dans la zone euro, les économies et les marchés de capitaux retrouveront-ils un degré de convergence et d'intégration permettant une politique monétaire véritablement unique ? Les nouvelles régulations bancaires et financières affecteront-elles de manière structurelle la transmission de la politique monétaire par les intermédiaires financiers ? Et comment ces derniers s'adapteront-ils si les taux d'intérêt restent durablement bas ? Les grandes banques centrales sauront-elles coopérer pour assurer la stabilité du système financier mondial et résister à la tentation de la « guerre des monnaies » ? Et finalement, les attentes croissantes que la société projette sur leurs banques centrales ne sont-elles pas excessives, et ne risquent-elles pas de menacer leur indépendance ?

Le livre de Françoise Drumetz, Christian Pfister et Jean-Guillaume Sahuc fournit les instruments théoriques et pratiques pour répondre à ces questions. Le va-et-vient entre théorie et pratique est inhérent aux décisions en matière de politique monétaire, l'une des branches de la politique économique la plus nourrie de réflexions théoriques et qui emploie le plus d'économistes. Les auteurs guident le lecteur au travers des modèles théoriques anciens et récents avec la même rigueur, ne laissant dans l'ombre aucune branche de la discipline et faisant état des questions les plus récentes. Quand il refermera cet ouvrage, le lecteur n'ignorera rien de ce que Richard Clarida, Jordi Galí et Mark Gertler, dans un article fondateur en 1999, appelaient « la science de la politique monétaire ». Mais il aura compris que la politique monétaire est aussi un art. Il sera informé des controverses et des doutes et ne cédera pas à la fascination de la technique, cette tentation, dénoncée à juste titre par Paul Krugman, de « prendre la beauté pour la vérité ». Bref, il aura en main les instruments nécessaires pour former son jugement à armes égales avec les praticiens de la politique monétaire. C'est le plus beau cadeau que puisse faire un manuel.

Benoît Cœuré (membre du Directoire de la BCE)  
Septembre 2015

# INTRODUCTION

---

Cet ouvrage s'adresse d'abord aux étudiants en Master 1 et 2 d'économie et à leurs enseignants ainsi qu'aux économistes et chercheurs de banque centrale. Il vise aussi un public plus large, notamment les journalistes, économistes de marché et gestionnaires de portefeuille qui sont conduits, dans l'exercice de leur profession, à étudier le comportement des banques centrales.

En effet, il présente les avancées les plus récentes de la recherche en politique monétaire et les restitue dans une perspective pratique permettant d'analyser, en période normale comme en situation de crise, l'action des principales banques centrales des pays développés, en premier lieu le Système fédéral de réserve des États-Unis et l'Eurosystème. Il recourt notamment pour cela à un cadre analytique, le modèle de la nouvelle synthèse, introduit dès le premier chapitre, puis repris et enrichi dans les chapitres suivants pour discuter différentes questions au cœur des préoccupations actuelles de politique monétaire (efficacité de la politique monétaire, crédibilité, règles de politique monétaire, rôle de l'incertitude, efficacité des instruments non conventionnels de politique monétaire). Les développements littéraires permettent néanmoins au lecteur non familier de la modélisation d'équilibre général de suivre l'ensemble des raisonnements sans avoir à entrer dans le détail des équations.

L'ouvrage comporte sept chapitres où les différents domaines d'intérêt de la politique monétaire sont systématiquement réévalués à la lumière de la crise.

Le premier chapitre expose les objectifs de la politique monétaire. Il y est rappelé que, comme toute politique économique, la politique monétaire a pour objectif de maximiser le bien-être social. À cet égard, aussi bien la théorie que l'expérience historique montrent que l'inflation a un coût et que la stabilité des prix constitue l'objectif le mieux approprié pour la politique monétaire. Toutefois, la question se pose de savoir comment interpréter la notion de stabilité des prix : différents facteurs (mesure imparfaite des prix, souci de faciliter les ajustements de prix relatifs, contrainte de non-négativité des taux d'intérêt particulièrement forte dans la période de très faible inflation ouverte par la crise) expliquent pourquoi ce ne peut pas être une inflation nulle. Enfin, le cadre analytique, qui incorpore des facteurs micro-fondés rendant compte du coût de l'inflation et de l'efficacité de la politique monétaire, est présenté.

Le deuxième chapitre est consacré à l'économie politique de la politique monétaire, conduisant à mettre l'accent sur la gouvernance de la politique monétaire. Dans le prolongement de l'approche des anticipations rationnelles présentée au premier chapitre, ce thème est abordé sous l'angle de la crédibilité dont le pendant institutionnel est l'indépendance de la banque centrale. La contrepartie de l'indépendance est la responsabilité de

la banque centrale. Il est montré que cette dernière s'appuie sur une conduite transparente de la banque centrale s'accompagnant d'actions de communication et permettant de renforcer la crédibilité. Enfin, l'indépendance appelle le plus souvent la prise de décision par un comité de politique monétaire dont les caractéristiques et l'efficacité sont analysés.

Le troisième chapitre porte sur les stratégies de politique monétaire. Il est indiqué pourquoi ces stratégies consistent de nos jours essentiellement en un ciblage des prix, comment celui-ci est mis en pratique et quelle a été son efficacité. Une stratégie fondée sur des règles de conduite étant plus crédible qu'une politique discrétionnaire, la littérature économique s'est attachée à identifier les règles de politique monétaire susceptibles de permettre la réalisation de la meilleure performance : bien que les règles simples semblent un concept très attrayant, il est montré que leur utilisation nécessite certaines précautions en raison des problèmes qu'elles soulèvent, d'un point de vue tant théorique qu'empirique. La crise ayant conduit à s'interroger sur la nécessité de réviser la stratégie de politique monétaire, différentes suggestions sont analysées : faut-il incorporer un objectif de stabilité financière dans la stratégie ? Un relèvement de la cible d'inflation permettrait-il de mieux faire face aux chocs ? Faut-il fixer un objectif en lien avec l'activité réelle, comme le taux de chômage, à la politique monétaire ? Dans l'ensemble, il est répondu par la négative, de façon nuancée pour la première question, clairement pour les suivantes.

Le quatrième chapitre permet de se pencher sur les questions de coordination, sur les plan national (coordination entre politique monétaire et politique budgétaire), international (coordination des politiques monétaires) et régional (intégration). Sur le premier point, il est montré que seule une coordination minimale est requise mais que, dans certaines situations extrêmes, la politique monétaire risque d'être subvertie par la dominance budgétaire. Sur le deuxième point, il apparaît que les gains à tirer d'une coordination internationale sont au mieux limités, même en situation de crise. Sur le troisième point, les avantages et inconvénients de la participation à une union monétaire et la nécessité d'encadrer alors les politiques budgétaires nationales sont mis en lumière. La crise de la zone euro, vue comme une crise de la dette et de la compétitivité, qui s'est nourrie de la faiblesse des institutions européennes et a été amplifiée par l'interdépendance entre les bilans des administrations publiques et des banques, fait l'objet d'un développement.

Le cinquième chapitre aborde la question du mécanisme de transmission en distinguant entre les canaux usuels (canaux des taux d'intérêt, du prix des actifs et du crédit) et ceux mis en avant plus récemment : transposition de l'accélérateur financier aux intermédiaires financiers et canal de la prise de risque, ce dernier soulignant les relations entre taux d'intérêt bas, augmentation des prêts à des emprunteurs risqués et faibles primes de risque, ce qui met particulièrement en relief les relations entre stabilité monétaire et financière examinées au troisième chapitre. Ceci permet de s'interroger sur les conséquences de la crise sur le mécanisme de transmission : les impulsions de taux directeurs se transmettraient plus difficilement vers les taux bancaires tandis que les déterminants du canal du crédit bancaire auraient évolué, mais l'incidence globale de ce canal serait inchangée grâce à la mise en œuvre de mesures conventionnelles mais aussi non conventionnelles de politique monétaire présentées aux sixième et septième chapitres. Phénomène omniprésent mais particulièrement important pour le mécanisme de transmission, la notion d'incertitude est enfin présentée et des éléments d'illustration fournis.

Les deux derniers chapitres portent sur les instruments de politique monétaire, sur le fondement d'une distinction entre instruments usuels (sixième chapitre) et non conventionnels (septième chapitre).

La politique monétaire est usuellement mise en œuvre à l'aide d'instruments permettant à la banque centrale d'assurer un niveau de taux d'intérêt à court terme cohérent avec l'objectif poursuivi. Dans ce but, la banque centrale gère la liquidité bancaire, c'est-à-dire les réserves détenues par les banques auprès d'elle. Il est montré qu'afin d'influencer les taux d'intérêt, la banque centrale n'a pas besoin de modifier le volume de la liquidité bancaire et qu'il est indifférent qu'elle fournisse ou retire de la liquidité. Les opérations de prêteur en dernier ressort, qui consistent pour la banque centrale à fournir toute la liquidité demandée en réponse à un blocage des transactions sur le marché monétaire, sont analysées. Il est décrit comment les banques centrales ont utilisé leurs instruments usuels de manière non conventionnelle pour jouer ce rôle et en quoi ces interventions ont pu différer des prescriptions classiques fournies par la « règle de Bagehot ». Enfin, les débats qui entourent l'utilisation des instruments usuels de la politique monétaire sont évoqués, permettant de mettre en cause la notion de multiplicateur commune aux analyses keynésienne et monétariste, et de discuter de nouvelles modalités de mise en œuvre de la politique monétaire dans un avenir sans doute lointain (création d'un marché intra-journalier des réserves, disparition de la monnaie).

Destinés à surmonter la limite à zéro des taux d'intérêt nominaux, les instruments non conventionnels consistent pour la banque centrale à s'engager soit dans la conduite future des taux d'intérêt (politique dite de « guidage » des taux d'intérêt), soit à influencer directement les marchés de titres par des achats massifs, comportements qui ne sont usuellement pas les leurs. Leur objectif commun est de faire baisser les taux d'intérêt des échéances éloignées alors que ceux à court terme ont atteint leur plancher. Le guidage des taux d'intérêt est un outil en principe très efficace, notamment lorsqu'il s'accompagne d'un dispositif d'engagement, c'est-à-dire de l'adoption publique d'une règle régissant son utilisation. Il a toutefois rarement été utilisé de cette manière. Plus frustes, les achats massifs d'actifs se sont révélés plus efficaces. Également efficaces, les interventions de la BCE afin de préserver l'euro, dont certaines modalités se rapprochent des achats massifs d'actifs, font l'objet d'un traitement à part, leur objet n'étant pas surmonter le plancher à zéro des taux d'intérêt. Enfin, dans la perspective d'une sortie de crise, différentes questions auxquelles les banques centrales auront à répondre sont discutées : quand et comment relever les taux d'intérêt ? Que faut-il retenir du dispositif adopté lors de la crise ? D'un point de vue tant de politique monétaire que de stabilité financière, il apparaît que le plus souhaitable est que les banques centrales ramènent leur taille de bilan aux niveaux d'avant-crise et se défassent de manière prévisible des portefeuilles d'actifs acquis, sans pour autant avoir à s'engager sur un calendrier précis.





# OBJECTIFS

<b>1.1</b>	L'objectif de stabilité des prix	16
<b>1.2</b>	La stabilité des prix : une augmentation faible des prix des biens et des services	32
<b>1.3</b>	Le cadre analytique	40

Jusqu'à la crise actuelle, la théorie de la politique monétaire et la pratique des banques centrales se sont bâties autour d'un consensus dont les fondements ont été posés il y a plus de quarante ans. Ce consensus repose notamment sur les éléments suivants :

- la politique monétaire a pour objectif la stabilité des prix (1.1) ;
- cette dernière se comprend comme une augmentation faible des prix des biens et des services (1.2) ;
- un cadre analytique assez simple fournit une représentation de l'économie indiquant comment poursuivre cet objectif (1.3).

## 1.1 L'OBJECTIF DE STABILITÉ DES PRIX

Comme toute politique économique, la politique monétaire a pour objectif de maximiser le bien-être social. Parmi les économistes et les banquiers centraux, comme dans le public, il y a consensus autour de l'idée que l'inflation a un coût (1.1.1) et que la stabilité des prix constitue l'objectif le mieux approprié pour la politique monétaire (1.1.2)<sup>1</sup>.

### 1.1.1 L'inflation, phénomène coûteux

L'enquête menée par Shiller (1997) à l'automne 1995 auprès de 677 personnes vivant aux États-Unis, en Allemagne et au Brésil, économistes et non-économistes, montre une aversion généralisée à l'inflation : à la question : « Êtes-vous d'accord que le contrôle de l'inflation est une des missions les plus importantes de politique économique de ce pays ? », 84 % des Américains, 94 % des Allemands et 88 % des Brésiliens répondent que oui. À une question qui présume l'existence d'un arbitrage inflation-chômage à moyen terme (« Que choisiriez-vous entre les deux possibilités suivantes : (1) Votre pays aurait sur les dix prochaines années un taux d'inflation de seulement 2 % par an, mais un taux de chômage de 10 %, (2) Votre pays aurait sur les dix prochaines années un taux d'inflation de 10 % par mois, mais un taux de chômage de seulement 3 % ? »), une majorité répond dans chaque pays préférer la stabilité des prix (75 % aux États-Unis, 72 % en Allemagne, 54 % au Brésil). La préoccupation à propos de l'inflation la plus fréquemment mentionnée par le public (77 % des Américains) est qu'elle réduit le pouvoir d'achat, tandis que seulement 12 % des économistes américains partagent cette préoccupation, 49 % d'entre eux considérant plutôt l'inflation comme une source de gêne pour la gestion des encaisses, la comparaison des prix... Le public semble ainsi raisonner en référence à un modèle à salaires nominaux rigides, qui correspond d'ailleurs assez bien à la situation américaine, tandis que les économistes mettraient en avant les coûts directs de l'inflation. Ces deux approches se retrouvent, avec d'autres, dans les évaluations de nature essentiellement théorique des effets de l'inflation sur le bien-être (1.1.1.1), tandis que celles des effets sur la croissance (1.1.1.2) relèvent en général d'une approche plus empirique, de type forme réduite ; les approches structurelles (1.1.1.3), *a priori* plus satisfaisantes que les formes réduites, fournissent des éléments de synthèse mais sont encore peu nombreuses et insuffisamment développées.

<sup>1</sup> Les interrogations sur la stratégie de la politique monétaire formulées depuis l'apparition de la crise visent non à mettre en cause, mais à compléter ou à qualifier cet objectif (chapitre 3).

### 1.1.1.1 Effets sur le bien-être

Les effets instantanés sur le bien-être sont généralement faibles à bas niveaux d'inflation. Toutefois ils s'exercent sur les niveaux de la production et de la consommation qui sont les variables retenues par les études sur le sujet comme mesure du bien-être. Leur évaluation, en supposant la stabilité des prix maintenue, doit donc se faire en actualisant à perpétuité le gain que leur élimination procure, par exemple au taux sans risque, ce qui peut conduire à des effets considérables sur une longue période. Les effets directs sont distingués des effets indirects.

#### Effets directs

Bien que ce ne soient pas les plus importants, les effets directs sont ceux qui ont fait l'objet des travaux les plus fournis et les plus anciens, notamment ceux qu'entraîne la détention d'encaisses non rémunérées ; les autres effets directs sont le développement excessif du système financier et les coûts d'étiquetage (*menu costs*).

#### Détention d'encaisses non rémunérées

Bailey (1956) propose de considérer l'inflation comme une taxe sur les encaisses de transaction, d'autant plus élevée que l'écart entre le taux d'intérêt  $r_0$  cohérent avec un niveau de prix stable et le taux  $r_1$  prévalant en situation d'inflation est plus important. Cette approche du coût de l'inflation, usuellement dénommée « coût de ressemelage » (*shoe leather cost*) reflète le fait qu'à mesure que l'inflation et les taux d'intérêt s'élèvent, le public cherche à économiser sur le montant de ses encaisses de transaction, comme dans les modèles de Baumol (1952) et Tobin (1956) dits de *cash in advance*. Les épargnants se rendent alors de plus en plus souvent à leur agence bancaire afin de transformer des avoirs rémunérés en encaisses de transaction. Par ailleurs, Bailey note qu'une partie du coût de ressemelage, correspondant à la différence entre un taux d'intérêt nul et le taux  $r_0$ , est perçue par l'État sous forme de recette de seigneurage ; cela diminue le coût social.

Cette approche a été complétée par Friedman (1969) en relevant que le coût de production des réserves de banque centrale étant nul, le taux d'intérêt nominal devrait aussi être nul pour éviter un coût, par définition non optimal, de la détention d'encaisses réelles ; il en résulte que le taux d'intérêt cohérent avec la stabilité des prix ( $r_0$  dans l'approche de Bailey) devrait être pris égal à zéro et au-delà la règle de Friedman selon laquelle le taux d'inflation optimal correspond en fait à une déflation à un rythme modéré puisque le taux d'intérêt réel doit être en moyenne positif.

Si les recettes de seigneurage diminuent, au point éventuellement de disparaître en raison de l'abaissement de l'inflation et donc des taux d'intérêt, alors il faut augmenter ou créer une autre recette fiscale (Phelps, 1973). Cette dernière, à l'exception de la capitation – à savoir un impôt forfaitaire payé par tous –, crée elle aussi des distorsions (*i.e.* elle impose une « perte sèche » – *deadweight loss* – à la société). La question est de savoir si la perte de bien-être occasionnée par les recettes de seigneurage est plus ou moins importante que celle occasionnée par d'autres taxes créatrices de distorsion. Fisher (1981) observe qu'une proportion significative des billets en dollars est probablement détenue à l'étranger – donc implicitement sans imposer de coût en bien-être puisqu'il s'agit d'un libre choix – et que l'inflation peut être considérée comme un moyen utile de taxer l'économie souterraine, mais Lucas (1981) estime que ce dernier argument est

une « réduction à l'absurde » d'une approche purement économique du sujet (il pose la question : « Rationaliserait-on la pollution de l'air au motif que, puisqu'il est si coûteux d'appréhender et d'incarcérer les criminels, il serait plus économique de leur polluer les poumons ? »).

Dans son article de 1956, Bailey s'intéresse surtout aux cas d'hyperinflation, assez fréquents dans l'entre-deux-guerres et au sortir de la Seconde Guerre mondiale. Toutefois, des évaluations du coût de l'inflation résultant de la détention d'encaisses non rémunérées ont par la suite été fournies pour des taux d'inflation modérés. Ces évaluations diffèrent selon la définition des encaisses (billets, dépôts à vue...) et l'élasticité de la demande d'encaisses réelles retenues. Par exemple, retenant la monnaie de banque centrale (billets et réserves) et une élasticité de la demande au taux d'intérêt de 0,25, Fisher (1981) suggère que le gain actualisé en bien-être d'une réduction du taux annuel d'inflation de 10 % à zéro s'élève à 0,3 % du PIB, y compris la perte de seigneurage. Plus récemment, sur la base d'une réduction identique de l'inflation et en retenant M1 (billets et dépôts à vue détenus par les agents non financiers) comme définition des encaisses de transaction, Lucas (2000) parvient à une fourchette d'évaluation allant de 0,3 % à 1 % du PIB (la différence entre les extrêmes provient de la spécification retenue pour la demande d'encaisses réelles, la fonction log-log conduisant à un meilleur ajustement que la fonction semi-log, ainsi qu'à un gain de bien-être plus important, à des niveaux de taux d'intérêt très bas correspondant à une déflation). Il faut cependant noter que la forte élasticité de la demande d'encaisses réelles au taux d'intérêt à de très bas niveaux correspond au schéma de « trappe à liquidité » (chapitre 7) et que très peu d'observations de cette situation sont disponibles au cours de l'après-guerre étudié par l'auteur.

Utilisant un modèle comportant une contrainte de paiement au comptant (*cash in advance*) à la Baumol (1952) et Tobin (1956), Silva (2012) évalue le coût d'une inflation de 10 % à 1 % du PIB lorsque les échanges de titres contre monnaie s'effectuent selon une fréquence optimale : celle-ci est de plus en plus élevée à mesure que l'inflation s'accroît.

Un courant de littérature ayant recours à des modèles théoriques de recherche (*search*) où la détention de monnaie est essentielle pour procéder à des transactions s'est également attaché à évaluer le coût en bien-être de l'inflation. Lagos et Wright (2005) trouvent ainsi que passer d'un taux d'inflation de 0 % à 10 % vaut entre 3 % et 5 % de la consommation, soit beaucoup plus que selon les précédentes estimations. Faig et Li (2009) étendent le modèle de ces derniers auteurs en y introduisant une information imparfaite sur les chocs nominaux comme chez Lucas (1972) : les vendeurs confondent une hausse des prix relatifs des biens qu'ils produisent avec une hausse du niveau général des prix. Ils évaluent le gain en bien-être pour les États-Unis de la réduction du taux d'inflation de 4 %, moyenne observée sur la période 1947-1967, à celui de la règle de Friedman, soit un taux d'inflation légèrement négatif et prévisible, à 0,25 % du PIB. Boel et Camera (2009) utilisent aussi un modèle de *search* pour faire ressortir la manière dont les coûts de l'inflation peuvent se répartir différemment dans la société selon son degré de sophistication financière : si la monnaie est le seul actif, l'inflation pénalise surtout les agents les plus riches et les plus productifs tandis que ceux les plus pauvres et les moins productifs peuvent en profiter ; ils obtiennent le résultat opposé dans un environnement plus sophistiqué où les agents peuvent s'assurer contre le risque de consommation en détenant d'autres actifs que la monnaie.

### ***Développement excessif du secteur financier***

L'autre face du « coût de ressemelage » est une extension du secteur financier qui distrair des ressources d'autres emplois potentiellement plus productifs. English (1999) construit un modèle où une inflation plus élevée conduit les ménages à substituer des transactions financières à la détention de monnaie, gonflant ainsi la part du secteur financier dans l'économie. Un test du modèle recourant à l'économétrie de panel lui permet de montrer qu'un accroissement de 10 % de l'inflation aux États-Unis pourrait y augmenter la part du système financier dans le PIB de 1,3 %, ce qui mesure la perte de ressources due à l'inflation. Toutefois, son évaluation est très largement déterminée par les cinq pays les plus inflationnistes de son panel (Israël, l'Argentine, le Brésil, la Bolivie et le Pérou) au cours de la période 1975-1985 qu'il étudie.

### ***Coûts d'étiquetage***

Enfin, parmi les coûts directs de l'inflation, le coût de changement des étiquettes (*menu costs*)<sup>2</sup> est certainement le plus manifeste, mais il a fait l'objet de peu de mesures. Les indications fournies par les travaux de Levy *et al.* (1997) ou de Dutta *et al.* (1999) montrent toutefois que ces coûts sont non négligeables. Mesurés par les seuls coûts d'impression, de livraison et de mise en place des étiquettes et signalétiques de prix dans les rayons des magasins, ils s'élèvent en moyenne à 0,53 % des recettes et à 0,53 dollar par changement de prix dans les chaînes de supermarchés américaines, et 0,59 % des recettes et à 0,33 dollar par changement de prix dans la chaîne de drugstores dont les auteurs utilisent les données. Ces coûts peuvent devenir substantiels à des niveaux élevés d'inflation.

### ***Effets indirects***

Les effets indirects de l'inflation sont de deux ordres : ceux qui résultent de l'inflation anticipée et ceux qui résultent de l'inflation non anticipée.

#### ***Inflation anticipée***

Les effets indirects de l'inflation anticipée, qui ont fait l'objet des mesures les plus précises et les plus fournies, grâce notamment aux travaux de Feldstein (1998, 1999), sont ceux liés à l'interaction entre l'inflation et les institutions fiscales et de sécurité sociale. Ces effets, résultant de l'accroissement des distorsions fiscales produit par l'inflation, sont élevés même à de bas niveaux d'inflation ; en particulier, l'inflation réduit le rendement réel après impôt de l'épargne. Feldstein (1998) évalue qu'une réduction de l'inflation américaine de 2 % par an à zéro (en fait, de 4 % à 2 % par an de l'inflation mesurée car il considère que la surestimation de l'inflation réelle par l'indice des prix est au maximum de 2 %) conduirait à un accroissement permanent de bien-être de 29 % du PIB initial en actualisant au taux très élevé de 5 % correspondant au rendement réel des actions sur la période 1970-1994. En outre, ces calculs tiennent compte de la nécessité de trouver des recettes fiscales de

---

<sup>2</sup> En fait, changer les prix peut entraîner aussi des coûts indirects, par exemple dans les relations de clientèle, et l'ensemble des *menu costs* est à l'origine d'une des rigidités nominales (chapitre 1, encadré *Des exemples de représentations de la rigidité des prix*) qui créent des effets indirects de l'inflation et jouent un rôle déterminant dans la construction du cadre théorique de référence de la politique monétaire (1.3) et dans son mécanisme de transmission (chapitre 5).

substitution, comme indiqué par Phelps (1973). Pour la zone euro, le FMI (2002) parvient à un gain perpétuel de bien-être de 0,5 % du PIB, soit un gain actualisé au taux d'intérêt réel de 3 % de 17 % du PIB initial, pour une réduction de 2 % à 1 % de l'inflation annuelle. Certes, il faut noter que les distorsions fiscales résultant de l'inflation pourraient être évitées par le recours systématique à l'indexation. Mais celui-ci comporte lui-même des coûts de mise en œuvre, des difficultés techniques (choix de l'indice, revalorisation des amortissements...); surtout, la généralisation de l'indexation, nécessaire pour qu'elle protège de l'inflation anticipée, ne permettrait pas d'éviter les autres coûts de l'inflation et pourrait conduire à mettre en cause l'engagement anti-inflationniste de la politique monétaire, créant ainsi une incertitude préjudiciable au bien-être.

### *Inflation non anticipée*

Les effets indirects de l'inflation non anticipée sont multiples mais d'un impact sur le bien-être difficile à quantifier. Il est possible d'en distinguer deux. En premier lieu, l'inflation non anticipée entraîne une redistribution des revenus et des richesses. L'identification d'un effet sur le bien-être est ici particulièrement délicate puisque, par nature, certains sont gagnants et d'autres perdants. Néanmoins, sans doute encore plus que dans le cas d'une inflation anticipée étudié par Boel et Camera (2009), les perdants d'une inflation non anticipée ont plus de chances de se trouver parmi les agents les plus pauvres, moins familiers que les plus riches de l'innovation financière. Plus généralement, l'effet de redistribution de l'inflation non anticipée peut *a priori* être considéré comme non voulu et donc comme nuisible. En deuxième lieu, l'inflation non anticipée est facteur d'incertitude, ce qui se traduit notamment par les phénomènes suivants : inclusion d'une prime d'inflation dans les taux d'intérêt à moyen et long termes, préférence pour les contrats à court terme et pour la détention d'actifs réels et risque de mauvaise allocation des ressources, en particulier si les producteurs prennent des mouvements du niveau général des prix pour des variations de prix relatifs (Lucas, 1973). Ce dernier effet est à l'origine de la définition de la stabilité des prix donnée par Greenspan (1996), à savoir la situation où « les agents économiques ne tiennent pas compte des changements prospectifs du niveau général des prix dans leur prise de décision économique ». Enfin, non seulement le lien positif entre le niveau et la volatilité de l'inflation est un fait stylisé souvent relevé (Okun, 1971 ; Friedman, 1977 ; Taylor, 1981 ; Ball et Cecchetti, 1990 ; Gordon, 1996 ; Kiley, 2000 ; Handbury *et al.*, 2013), ce qui porte à penser que les coûts de l'inflation sont fortement croissants avec son niveau, mais il existe aussi un lien positif, empiriquement toutefois moins fort, entre le niveau de l'inflation et la dispersion des prix relatifs (Vining et Elwertowski, 1976 ; Parks, 1978, Handbury, 2013).

#### **1.1.1.2 Effets sur la croissance**

Les travaux empiriques cherchant à évaluer les effets de l'inflation sur la croissance ne permettent généralement pas de mettre en évidence un impact négatif d'une inflation faible (pour une revue de ces travaux, voir Issing, 2001). Ainsi Barro (1996) trouve que, dans les pays qu'il étudie sur la période 1960-1990 (78 pays entre 1965 et 1975, 89 entre 1975 et 1985, 84 entre 1985 et 1990), une hausse du taux d'inflation annuel de 10 % réduit le taux de croissance de 0,2 % à 0,3 % par an. Ce résultat, obtenu par économétrie de panel selon la méthode des variables instrumentales, reflète l'expérience des pays à fort niveau d'inflation.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer pourquoi il est difficile d'évaluer l'impact d'un bas niveau d'inflation :

- comme indiqué à propos des effets sur le bien-être, l'impact d'une réduction de l'inflation est permanent ; il peut donc être faible au moment où il s'exerce, au point que les instruments économétriques employés ne permettent pas de le discerner, mais significatif en valeur actualisée ;
- aux fréquences du cycle, la relation entre croissance et inflation est généralement trouvée positive ; en effet, une demande plus forte s'accompagne à court terme d'une accélération de l'inflation ;
- l'utilisation de formes réduites pour évaluer l'effet de l'inflation sur la croissance rend l'interprétation en termes de causalité délicate. Ainsi, une relation négative entre inflation et croissance pourrait résulter de la prédominance de chocs d'offre et refléter le jeu de variables omises. Tenant compte de cette critique, Andres et Hernando (1999) se placent dans le cadre des théories de la croissance et étudient les pays de l'OCDE sur la période 1961-1993, ce qui exclut la plupart des épisodes de très forte inflation retenus par Barro (1996), en procédant à des tests de causalité à la Granger. Bien qu'ils ne parviennent pas à des résultats très tranchés, les auteurs notent que la causalité de l'inflation vers la croissance est toujours significative et jamais positive. En outre, étudiant 140 pays sur la période 1960-1998, Khan et Senhadji (2000) identifient de manière robuste des seuils au-delà desquels l'inflation réduit la croissance de manière statistiquement significative ; ce seuil est de 1 % à 3 % dans les pays industriels et de 7 % à 11 % pour ceux en développement, ce qui corrobore l'idée de coûts de l'inflation non linéaires.

### 1.1.1.3 Approches structurelles

Les approches structurelles permettent de dégager un taux d'inflation optimal à l'intérieur de modèles d'équilibre général (1.3) caractérisés par la présence de rigidités nominales (encadré *Des exemples de représentations de la rigidité des prix*). De même que, dans l'évaluation des effets de l'inflation sur le bien-être, l'inflation accroît les distorsions liées au système fiscal, les modèles structurels font ressortir un coût de l'inflation en bien-être et en production lié au fait que les contrats privés (contrats de prix et, dans certains modèles, de salaires) ne sont changés que périodiquement, l'intervalle de temps entre deux ré-optimisations de prix étant à l'origine d'une perte d'efficacité qui s'aggrave avec le niveau de l'inflation.

À ce jour, il n'existe pas encore d'évaluation globale, au sein d'une approche structurelle, de l'ensemble des effets sur le bien-être et la croissance mentionnés plus haut. Néanmoins, un avantage intrinsèque à ce type d'approche est de prendre en compte deux types d'interactions : entre un ou plusieurs effets et l'économie dans son ensemble d'une part, entre ces effets d'autre part. Dans ce cadre, Amano *et al.* (2009) rappellent ou mettent en évidence quatre résultats principaux :

- prendre en compte la seule rigidité des prix conduit à préconiser une inflation nulle (Woodford, 2003). Incorporant les coûts de menu et ceux imputables aux rigidités nominales dans un modèle d'ajustement des prix calibré de manière à prendre en compte les principaux faits stylisés relatifs à l'évolution observée des prix

individuels, Burstein et Hellwig (2008) montrent toutefois que la contribution des distorsions de prix relatifs aux effets de l'inflation sur le bien-être est minimale par rapport à celle due au coût d'opportunité d'encaisses réelles (respectivement, pour une augmentation de 10 % de l'inflation, moins de 0,1 % de la consommation et 1,3 % à 2 %). Un coût substantiel des distorsions de prix relatifs (5 % de la consommation) apparaît néanmoins lorsque les prix évoluent selon un mode de fixation exogène à la Calvo (chapitre 1, encadré *Des exemples de représentations de la rigidité des prix*), souvent retenu dans les modèles d'équilibre général (1.3), au lieu de l'ajustement endogène du modèle à coût de menu de Burstein et Hellwig ;

- l'introduction, en sus de la rigidité des prix, des coûts de détention de la monnaie modifie la préconisation d'une inflation nulle dans le sens d'une légère déflation optimale (Khan *et al.*, 2003) ;
- la juxtaposition de rigidités nominales de prix et de salaires et de progrès de productivité (dans un modèle calibré sur données américaines où la durée des contrats de prix est de deux trimestres et celle des contrats salariaux de quatre trimestres et la croissance de 2 %) permet à Amano *et al.* (2009) d'évaluer un taux d'inflation optimal de - 1,9 %. Passer à un taux d'inflation de 2 % implique une perte de 0,77 % de production et de 0,8 % de bien-être en équivalent-consommation ; à 4 % d'inflation, les pertes, non linéaires, sont de respectivement 1,71 % et 1,77 % ;
- l'existence de rigidités des salaires nominaux à la baisse et le plancher à zéro des taux d'intérêt nominaux sont deux facteurs qui ont, au contraire, tendance à pousser le taux d'inflation optimal vers une valeur positive (1.2).

### ENCADRÉ 1.1

#### *Des exemples de représentations de la rigidité des prix*

L'existence de rigidités nominales empêche les entreprises d'ajuster continuellement leurs prix en fonction des conditions économiques. Dans un article fondateur, Fischer (1977) a supposé que cette rigidité provient d'une prédétermination des prix ; autrement dit, les prix sont prédéterminés pour une certaine période si leur trajectoire au cours de cette période est fixée à la date initiale.

Cependant, cette hypothèse s'étant révélée insatisfaisante, Taylor (1980) et Calvo (1983) l'ont remplacée par celle de fixité des prix. Les prix sont dits « fixes » s'ils sont prédéterminés et constants au cours d'une période. Dans le cas des contrats dits « à la Calvo », une entreprise a une probabilité constante de pouvoir modifier son prix. Ce dernier est une moyenne pondérée des prix optimaux actuels et futurs, escomptés en fonction de la probabilité de pouvoir réajuster son prix ultérieurement. Les entreprises modifiant leurs prix à une même date fixent le même prix et le niveau général des prix est une moyenne pondérée des prix en cours dans l'économie. Dans le cas des contrats dits « à la Taylor », la durée individuelle des prix est d'un nombre de périodes constant et identique pour toutes les entreprises. Ces dernières sont réparties en plusieurs cohortes de taille identique se différenciant par la date de la fixation de leur contrat de prix. Le niveau général des prix est une moyenne des prix fixés par chaque cohorte.

Roberts (1995) a montré que les approches à prix fixes de Taylor et de Calvo étaient à l'origine de la même relation entre l'inflation et le coût marginal réel (ou encore l'écart de production), connue sous le nom de « courbe de Phillips néo-keynésienne ». La caractéristique principale de cette nouvelle courbe de Phillips est de représenter l'inflation comme un phénomène essentiellement tourné vers le futur résultant du comportement d'optimisation dynamique des entreprises (1.1.2.2). Cette relation n'est pourtant pas exempte de défaut : (i) elle ne permet pas de créer assez de persistance de l'inflation et (ii) elle prédit à tort qu'une politique de désinflation crédible est sans coût pour le PIB. C'est la raison pour laquelle la littérature s'est intéressée à introduire des éléments d'inflation retardée afin d'accroître la persistance de cette variable, via une hypothèse d'indexation des prix sur l'inflation passée par exemple.

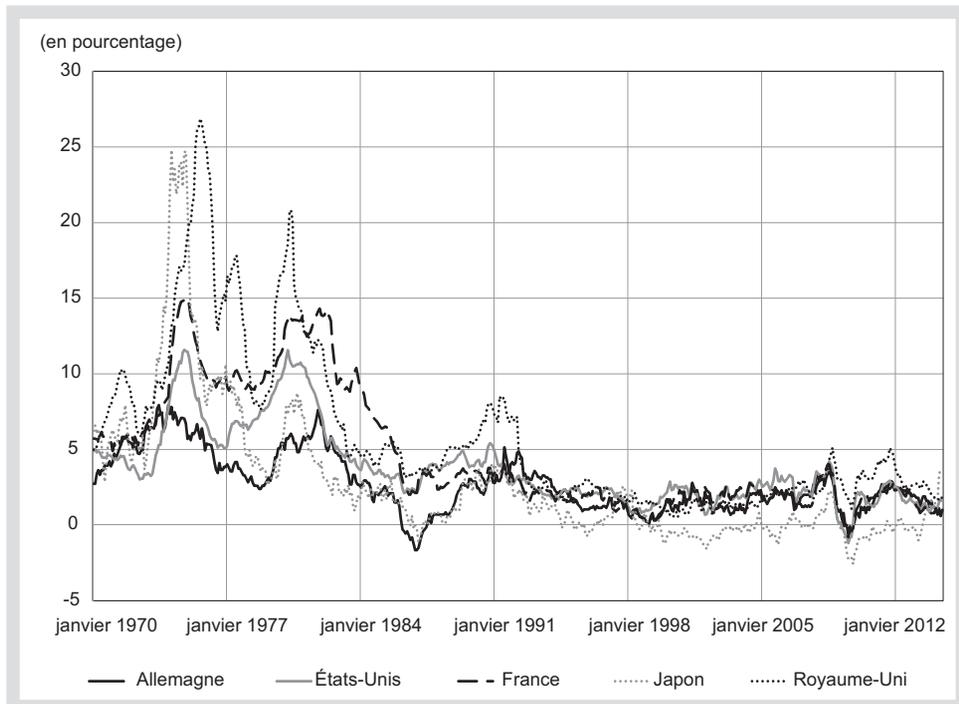
Dans la même optique, Mankiw et Reis (2002) ont remplacé l'hypothèse d'une rigidité des prix par celle d'une rigidité de l'information. Dans ce cadre, il est supposé que lorsqu'une entreprise fixe son contrat de prix, elle détermine une trajectoire de prix pour les  $n$  prochaines périodes, chaque prix pouvant être différencié. Si les coûts de modification des prix sont nuls mais qu'il existe des coûts contractuels à créer un nouveau contrat, les entreprises deviennent réticentes à renégocier leurs contrats à chaque période. Lorsqu'elles sont en mesure de le faire, les entreprises vont donc, à partir de l'information disponible, décider d'une trajectoire de prix futurs. Mankiw et Reis (2002) utilisent une prédétermination des prix à la Fischer avec une révision aléatoire des contrats de prix à la Calvo. La durée moyenne des contrats est de deux périodes, mais les durées individuelles varient, certaines étant assez longues pour créer une forte persistance des chocs monétaires.

## 1.1.2 La stabilité des prix, objectif de la politique monétaire

Le consensus autour de l'objectif de stabilité des prix résulte d'une situation doublement critique qui a prévalu au cours des années soixante – soixante-dix : celle de la « Grande Inflation » et celle d'un affrontement doctrinal sur l'analyse de l'inflation et les moyens de la maîtriser. À une approche a-monnaire, comptable et donc statique de l'inflation, qui préconise l'utilisation de la politique monétaire à d'autres fins que la stabilité des prix et celle d'autres moyens que la politique monétaire dans la lutte contre l'inflation (1.1.2.1) succède à l'issue de cet affrontement une approche dynamique où la politique monétaire peut assurer la stabilité des prix en interagissant avec le secteur privé (1.1.2.2).

### 1.1.2.1 La « Grande Inflation » ou la politique monétaire disqualifiée

Les années 1960-1970 voient l'inflation s'installer dans les économies développées, avec des épisodes de rémission mais une tendance à la hausse (figure 1.1). Seule l'Allemagne échappe dans une certaine mesure à cette tendance, en raison de l'adoption de procédures qui engagent sa banque centrale, indépendante, vis-à-vis du public, et de l'appréciation de sa monnaie sur les marchés de change.



**Figure 1.1**  
*Taux d'inflation dans les principales économies*

Source : Instituts statistiques nationaux ; calculs des auteurs

Les motifs qui ont poussé à renoncer à la stabilité des prix sont distingués des conséquences pour la conduite de la politique monétaire.

## Motifs

Phillips (1958) fait apparaître une relation décroissante entre taux de chômage et taux de variation des salaires nominaux au Royaume-Uni sur la période 1861-1957. En outre, sans fluctuation notable dans le temps, les salaires nominaux sont stables pour un taux de chômage de 5 %, tandis qu'ils augmentent de 2 % à 3 % par an, soit le taux « habituellement » constaté, pour un taux de chômage de 2 % à 3 %. Dans un article qui connaît un énorme succès, Samuelson et Solow (1960) transposent cette approche sur les données américaines et, constatant un déplacement « vers le haut » de la relation après 1946, estiment que, sur la base des données d'après-Seconde Guerre mondiale, un taux de chômage de 8 % empêche les salaires d'augmenter et un taux de 5 % à 6 % est compatible avec une hausse des salaires nominaux de 2 % à 3 % qu'ils rapprochent de la croissance de la productivité américaine avec le commentaire suivant : « Ce niveau de chômage semblerait être le prix à payer pour garantir la stabilité des prix au cours des prochaines années ». Immédiatement après cette assertion qui s'appuie implicitement sur

une approche comptable de l'inflation, ils énoncent : « Afin de parvenir à l'objectif, qui n'est pas encore idéal, d'une production suffisamment élevée pour nous donner un taux de chômage de 3 % au plus, l'indice des prix pourrait avoir à augmenter de 4 % à 5 % par an ». Au cours des années 1960-1970, cette présentation va fournir la pierre de touche de la politique économique, aussi bien pour la prise de décision que dans presque tous les manuels de macroéconomie. Cette croyance dans la capacité de politiques monétaires activistes à arbitrer de manière permanente entre inflation et emploi et à assurer ainsi durablement de faibles niveaux de chômage a été appelée « optimisme de la production » (*output optimism*) par Bernanke (2004).

Deux motifs supplémentaires ont été évoqués pour expliquer la persistance de cette croyance dans les années 1970, notamment aux États-Unis, alors que l'échec des politiques économiques que la courbe de Phillips avait inspirées était patent et documenté :

- conjointement à l'optimisme de la production, l'apparition d'un « pessimisme de l'inflation » (*inflation pessimism*, Bernanke, 2004), c'est-à-dire l'adoption par les décideurs de la doctrine d'une inflation « poussée » par les coûts (*cost-push inflation*), donc imputable à des causes exogènes à la politique monétaire et non contrôlable par elle. DiCecio et Nelson (2009) rejettent ainsi l'idée d'une inflation délibérément recherchée et citent Robert Burns, président de la Fed de 1970 à 1978, déclarant dans un discours prononcé le 9 septembre 1975 : « Quoi qu'il en ait été par le passé, il n'y a plus d'arbitrage entre chômage et inflation ». En juin 1971, le même président de la Fed, cité par Romer et Romer (2013), exprime d'ailleurs le souhait, lors d'une audition au Congrès, que la nation américaine « complète la politique monétaire et budgétaire par des politiques spécifiques afin de modérer les hausses de prix et de salaires », plaidant ainsi pour la mise en place de contrôles directs. Mais, dès 1960, Samuelson et Solow ne font référence qu'à des facteurs institutionnels, comme le pouvoir de marché des syndicats ouvriers, et non à la politique monétaire pour rendre compte du déplacement « vers le haut » de la courbe de Phillips et de ses différences entre le Royaume-Uni et les États-Unis ; à cette époque déjà, l'interprétation de l'inflation est a-monétaire ;
- une évaluation trop optimiste de l'écart de production par la Fed qui n'aurait pas diagnostiqué le ralentissement structurel des gains de productivité aux États-Unis à la fin des années 1960 et au début des années 1970, surestimant l'écart de production et sous-estimant le « taux de chômage naturel » (Orphanides, 2003). D'après Bernanke (2004), les erreurs sur les causes de l'inflation et sur l'estimation du taux de chômage naturel se seraient mutuellement entretenues ; la Fed aurait été d'autant plus encline à une lecture *cost-push* de l'inflation que le taux de chômage se maintenait nettement au-dessus de son estimation, trop basse, du taux de chômage naturel, n'indiquant donc pas une surchauffe de l'économie ; en retour, l'inflation étant attribuée à des causes exogènes, il devenait très difficile de réaliser que l'estimation du taux de chômage naturel était trop basse. Ces explications sembleraient indiquer que la Fed aurait accordé une grande importance dans la conduite de la politique monétaire à une variable inobservable particulièrement délicate à estimer puisque l'écart de production cumule les erreurs d'estimation sur la croissance potentielle, elle-même inobservable (chapitre 3).

Par ailleurs, dans le cas de la Fed, l'étude des minutes et des documents fournis au *Federal Open Market Committee* (FOMC), ainsi que les enregistrements du président Richard Nixon, ont permis de mettre en évidence que des pressions politiques avaient conduit la banque centrale à prendre des mesures très insuffisantes voire inefficaces – comme l'encadrement du crédit – pour s'opposer aux tensions inflationnistes qui affectaient l'économie américaine dans les années 1970 (Abrams, 2006 ; Meltzer, 2011 ; Weise, 2012).

### Conséquences

Les choix qui mènent à la « Grande Inflation » débouchent sur ce que Goodfriend (2007) décrit comme un « désarroi théorique et pratique ».

#### *Un désarroi pratique, national et international*

Au plan national, les « autorités monétaires »<sup>3</sup> s'engagent dans les grandes économies développées, à l'exception de l'Allemagne où la Bundesbank récuse l'« activisme monétaire », dans des politiques de *go-stop*. Goodfriend (2007) décrit ce type de politique monétaire de la façon suivante : « La politique de *go-stop* était une conséquence de l'inclination d'une banque centrale à répondre aux préoccupations fluctuantes du public entre l'inflation et le chômage. La banque centrale stimulait l'emploi dans la phase *go* du cycle jusqu'à ce que le public se préoccupe de l'inflation. Alors une politique agressive de taux d'intérêt donnait le départ à la phase *stop* du cycle de politique monétaire afin de réduire l'inflation, tandis que le taux de chômage augmentait avec retard. Le soutien du public à des hausses de taux disparaissait lorsque le taux de chômage commençait à progresser, de sorte qu'il était politiquement difficile de revenir sur une hausse du taux d'inflation. [...] En poursuivant un objectif de chômage faible et en ne combattant l'inflation que lorsqu'elle devenait le sujet de préoccupation dominant du public, les banques centrales accrurent alors la volatilité à la fois de l'inflation et de la production ».

Au plan international, la perte de la qualité de l'ancrage nominal fourni par le dollar, jointe au décrochage du cours de l'once d'or par rapport à celui auquel les États-Unis s'étaient engagés à maintenir la convertibilité de leur monnaie (35 dollars) et à la libéralisation des mouvements de capitaux, entraîne l'effondrement du système de Bretton Woods en 1973 et « l'absence de toute contrainte formelle sur la création de monnaie » (Goodfriend, 2007).

#### *Un désarroi théorique*

Le désarroi théorique se traduit par l'insistance sur le coût de la désinflation et la préconisation corollaire du recours à d'autres politiques que la politique monétaire pour lutter contre l'inflation. Ainsi, en se fondant sur une revue des travaux sur la courbe de Phillips, Okun (1978) évalue qu'en moyenne, aux États-Unis, chaque point de réduction du taux d'inflation coûte 10 % du PIB, avec une dispersion de 6 % à 18 %. Il estime donc inefficace la stratégie consistant à « maintenir du mou » (*slack*) dans l'économie pour réduire l'inflation et préconise à la place, dans une approche de type comptable, une politique de réduction

3 Le terme « autorités monétaires » est utilisé ici car, à l'époque, dans les grandes économies développées, il n'y a que peu de banques centrales qui bénéficient d'une indépendance statutaire ; on parle donc alors des « autorités monétaires » pour désigner l'ensemble formé par le ministère des Finances et la banque centrale.

des coûts en deux volets : subventions permanentes et, si cela ne suffit pas, action directe sur les hausses de salaires. Cette position en faveur du recours à une politique des revenus n'est pas isolée à l'époque chez les économistes keynésiens (Nelson et Schwartz, 2007, en effectuent un inventaire). Elle s'accompagne parfois d'une recommandation de mise en place d'un encadrement du crédit. Dans les années 1960-1970, les deux suggestions font d'ailleurs l'objet de mises en œuvre dans de nombreux pays de l'OCDE. Dans l'approche alors dominante, la politique budgétaire permet d'actionner les leviers d'une économie où le secteur privé est vu comme inerte, réagissant mécaniquement aux incitations gouvernementales, tandis que le rôle assigné à la politique monétaire, dans un contexte de « répression financière »<sup>4</sup>, consiste à fournir les taux d'intérêt les plus bas afin d'alléger la charge de la dette publique. Bien entendu, le secteur privé ne reste pas passif : l'inflation accélère, les primes d'inflation incluses dans les taux longs augmentent, les devises des pays les plus inflationnistes sont soumises à des pressions à la baisse sur les marchés de change et leurs économies s'enfoncent dans le marasme. Face à la stagflation qui s'installe, une réaction devient inévitable.

### 1.1.2.2 La désinflation Volcker ou la politique monétaire retrouvée

À partir du milieu des années 1970, la situation est propice à l'adoption d'une approche différente de l'inflation. Celle-ci se concrétise, notamment, par le recours à des objectifs intermédiaires de monnaie qui engagent les banques centrales vis-à-vis du public et visent à agir sur les anticipations d'inflation (chapitre 3). Aux États-Unis, le tournant n'est toutefois pris qu'après la nomination de Paul Volcker à la tête de la Fed en août 1979 et l'entrée en vigueur de la réforme du 6 octobre 1979. Celle-ci est apparemment technique puisqu'elle porte sur les procédures de mise en œuvre de la politique monétaire, la Fed passant d'un objectif de taux d'intérêt au jour le jour sur le marché interbancaire à un objectif de réserves « non empruntées », c'est-à-dire un objectif de niveau de réserves fourni par les opérations d'*open market* (chapitre 6). Néanmoins, la réforme, entourée d'un gros effort de communication de la part de la Fed et intervenant dans un contexte de pression à la baisse sur le dollar, apparaissait comme un pas important vers l'adoption de principes monétaristes favorables à la stabilité des prix *via* la mise en œuvre d'une politique de base monétaire (Sargent et Wallace, 1975 ; la conclusion des auteurs qu'une règle de taux conduirait à l'indétermination du niveau des prix est discutée par McCallum, 1981). De fait, avec cette réforme, la Fed rendait possible et même inévitable un débattement des taux d'intérêt beaucoup plus important que par le passé, la présentation de la mesure comme de nature technique la rendant « politiquement acceptable » (Lindsey *et al.*, 2005) : la conduite de la politique monétaire durant la période Volcker-Greenspan apparaît beaucoup plus sensible qu'avant aux variations de l'inflation anticipée (Clarida *et al.*, 2000). Les années suivantes voient l'inflation américaine éradiquée au terme d'un processus coûteux, mais beaucoup moins que pronostiqué par les économistes keynésiens ; la période qui s'ouvre est marquée par une stabilité durable des prix (1.2.1, graphique 1). Deux traits caractérisent la nouvelle approche de l'inflation ; elle est vue comme un phénomène monétaire au sens où la politique monétaire peut la contrôler, éventuellement seule ; elle est vue aussi comme un

4 La répression financière désigne l'ensemble des contrôles directs exercés par les pouvoirs publics sur le système financier (nationalisations, fixation des taux d'intérêt, contrôle des changes, encadrement du crédit...).

processus dynamique qui fait interagir le secteur privé et la banque centrale, ce qui amène la politique monétaire à être orientée vers l'avenir (*forward-looking*).

### L'inflation, phénomène monétaire

Au sens strict, l'inflation est un phénomène monétaire lorsqu'il y a neutralité monétaire (*i.e.* la monnaie n'agit que sur les prix) ou même « super-neutralité » (*i.e.* une variation permanente de son taux d'expansion n'a aucun effet sur les variables réelles en régime stationnaire, à l'exception des encaisses réelles par tête). Comme Patinkin (2008) le rappelle, la notion de neutralité monétaire repose sur l'hypothèse que les individus ne sont sujets à aucune illusion monétaire. Trois conséquences, en ligne avec la théorie quantitative de la monnaie (Fisher, 1911), en découlent.

Tout d'abord, il existe une relation unitaire entre l'inflation, la croissance monétaire à long terme et le taux d'intérêt nominal, comme établi par Friedman (1956) et Lucas (1980).

Ensuite, seuls les changements non anticipés du stock de monnaie peuvent avoir un impact sur la production (Lucas, 1996). Cet impact, d'ailleurs transitoire, résulte d'une information imparfaite sur la croissance monétaire, comme dans le cas étudié par Lucas (1973) où des producteurs répartis en deux marchés (deux « îles ») qui ne peuvent échanger aucune information, voyant la demande des biens qu'ils produisent s'accroître, sont incapables de diagnostiquer avec certitude si cet accroissement provient d'un pur choc monétaire et décident en conséquence d'augmenter leur production. En revanche, les actions monétaires anticipées n'ayant d'impact que sur les prix, Lucas (1973) en tire la conclusion que toute tentative pour utiliser systématiquement la politique monétaire afin d'influencer la production est vouée à l'inefficacité. L'opinion prévaut néanmoins aujourd'hui qu'à la fois les actions monétaires anticipées et non anticipées ont des effets réels à court terme, comme le trouve la majorité des travaux empiriques référencés par Patinkin (2008).

Enfin, « L'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire » (Friedman, 1963), au sens où il existe une relation de causalité de la monnaie vers l'inflation. En fait, les études empiriques, comme celle de De Grauwe et Polan (2005), font certes ressortir qu'à long terme la monnaie n'a pas d'impact sur la production dans les économies à relativement faible inflation, mais aussi que la relation entre l'inflation et la monnaie y est très faible. Se demandant si la théorie quantitative est toujours valable et utilisant un échantillon de vingt économies développées sur la période 1970-2005, Teles et Uhlig (2013) répondent positivement à la question tout en confirmant que, pour les pays à faible inflation, la relation directe entre inflation moyenne et taux de croissance de la monnaie est au mieux ténue, sinon inexistante. En effet, la relation s'améliore lorsque l'on tient compte de la croissance économique et surtout du coût d'opportunité de détention de la monnaie, comme suggéré par les théories de la demande de monnaie à des fins de transaction (Baumol, 1942 ; Tobin, 1956, Miller et Orr, 1966). Néanmoins, lorsque les auteurs découpent la période d'observation en deux, en prenant 1990 comme date-charnière, au motif qu'après cette période l'inflation devient beaucoup moins variable en raison peut-être de la généralisation du ciblage de l'inflation (chapitre 3), la relation entre inflation et monnaie se détériore, comme relevé par Sargent et Surico (2011) sur le cas des États-Unis. À cet égard, une raison plausible du lien très distendu entre inflation et monnaie à bas niveau d'inflation, avancée par

Svensson (2003), relève de l'interaction entre banque centrale et secteur privé : « La nature du régime monétaire peut dans certains cas rendre soit la croissance monétaire soit l'inflation relativement exogène l'une par rapport à l'autre ». En effet, dans un régime strict de ciblage monétaire où la banque centrale chercherait à respecter coûte que coûte l'objectif de croissance qu'elle a assigné à un agrégat monétaire, la monnaie, conjointement à la croissance potentielle et à la vitesse de circulation, « causerait » l'inflation ; à l'inverse, dans un régime strict de ciblage de l'inflation où la banque centrale chercherait quoi qu'il advienne à réaliser son objectif d'inflation, celle-ci, avec la croissance potentielle et la vitesse de circulation, « causerait » la monnaie. Adoptant une approche étroite qui utilise des tests de co-intégration et de causalité à la Granger, ainsi que des modèles vectoriels à correction d'erreurs (VECM), sur la monnaie, les prêts bancaires, la base monétaire (chapitre 6), le multiplicateur monétaire (chapitres 3 et 6), les dépôts et le revenu sur une période de vingt-six ans dans les pays du G7, Badarudin *et al.* (2013) s'efforcent de départager théorie traditionnelle de l'offre de monnaie, où celle-ci est exogène (« les prêts font les dépôts ») et théorie post-keynésienne de l'endogénéité de la monnaie où les crédits sont accordés par les banques en réponse à une demande de monnaie. Ils trouvent que la monnaie est endogène, sauf lors de deux brèves périodes aux États-Unis et au Royaume-Uni où des stratégies de ciblage de la monnaie étaient poursuivies, ce qui confirme que la relation entre monnaie et inflation dépend du régime monétaire. Dans une approche plus large qui recourt à un modèle d'équilibre général (1.3) pour les États-Unis, Sargent et Surico (2011) montrent que le lien unitaire mis en évidence par Lucas (1980) se rompt comme Lucas en avait indiqué la possibilité. Cette rupture se produit lorsque la politique monétaire répond agressivement à des pressions inflationnistes afin d'empêcher des mouvements persistants de la croissance monétaire, comme après la désinflation Volcker ; la relation se rétablit lorsque la politique monétaire laisse se développer des mouvements persistants de la croissance monétaire en répondant trop faiblement à des pressions inflationnistes, comme c'était le cas auparavant.

De nos jours, il n'y a pourtant pas d'enjeu substantiel à la question de la validité de la théorie quantitative de la monnaie dans la mesure où, au sens moderne, l'inflation est considérée comme un phénomène monétaire car son contrôle relève de la politique monétaire, les autres politiques publiques pouvant rendre ce contrôle plus ou moins facile, mais pas l'empêcher sauf à ce que la banque centrale se place sous dominance budgétaire (chapitre 3). Au fondement de cette approche se trouve l'article séminal de Friedman (1968) sur le rôle de la politique monétaire. Friedman y évoque ce que la politique monétaire ne peut pas faire, sinon pour des durées très limitées : fixer les taux d'intérêt (des achats de titres par la banque centrale augmentent la base monétaire et les anticipations d'inflation, poussant les taux d'intérêt à la hausse) ou le taux de chômage. Puis, il note qu'en revanche la politique monétaire peut éviter que la monnaie ne soit une source de perturbation économique, fournir un environnement stable à l'économie et contribuer à contrecarrer des perturbations majeures du système économique. Enfin, il souligne deux exigences fondamentales pour la conduite de la politique monétaire :

- se guider d'après des grandeurs que l'« autorité monétaire » contrôle. Ces grandeurs devraient, par nature, être nominales puisque c'est dans le domaine nominal que la politique monétaire se déploie. Friedman en dresse un inventaire. Le taux de change lui paraît mal adapté à une économie peu ouverte comme les États-Unis. Les prix constituent l'objectif le plus important, mais lui semblent trop difficiles

# INDEX DES NOTIONS

---

## A

Accélérateur financier : 12, 198, 206-208, 211-212

Achats massifs de titres (*Large Scale Asset Purchases* ou LSAP) : 13, 294, 305-315, 319-320, 322-325

Action « à contre-courant » (*leaning against the wind*) : 143

Allocation complète (*full allotment*) : 258, 268, 270-271, 275, 283

Analyse monétaire : 60, 111, 129-130

Anticipations adaptatives : 31, 122-123

Anticipations d'inflation : 38, 44-45, 59, 61, 68-69, 71-75, 80, 94-96, 110, 114-116, 119, 121, 123-124, 126-127, 129, 131-134, 145, 156, 163-165, 170, 178, 180, 195, 222, 295, 298-299, 302, 304-305, 309, 320

Anticipations rationnelles : 30-31, 58, 69, 80, 122-123, 136, 142, 226

Appel d'offres : 252, 264, 267

Appel d'offres à taux fixe : 253-255, 268

Appel d'offres à taux fixe avec allocation complète : 268

Appel d'offres à taux variable : 253, 255, 264

Appel d'offres à taux variable avec taux de soumission minimum : 254

Apprentissage : 82, 137, 223

Approche préventive (*leaning against the wind*) : 143-144

Arbitrage de portefeuille : 295

Arithmétique monétariste déplaisante (*Unpleasant Monetarist Arithmetics*) : 155-157

Assiette des réserves obligatoires : 249-250

Assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing* ou QE) : 171, 245, 262-263, 278, 305, 311-313, 319

Asymétrie d'information : 80

Audition : 25, 77, 85-86, 89-90, 92-93, 95

## B

Balance des risques : 85-86, 90, 92-93, 266

Banque centrale européenne (BCE) : 13, 34, 64, 66, 74-78, 82, 85-89, 91-92, 94-97, 110-113, 115, 118, 120-123, 125, 127-130, 132, 134, 146, 160, 167, 171-172, 178, 180-181, 186, 196, 209-210, 244, 246, 249-251, 253-259, 261-264, 266-272, 274-275, 283, 294, 301-304, 312, 315-316, 321

Banque d'Angleterre : 63, 72, 77-78, 85-89, 91, 94-95, 97, 99-100, 111, 113-114, 120, 122, 126, 131, 224, 250-255, 263-264, 266-267, 273, 275-277, 301, 303-304, 321, 324

Banque de Norvège (*Norges Bank*) : 111, 113, 118, 121, 123, 126, 294

Banque de réserve d'Australie : 113

Banque de réserve de Nouvelle-Zélande : 78, 86, 89, 111, 113-114, 121, 123-124, 294, 321

Banque de Suède (*Sveriges Riksbank*) : 66, 89-90, 99-100, 111, 113, 121, 123, 126, 294

Banque des règlements internationaux (BRI) : 80-81, 84-85, 87-89, 170, 269

Banque du Canada : 111, 113, 275

Banque du Japon : 77, 85-86, 88-89, 97, 112, 119, 167, 267, 275, 301, 303-304, 324

Banque fédérale de réserve de New York : 266

- Banque nationale suisse : 113, 171, 266-267, 275
- Banques fédérales de réserve : 243
- Banquier central conservateur : 62, 66
- Base monétaire : 27, 29, 138, 155, 202-203, 243, 249, 278-279, 281, 310
- Besoin de liquidité : 244
- Biais (*tilt*) : 73, 86, 133
- Biais de mesure : 33-34
- Biais déflationniste : 34, 61
- Biais inflationniste : 34, 60-64, 77, 81, 165
- Bien-être : 17-22, 32, 39-41, 44-46, 50, 60, 81-82, 88, 116-117, 123-124, 134, 140, 145, 154, 165, 169, 175, 178, 180, 220, 229-230, 232
- Bilan des banques centrales : 269, 275, 283, 305, 308, 322-323, 325
- Bretton Woods* : 26, 110, 169
- Bulle : 143-144, 225
- Bulle technologique : 129
- Bundesbank* : 64-65, 91, 128-129, 131-132
- C**
- Cadre opérationnel de la politique monétaire : 242, 246, 252, 255-267, 269, 272, 275-277, 282
- Caisse d'émission (*currency board*) : 172
- Canal de la prise de risque (*risk-taking channel*) : 12, 211, 213-215
- Canal de la réallocation de portefeuille (*portfolio rebalancing channel*) : 310, 314
- Canal des autres prix d'actifs : 194, 199-201, 206
- Canal des taux d'intérêt : 12, 194-199, 204, 206, 209, 215-216, 218
- Canal du bilan (ou canal large du crédit ou accélérateur financier) : 205-207, 210
- Canal du capital bancaire : 197, 204-205, 211
- Canal du coût du crédit (*cost channel*) : 194-195, 197-198
- Canal du crédit bancaire : 12, 197, 201-203, 207, 215-218, 280
- Canal du taux de change : 194, 199-200
- Canaux de transmission de la politique monétaire : 166-167, 194-210, 305-311
- Changement de régime : 31, 38, 69, 131, 198, 223
- Choc asymétrique : 174-176, 178-181
- Choc symétrique : 174, 179
- Ciblage de l'inflation : 28-29, 84, 95, 97, 128, 133, 139
- Ciblage de la prévision d'inflation : 120-122
- Ciblage flexible de l'inflation : 84, 124-125, 143, 146
- Ciblage monétaire : 29-30, 280-281
- Cible d'inflation : 12, 38, 58, 60, 63, 69-70, 72, 78, 80, 83, 85, 112-118, 125-126, 130, 133, 137, 141, 143, 145, 164-166, 303, 320
- Cible de niveau des prix : 112, 121, 322
- Cible opérationnelle : 78, 86, 92, 242, 247-248, 264-265, 281-282
- Cohérence temporelle : 59, 76-77, 157, 165
- Comité authentiquement collégial : 99
- Comité collégial autocratique : 99
- Comité de politique monétaire (ou comité) : 81, 99-100, 120, 123
- Comité individualiste : 99
- Communication de la banque centrale : 12, 58, 76, 79-80, 82-90, 135
- Communiqué : 85-89, 92-95
- Comportement de passager clandestin (*free riding*) : 183
- Compte du Trésor : 245
- Conditions financières : 186
- Conduite de la politique monétaire : 81, 90, 113, 124, 173, 178-183, 219-232
- Conférence de presse : 86-87, 89-90, 92, 94-95
- Conseil des gouverneurs de la BCE : 64, 91, 94, 99, 122, 129-130, 249, 274, 303, 317
- Constitution des réserves obligatoires en moyenne : 243, 249-250, 257, 264
- Contemporanéité (des réserves obligatoires) : 249
- Contrat optimal : 63
- Contrôle du taux d'intérêt au jour le jour : 264

- Conundrum* (taux d'intérêt à long terme américains) : 167
- Coordination internationale des politiques monétaires : 12, 154, 158-171, 179
- Coordination politique monétaire-politique budgétaire : 12, 154-158
- Corridor symétrique de taux d'intérêt : 252, 276
- Courbe de Phillips : 23, 25-26, 30-31, 38, 43-44, 49, 60-61, 66, 69, 95, 100, 116, 119, 132, 136, 145-146, 165-167, 224, 228, 296-298
- Courbe des rendements (ou courbe des taux) : 79, 91, 94, 134, 162-164, 196, 248-249
- Cours de change : 160, 173, 242
- Coût de la désinflation : 26, 59, 66, 68-70
- Coût de l'inflation (ou effet de l'inflation) : 16-23, 32, 36
- Coût de ressemelage (*shoe leather cost*) : 17, 19
- Coût d'étiquetage (*menu cost*) : 17, 19, 197
- Coût d'usage du capital : 35
- Coût des crises financières : 142, 144
- Crédibilité : 11-12, 30, 32, 58-61, 66, 68, 80, 88, 94-95, 110, 116, 120, 132, 137, 145-146, 158, 164-165, 174, 176, 178, 184, 199, 222, 225-226, 253, 265, 295, 299, 309, 318, 320, 323
- Credit crunch* : 204, 316
- Credit easing* (CE) : 277, 305
- Crise de liquidité : 267, 273, 284
- Crise financière : 73, 110, 124, 142-144, 157-158, 171, 175, 184, 186, 194, 201, 210, 216-217, 219, 264, 294, 303, 305, 315, 320, 322
- Critères de convergence nominale : 178, 183
- Critique de Lucas : 31
- Croissance potentielle : 25, 29, 125, 128-129, 183-184
- D**
- Décennie perdue (Japon) : 294
- Décote (*haircut*) : 268-269
- Déflation : 17-18, 22, 38, 74, 294, 298-299, 309, 314
- Degré d'ouverture de l'économie : 161-162, 165, 174, 177
- Demande de réserves : 242-246, 248, 250, 254, 281, 283, 285
- Désinflation opportuniste : 165
- Désinflation Volcker : 27-31, 69, 71, 80
- Dettes souveraine (crise de la) : 184, 186, 216, 218, 294, 315-318
- Dévaluation compétitive (*beggar-thy-neighbor policy*) : 176
- Discrétion : 12, 44, 76, 80, 110, 113, 119, 135, 296
- Distorsions fiscales résultant de l'inflation : 21
- « Divine coïncidence » : 39, 130
- Dollarisation/euroïsation : 172
- Dominance budgétaire : 12, 29, 155-158, 182, 323
- Dot plots (cible de taux prévues par les membres du FOMC) : 320
- Dynamique de l'inflation : 30-31, 65, 68, 94-95, 159, 161, 163-164, 168
- E**
- Écart de production : 23, 25, 43-46, 59-61, 84, 100, 124-125, 130-131, 136-137, 140-142, 144, 146, 162-163, 166, 179-180, 227-228, 231-232, 297-298, 319
- Écart de production mondial : 163
- Écarts d'inflation au sein d'une union monétaire : 68, 118, 178-181
- Effet Balassa-Samuelson : 178, 181
- Effet de redistribution de l'inflation : 20
- Effet de richesse : 197, 200
- Effet de substitution inter-temporelle : 197
- Effet liquidité : 201
- Effet revenu : 197, 206
- Encaisses de transaction : 17-18
- Endettement intérieur total : 184
- Engagement (de la banque centrale) : 79-81, 86, 131, 182, 198, 256, 258, 261, 265-266, 295
- Euro Over-Night Interest rate Average* (EONIA) : 255, 259, 264

Eurosystème : 11, 64-65, 85, 122, 224, 251, 253, 256, 264, 267-269, 274, 277, 282, 315-318, 320-321, 324

Excès de liquidité mondial : 166-167

## F

Facilité d'escompte : 243, 251, 255, 261, 273-278, 282, 284

Facilité de dépôt : 250-252, 255, 258-259, 263, 285

Facilité de prêt : 251, 255, 258-261, 263, 274

Facilité de prêt primaire : 251

Facilité permanente : 242, 252, 255, 261-263, 266, 278, 282, 285

Facteurs autonomes : 245-251, 253, 259-260, 262, 266, 281-282

*Federal Open Market Committee* (FOMC) : 26, 64, 71, 78, 82-87, 92-93, 95, 99-101, 112, 121, 125-126, 137, 266, 299, 302, 319-321, 323-324

*Federal Reserve System* (Fed) : 25-27, 34, 63-64, 66, 68-69, 74, 77-78, 80, 83-86, 88-97, 99-100, 112-113, 115, 118-120, 125-126, 132, 134-135, 137, 167-168, 171, 200, 210, 243, 247, 251-255, 261, 263-267, 270-277, 281-282, 284, 296, 302, 304, 311, 313-314, 319-321, 323-325

Fenêtre de l'escompte (*discount window*) : 251

Financement monétaire : 64, 156

Fonction de perte de la banque centrale/  
(ou fonction objectif) : 229-232, 296-297

Fonction de perte quadratique : 125

Fonction de réaction (de la banque centrale) : 45-46, 133, 135, 227-229, 232, 295, 304

Fonds fédéraux (*Federal funds* ou *Fed funds*) : 78, 86, 92, 136, 141, 242, 247, 251-252, 255, 261, 263-264, 266, 273, 299, 302, 304, 319-321, 324-325

Fonds Monétaire International (FMI) : 20, 38, 145, 158-159, 161-163, 170, 268, 318, 323

Fourchette (cible d'inflation exprimée sous forme de) : 18, 58, 85, 113-115, 120, 134, 302

Fourniture de liquidité : 256-257, 271, 275, 283-284

Fourniture de liquidités d'urgence  
(*Emergency Lending Assistance* – ELA) : 274, 276-277

Frictions financières : 143, 194, 198, 201, 205, 207, 210-211, 216, 271

## G

Garanties : 80, 205, 213, 242, 251, 254, 263, 267-269, 276-277

Gérer les dégâts (*mop up*) : 143

Gestion de la liquidité bancaire : 252, 261, 281-282

Gestion des anticipations : 79, 89

Gradualisme : 137-138

Grande Dépression : 282, 315

Grande Inflation : 23-27, 60, 69

Grande Modération : 66, 68, 131-132

Guidage delphique : 295, 300, 302-303

Guidage des taux d'intérêt (*Forward Guidance*) : 13, 87, 90, 92, 145, 294-305, 309, 311, 313-314, 322, 324

Guidage odysseén : 295-296, 300-303

## H

Habitat préféré : 310, 313

Horizon de la politique monétaire : 126

Hyperinflation : 18

Hypothèse de trajectoire du taux d'intérêt directeur : 122-124

## I

Illusion monétaire : 28

Incertitude : 11-12, 20, 40, 59, 62, 66, 75-76, 79-80, 85, 88, 91, 93, 95-96, 135, 170-171, 219-232, 246-247, 250, 253, 260, 262, 266, 270, 300, 314, 322, 324

concernant l'état de l'économie : 92, 170, 222-223

relative à la structure de l'économie : 88, 222-225

stratégique : 222, 225-226, 228

- sur les paramètres structurels : 224-225, 227-231
- Incohérence temporelle : 60
- Indépendance de la banque centrale : 11, 31, 58-59, 61-69, 76, 83, 97, 134, 155, 157, 177-178, 182, 253, 267
- Indexation : 20, 23, 32, 49, 145
- Indications fondées sur des résultats macroéconomiques (*threshold based*) : 296
- Indications qualitatives (*open ended*) : 296
- Indications s'appuyant sur un calendrier (*calendar based*) : 296
- Indice de prix support de la cible d'inflation : 19, 115-116
- Inertie de la politique monétaire : 209
- Inflation anticipée : 19-20, 27, 30, 70, 72, 75, 145
- Inflation sous-jacente : 115-118
- Inflation totale : 115-118
- Instruments de politique monétaire : 13, 226, 242-285
- Instruments non conventionnels de politique monétaire : 11, 13, 294-325
- Insuffisances de réserves : 243, 249
- Intégration économique régionale : 12, 154, 172-186
- Intégration internationale des marchés : 154, 159, 165
- Interactions entre une politique monétaire unique et des politiques budgétaires décentralisées : 154, 156-157
- IS/LM : 154, 174, 195, 199, 202-203, 278-279, 281
- L**
- Liquidité bancaire : 13, 242, 245-247, 255, 257, 282, 319-320, 322
- Liquidité du marché interbancaire : 247
- Liquidité intra-journalière : 284
- Lissage des taux d'intérêt : 137
- M**
- Marché interbancaire : 27, 213, 246-248, 251-252, 255-257, 260, 263, 265, 271
- Marché monétaire : 13, 137, 242, 244, 246-248, 250-251, 255, 258, 263-265, 278, 283-284
- Mécanisme d'engagement : 119, 128-130
- Mécanisme de change du Système monétaire européen (SME) : 172-173, 177
- Mécanisme de transmission : 12, 30, 118, 170-171, 186, 194-195, 198, 203-205, 209-211, 213, 215-216, 218-219, 223, 225, 275, 280, 314
- Membres du comité : 77, 83, 85-88, 94, 98-99
- Mesure des prix : 11, 32-35
- Minutes : 83, 86-90, 92, 94-96
- Minutes attribuées : 96
- Mise en œuvre de la politique monétaire : 281
- Mobilité des facteurs de production : 31
- Modèle canonique : 43
- Modèle DSGE : 40, 47, 70, 127, 132, 141, 143, 145, 175, 179, 198, 209, 216, 227, 271, 300, 314-315
- Modèle Mundell-Fleming : 169, 174-175, 179
- Mondialisation : 117, 154, 158-171
- Monétarisme : 309
- Monnaie : 13, 18-19, 22, 26, 28-29, 67, 73, 91, 120, 127-130, 156, 164, 166-168, 173-174, 176, 182-183, 223, 242, 245, 275, 278-285
- Monnaie à forte puissance (*high-powered money*) : 243
- Monnaie centrale : 242, 245, 247-248, 282-283, 285
- Monnaie de banque centrale : 18, 23, 243, 245
- Monnaie de réserve : 275, 283
- Mots codés : 86
- Moyen de règlement final : 243
- Multiplicateur monétaire : 29, 155, 278-282, 309
- N**
- NAIRU (*Non-accelerating inflation rate of unemployment*) : 84, 146

- Neutralité monétaire : 28, 198
- Non-négativité du taux d'intérêt nominal (plancher à zéro des taux d'intérêt nominaux) : 32, 38
- Nouvelle normale (*New Normal*) : 319, 322-323
- Nouvelle synthèse (néo-classique) : 69, 80, 162, 166, 175, 278, 281
- O**
- Objectif de chômage : 12, 26, 31, 145-146
- Objectif de stabilité des prix : 16-31, 78, 85, 95-96, 113, 115-116, 129, 131, 134, 145, 154-157, 165-166, 174, 180-182, 278, 294
- Objectif de stabilité financière : 12
- Objectif final de la politique monétaire : 84, 110, 170
- Objectif intermédiaire de la politique monétaire : 111, 127-128, 281
- Objectifs de politique monétaire : 11, 64, 89-90, 126, 154, 180, 281
- Offre de réserves : 242-246, 248, 250, 260, 266, 280
- Open Market* : 202, 242-243, 252-253, 261, 280, 323
- Opération ferme : 251, 277, 282
- Opérations d'*open market* : 242-243, 246, 250, 252-263, 265-267, 274, 276, 278, 280, 282
- Opérations de politique monétaire : 242, 245, 248, 252, 265, 269, 276, 281
- Opérations de refinancement à plus long terme de l'Eurosystème (ORPLT ou *Longer Term Refinancing Operations* – LTRO) : 253, 257-259, 268, 270-272, 276
- Opérations monétaires sur titres (*Outright monetary transactions* – OMT) : 277, 317-318
- Opérations principales de refinancement de l'Eurosystème (OPR ou *Main Refinancing Operations* – MRO) : 253-256, 258-259, 274
- P**
- Partage international du risque (*international risk sharing*) : 165, 169-170
- Pass-through* (transmission aux taux d'intérêt bancaires) : 195-197, 199-200, 310
- Pension : 252, 261, 268, 282
- Période de constitution : 243, 248-250, 253-254, 256-257, 260, 264, 266
- Période de *purdah* : 86, 97
- Persistance de l'inflation : 68-69, 73, 75, 95, 132
- Perte en cas de défaut (*Loss given default*) : 308
- Phasing out* (retour de la taille des bilans des banques centrales au niveau d'avant-crise par réduction de leurs portefeuilles de titres) : 309, 323-325
- Plancher à zéro des taux d'intérêt (*zero lower bound* ou ZLB) : 32, 38-39, 79, 145, 294, 296, 298-299, 303-305, 309, 319, 322, 324
- Point-cible (cible d'inflation exprimée sous forme de) : 113-115, 134
- Policy mix* : 179
- Politique budgétaire : 39, 66, 144, 154-158, 175, 178-179, 181-182, 186, 269, 271, 277
- Politique monétaire non conventionnelle (PNC) : 39, 65, 87-88, 171
- Politique monétaire optimale : 44-45, 60-61, 80, 168, 175-176, 179
- Politiques prudentielles : 230
- Prêteur en dernier ressort (PDR) : 242, 244, 258, 261-263, 267, 269-277, 281-283
- Prévisibilité à court terme : 91-92, 96, 140
- Prévision de liquidité : 250, 256, 261, 265-267
- Prévisions (ou projections) d'inflation : 94-95, 100, 120-127, 130-131, 222, 320
- Prévisions (ou projections) économiques : 80, 82-83, 85, 87, 89-90
- Price puzzle* : 198
- Primary Dealer Credit Facility* (PDF) : 252, 261, 274-275, 277
- Prime de crédit : 186
- Prime de financement externe : 199, 205-208, 322
- Prime de liquidité : 71, 73, 257, 269, 308-309
- Prime de redénomination : 317

Prime de terme : 196, 295, 305, 308-310, 323-325  
 Principe de Brainard : 219, 229, 232  
 Principe de Taylor : 133, 136-137  
 Principe de Theil : 219, 229, 231-232  
 Principes de marché : 265, 267  
 Prix d'actifs : 12, 91, 93, 122, 130, 143-144, 167, 199-200, 207, 212, 222, 225, 299, 309, 325  
 Prix relatifs : 11, 22, 32, 35-38, 164-165, 180  
 Production potentielle : 69, 125, 142, 146, 223, 231  
 Programme pour les marchés de titres (*Securities Market Programme – SMP*) : 216, 277, 315-317, 324  
 Propriété de martingale : 248, 250, 256, 262

## Q

Q de Tobin : 49, 200

## R

Rapport sur l'inflation : 85, 111, 121, 126  
 Ratio de sacrifice : 59, 66, 68-71  
 Rationnement de l'accès au crédit (*credit crunch*) : 204, 316  
 Réformes structurelles : 125, 146, 180-183  
 Réglage fin : 253, 257, 266  
 Règle : 12, 31, 40, 61-63, 79, 110, 119, 123, 129, 135-143, 154, 157, 171, 182, 184, 198, 219-220, 232, 265-267, 277, 320, 324  
 Règle conditionnelle ou contingente : 324  
 Règle d'instrument : 135-138  
 Règle d'objectif : 135, 138-139  
 Règle inconditionnelle : 139  
 Règle de Friedman : 29-30  
 Règle de McCallum : 63, 136, 138  
 Règle de Taylor : 38-39, 91, 96, 133, 136-137, 140-143, 231  
 Règle optimale : 45, 62, 140, 231  
 Règle simple ou *ad hoc* : 141-142, 219  
*Reichsbank* : 111, 127, 129  
 Réserves contractuelles : 243, 261  
 Réserves empruntées : 243

Réserves excédentaires : 243-244, 249-250, 259, 263, 279, 281  
 Réserves libres : 243  
 Réserves non empruntées : 243, 281  
 Réserves obligatoires : 242-244, 247-250, 253-254, 261-262, 265, 279, 282, 321  
 Responsabilité de la banque centrale : 11, 76-80, 88, 170, 177, 186  
 Responsabilité individuelle : 83, 89, 209  
 Rigidité à la baisse : 36-37  
 Rigidité des prix : 21-23, 36, 43, 70, 117, 145, 160, 167, 195, 227, 300  
 Rigidité des salaires nominaux : 22, 37-38  
 Rigidité des salaires réels : 37-38  
 Rigidités nominales : 21-22, 35, 37, 42, 47, 69, 162, 169, 174, 177-180, 300  
 Risque de contrepartie : 270  
 Risque de durée : 295  
 Risque moral : 273, 275, 284, 322  
 Risque systémique : 142

## S

Seigneurage : 17-18, 155-156  
*Spreads* bancaires : 257-259, 261, 270-271, 322  
 Stabilisation macroéconomique : 173, 176, 179  
 Stabilité des prix : 11, 16-39, 62-64, 66, 68, 77, 80, 85, 91, 95, 110-114, 118-119, 125, 128-131, 133, 140, 142-145, 154, 156, 162, 164-165, 179, 181-182, 222-223, 242, 303-304, 314, 322  
 Stabilité financière : 12-13, 77, 129, 144, 175, 177-178, 211, 215, 219, 222, 251, 303-304, 322, 325  
 Stagflation : 27  
 Stratégie (de politique monétaire) : 12, 69, 83-84, 91, 97, 110-146, 294  
 Stratégie de sortie (*exit strategy*) : 319  
 Structure par terme des taux d'intérêt : 308-311  
 Surprise d'inflation : 76, 81, 165  
 Surprise de taux d'intérêt : 87, 90-91, 93  
*Swaps* de taux d'intérêt au jour le jour (OIS) : 257, 270, 275, 302  
 Système de règlement brut en temps réel : 284

Système de réserve : 202, 243-244, 246, 248, 250, 253, 255, 260-261, 266, 285

Système Fédéral de Réserve : 11

## T

*Tapering* (amenuisement des achats nets d'actifs) : 319, 323

Taux constant de progression de la masse monétaire : 30

Taux d'inflation optimal : 17, 21-22, 37-39, 227

Taux d'intérêt au jour le jour : 79, 253, 255-256, 258, 260-261, 263-264, 266, 285

Taux d'intérêt débiteurs et créditeurs des banques : 196, 215-216

Taux d'intérêt directeur (ou taux directeur) : 63, 65, 95, 100, 122-124, 130, 137, 143-145, 164, 167-168, 171, 179, 194-198, 200, 203-207, 209-210, 213-219, 242, 249-250, 253, 259, 266, 281, 294-296, 298-300, 302, 304-305, 309, 322, 324

Taux d'intérêt réel : 17, 20, 38, 43, 70, 112, 114, 141-142, 144-145, 167-168, 195, 197, 214, 223, 228, 295, 299, 305, 309

Taux d'intérêt réel d'équilibre : 39, 43, 137, 248

Taux d'intérêt réel *ex ante* : 38, 48-49, 180

Taux de change flottants : 110, 164, 167-169, 174, 176

Taux de chômage naturel/d'équilibre : 25, 30-31, 63

Taux de chômage non accélérateur de l'inflation (NAIRU) : 84, 146

Taux de marge unitaire (*mark-up*) : 162, 227

Taux des réserves obligatoires : 282

Taux neutre : 84

Taxe d'inflation : 182

*Tender spread* : 255, 258, 263

*Term Auction Facility* (TAF) : 261, 270-271, 273, 276

*Term Securities Lending Facility* (TSLF) : 261, 270-271, 273-274

Termes de l'échange : 159

Théorème de Modigliani-Miller : 200-201, 204

Théorie budgétaire du niveau des prix : 155-157, 280

Théorie de la parité non couverte des taux d'intérêt : 199, 311

Théorie des anticipations (de la structure par terme des taux d'intérêt) : 79, 137, 168, 195, 248-249

Théorie des zones monétaires optimales (ZMO) : 173-175, 177-178

Théorie des zones monétaires optimales (ZMO) endogènes : 177

Théorie quantitative de la monnaie : 28-29, 127-128, 156, 280

Titrisation : 129, 217-218, 261, 274, 276-277

Trajectoire future des taux d'intérêt : 86, 90, 124, 294-295, 300, 302

Transparence : 30, 59, 76, 78-84, 86, 88-90, 92, 94-97, 110-111, 117, 126, 128-129, 138, 146, 154, 265-266, 294, 304, 320, 322

Trappe à liquidité : 18, 145, 166, 300

Triangle d'incompatibilité de Mundell : 173

## U

Union économique et monétaire : 173-174, 176-178, 225

Union économique et monétaire européenne (UEM) : 154, 172-174

Union européenne : 32-33, 35, 78, 96, 161, 177, 268

## V

Vents financiers contraires (*financial headwinds*) : 23

Vitesse de circulation de la monnaie : 29, 111, 128-131, 138

Vote individuel : 83, 86, 100

## Z

Zones monétaires optimales : 173-175

Zones monétaires optimales endogènes : 176-177

# TABLE DES MATIÈRES

---

<b>Sommaire</b> .....	5
<b>Remerciements</b> .....	7
<b>Préface</b> .....	9
<b>Introduction</b> .....	11
<b>CHAPITRE 1</b>	
<b>Objectifs</b> .....	15
1.1 L'objectif de stabilité des prix .....	16
1.1.1 <i>L'inflation, phénomène coûteux</i> .....	16
1.1.1.1 Effets sur le bien-être.....	17
<i>Effets directs</i> .....	17
<i>Détention d'encaisses non rémunérées</i> .....	17
<i>Développement excessif du secteur financier</i> .....	19
<i>Coûts d'étiquetage</i> .....	19
<i>Effets indirects</i> .....	19
<i>Inflation anticipée</i> .....	19
<i>Inflation non anticipée</i> .....	20
1.1.1.2 Effets sur la croissance.....	20
1.1.1.3 Approches structurelles .....	21
1.1.2 <i>La stabilité des prix, objectif de la politique monétaire</i> .....	23
1.1.2.1 La « Grande Inflation » ou la politique monétaire disqualifiée .....	23
<i>Motifs</i> .....	24
<i>Conséquences</i> .....	26
<i>Un désarroi pratique, national et international</i> .....	26
<i>Un désarroi théorique</i> .....	26
1.1.2.2 La désinflation Volcker ou la politique monétaire retrouvée..	27
<i>L'inflation, phénomène monétaire</i> .....	28
<i>L'inflation, processus dynamique</i> .....	30
<i>L'interprétation « accélérationniste » de la courbe de Phillips</i> .....	30
<i>La révolution des anticipations rationnelles</i> .....	31

1.2	La stabilité des prix : une augmentation faible des prix des biens et des services.....	32
1.2.1	<i>La mesure des prix</i> .....	32
1.2.1.1	Biais .....	33
1.2.1.2	Prise en compte des services des logements occupés par leurs propriétaires.....	35
1.2.2	<i>Les ajustements de prix relatifs</i> .....	35
1.2.2.1	Les prix des biens et des services .....	36
1.2.2.2	Les salaires .....	37
1.2.3	<i>La limite à zéro des taux d'intérêt nominaux</i> .....	38
1.3	Le cadre analytique .....	40
1.3.1	<i>Le modèle de base</i> .....	40
1.3.1.1	Les ménages.....	41
1.3.1.2	Les entreprises .....	42
1.3.1.3	Équilibre.....	43
1.3.1.4	Politique monétaire optimale .....	44
	<i>La politique optimale discrétionnaire</i> .....	44
	<i>La politique optimale avec engagement</i> .....	45
1.3.2	<i>Un modèle étendu avec des rigidités réelles et nominales</i> .....	47
	Bibliographie du chapitre 1 .....	50
<b>CHAPITRE 2</b>		
	<b>Économie politique de la politique monétaire</b> .....	57
2.1	Crédibilité et indépendance .....	58
2.1.1	<i>Fondement analytique de la notion de crédibilité</i> .....	59
2.1.1.1	Biais d'inflation.....	60
2.1.1.2	Biais de stabilisation .....	61
2.1.2	<i>Indépendance</i> .....	61
2.1.2.1	Alternatives à une règle à la Barro et Gordon (1983).....	62
	<i>Le banquier central « conservateur »</i> .....	62
	<i>La prise en compte de situations de crise</i> .....	62
	<i>Arrangements institutionnels mis en œuvre par des banquiers centraux indépendants</i> .....	63
2.1.2.2	Mesures de l'indépendance de la banque centrale .....	64
2.1.2.3	Effets macroéconomiques de l'indépendance .....	66
2.1.3	<i>Mesures de la crédibilité</i> .....	68
2.1.3.1	Dynamiques des prix et des salaires .....	68
	<i>Persistance de l'inflation</i> .....	68
	<i>Coût de la désinflation</i> .....	69
2.1.3.2	Indicateurs extraits des marchés financiers et données d'enquête.....	71
	<i>Indicateurs extraits des marchés financiers</i> .....	71
	<i>Données d'enquêtes</i> .....	74

2.2	Responsabilité, transparence et communication.....	76
2.2.1	<i>Responsabilité</i> .....	76
2.2.2	<i>Transparence</i> .....	78
2.2.2.1	Arguments en faveur de la transparence .....	78
2.2.2.2	Raisons de limiter la transparence .....	81
	<i>Surprises d'inflation</i> .....	81
	<i>Réduction du bien-être</i> .....	81
	<i>Qualité des débats</i> .....	82
2.2.3	<i>Communication</i> .....	83
2.2.3.1	Domaines .....	83
	<i>Objectifs et stratégie</i> .....	84
	<i>Analyse économique</i> .....	85
	<i>Décision</i> .....	85
	<i>Orientations</i> .....	86
2.2.3.2	Canaux .....	87
	<i>Autour des décisions de politique monétaire</i> .....	87
	<i>En dehors de la « fenêtre » d'annonce des décisions</i> <i>de politique monétaire</i> .....	88
2.2.3.3	Mesure .....	89
2.2.4	<i>Effets</i> .....	90
2.2.4.1	Effets sur les marchés financiers .....	90
	<i>Prévisibilité à court terme</i> .....	91
	<i>Réaction des marchés financiers</i> .....	93
2.2.4.2	Effets sur l'économie .....	94
2.2.4.3	Existe-t-il des modalités de communication plus efficaces ? ..	95
2.3	Organisation des comités de politique monétaire et prise de décision .....	97
2.3.1	<i>Les groupes prennent-ils de meilleures décisions que les individus ?</i> .....	98
2.3.2	<i>Type de comité et efficacité de la prise de décision</i> .....	98
2.3.2.1	Types de comité .....	98
	<i>Le comité authentiquement collégial</i> .....	99
	<i>Le comité collégial autocratique</i> .....	99
	<i>Le comité individualiste</i> .....	99
	<i>Vérifications empiriques</i> .....	99
2.3.2.2	Les comités sont-ils efficaces ? .....	99
2.3.3	<i>Hétérogénéité des opinions au sein du comité, contenu en information</i> <i>et efficacité de la communication</i> .....	100
	Bibliographie du chapitre 2 .....	101
<b>CHAPITRE 3</b>		
	<b>Stratégie</b> .....	109
3.1	Quelle stratégie ? .....	110
	<i>Évolution du support de l'ancre</i> .....	110
3.1.1	<i>Comment définir l'objectif quantifié de stabilité des prix ?</i> .....	112

3.1.1.1	Point-cible ou fourchette ?.....	113
	<i>Cible exprimée sous forme de fourchette</i> .....	113
	<i>Avantages</i> .....	113
	<i>Inconvénients</i> .....	113
	<i>Point-cible</i> .....	114
	<i>Avantages</i> .....	114
	<i>Inconvénients</i> .....	114
3.1.1.2	Inflation totale ou sous-jacente ?.....	115
	<i>L'indice des prix à la consommation : un meilleur support</i>	116
	<i>Informations apportées par les indicateurs d'inflation</i>	
	<i>sous-jacente à l'analyse de la tendance des prix</i> .....	117
3.1.1.3	Quel horizon ?.....	118
3.1.2	<b>Le cadre analytique</b> .....	119
3.1.2.1	Le rôle des prévisions d'inflation.....	120
	<i>Un ciblage de la prévision d'inflation</i> .....	120
	<i>Les prévisions d'inflation et d'activité</i> .....	120
	<i>Publication des prévisions dans un rapport périodique</i> .....	121
	<i>Le cas de la BCE : un rôle « limité »</i> .....	122
	<i>La cohérence inter-temporelle des prévisions : le choix</i>	
	<i>de l'hypothèse relative à l'évolution du taux directeur</i> .....	122
	<i>Prévisions à taux d'intérêt directeur constant</i> .....	122
	<i>Prévisions utilisant les anticipations de taux d'intérêt de marché</i> .....	123
	<i>Prévision par la banque centrale de la trajectoire du taux d'intérêt directeur</i> ....	123
	<i>Un ciblage flexible de l'inflation</i> .....	124
	<i>Un mandat hiérarchisé, un mandat dual</i> .....	125
	<i>Stratégie de cible d'inflation et Fed</i> .....	125
	<i>Trajectoire de l'inflation et trajectoires associées</i>	
	<i>des variables réelles</i> .....	126
3.1.2.2	Quel rôle pour la monnaie ?.....	127
	<i>La théorie quantitative de la monnaie</i> .....	127
	<i>La Bundesbank : l'objectif intermédiaire monétaire</i>	
	<i>comme « mécanisme d'engagement »</i> .....	128
	<i>La BCE : l'analyse monétaire ne peut jouer le rôle</i>	
	<i>de mécanisme d'engagement</i> .....	129
3.1.2.3	Un rôle marginal dans les stratégies de cible d'inflation.....	130
3.1.3	<b>Effacité comparée des stratégies de politique monétaire</b> .....	131
3.1.3.1	Pays par pays, une amélioration des performances	
	<i>macroéconomiques</i> .....	132
3.1.3.2	Les performances sont-elles meilleures dans les pays	
	<i>à stratégie d'IT ?</i> .....	133
3.1.3.3	Adoption d'une stratégie d'IT et ancrage des anticipations	
	<i>d'inflation</i> .....	134
3.2	<b>Règles de politique monétaire</b> .....	135
3.2.1	<b>Définition</b> .....	135
3.2.1.1	Règles d'instrument.....	136
	<i>Règle de taux d'intérêt (Taylor, 1993)</i> .....	136
	<i>Règle de base monétaire (McCallum, 1988)</i> .....	138

3.2.1.2 Règles d'objectif .....	138
3.2.1.3 Règles et spécificités d'une économie ouverte .....	139
3.2.2 <i>Propriétés des règles de politique monétaire</i> .....	140
3.2.2.1 Évaluation et robustesse .....	140
3.2.2.2 Limites .....	141
3.3 Faut-il revoir la stratégie à la lumière de la crise ? .....	142
3.3.1 <i>Faut-il incorporer un objectif de stabilité financière dans la stratégie ?</i> .....	143
3.3.2 <i>Faut-il relever la définition de la stabilité des prix ?</i> .....	144
3.3.3 <i>Faut-il fixer un objectif de chômage ?</i> .....	145
Bibliographie du chapitre 3 .....	146

## CHAPITRE 4

<b>Coordination</b> .....	153
4.1 Coordination entre les politiques monétaire et budgétaire .....	154
4.1.1 <i>Coordination décentralisée en période normale</i> .....	154
4.1.2 <i>Subversion par la politique budgétaire</i> .....	155
4.1.2.1 Arithmétique monétariste déplaisante .....	155
4.1.2.2 Dominance budgétaire .....	156
4.1.2.3 Théorie budgétaire du niveau des prix .....	156
4.1.2.4 Possibilité de défaut de l'État .....	157
4.2 Mondialisation et coordination internationale .....	158
4.2.1 <i>Mondialisation et offre agrégée</i> .....	159
4.2.1.1 La mondialisation comme source de chocs sur les prix .....	160
4.2.1.2 La mondialisation ne semblerait pas avoir affecté de manière significative la dynamique ou les déterminants de l'inflation ...	161
<i>Des effets indirects via l'intensification de la concurrence internationale</i> .....	161
<i>Mondialisation et aplatissement de la courbe de Phillips</i> ..	162
<i>Une plus grande importance des déterminants étrangers ?</i> ...	163
<i>Et la politique monétaire ?</i> .....	163
4.2.1.3 La mondialisation n'affecte pas l'inflation à moyen-long terme dans les pays industriels .....	164
<i>La mondialisation affecte l'inflation à court-moyen terme, pas à moyen-long terme</i> .....	164
<i>La mondialisation modifie-t-elle les incitations de la banque centrale à contrôler l'inflation ?</i> .....	165
<i>Un environnement mondialisé viendrait-il en aide aux banques centrales ?</i> .....	165
<i>Orientation et indicateurs de la politique monétaire : des changements ?</i> .....	166
4.2.2 <i>Mondialisation et demande agrégée</i> .....	166
4.2.2.1 Les chocs monétaires étrangers influencent-ils la demande agrégée et l'inflation ? .....	166

4.2.2.2	L'influence de la politique monétaire sur les taux d'intérêt a-t-elle diminué ? .....	167
4.2.3	<b>Coordination internationale des politiques monétaires</b> .....	168
4.2.3.1	Théorie et expérience : un bilan mitigé .....	168
	<i>Des gains de coordination au mieux faibles en temps normal</i> .....	168
	<i>Des expériences qui ont échoué</i> .....	169
4.2.3.2	Coopération plutôt que coordination <i>ex ante</i> sauf en situation de crise .....	170
4.3	<b>Intégration régionale</b> .....	172
4.3.1	<b>Pourquoi entrer en union économique et monétaire et qui peut y participer ?</b> .....	173
4.3.1.1	La théorie des zones monétaires optimales .....	173
	<i>La théorie originelle des zones monétaires optimales</i> .....	173
	<i>Les limites du cadre analytique de la théorie des zones monétaires optimales</i> .....	174
4.3.1.2	Supériorité des changes flexibles ? .....	175
4.3.1.3	Autres avantages à participer à une union monétaire .....	176
	<i>Les zones monétaires optimales endogènes</i> .....	176
	<i>Crédibilité accrue de la politique monétaire</i> .....	177
	<i>L'exemple de la zone euro</i> .....	177
4.3.2	<b>Conduite de la politique monétaire et relations avec les politiques économiques</b> .....	178
4.3.2.1	Répartition optimale des responsabilités entre politique monétaire unique et politiques budgétaires nationales .....	179
4.3.2.2	Les conséquences de l'existence d'écarts d'inflation entre pays membres .....	179
	<i>Une transmission asymétrique des impulsions de politique monétaire ?</i> .....	179
	<i>Conséquences pour la fixation de l'objectif et la conduite de la politique monétaire unique</i> .....	180
4.3.2.3	Quel soutien des politiques économiques à la politique monétaire ? .....	181
	<i>Faut-il encadrer les politiques budgétaires?</i> .....	181
	<i>Une union monétaire incite-t-elle à la mise en œuvre de réformes structurelles ?</i> .....	182
4.3.3	<b>La crise de la zone euro</b> .....	183
	Bibliographie du chapitre 4 .....	187

## CHAPITRE 5

	<b>Mécanisme de transmission</b> .....	193
5.1	<b>Les canaux usuels de la politique monétaire</b> .....	194
5.1.1	<b>Le canal des taux d'intérêt</b> .....	195
5.1.1.1	Canal classique des taux d'intérêt .....	195
	<i>Première étape : transmission (pass-through) des modifications des taux directeurs aux taux d'intérêt de marché</i> .....	195
	<i>Deuxième étape : transmission des variations des taux de marché aux taux créditeurs et débiteurs des banques</i> ..	196

	<i>Troisième étape : influence des variations des taux d'intérêt réels sur la demande agrégée.....</i>	197
5.1.1.2	Le canal du coût du crédit.....	197
5.1.2	<b>Le canal des prix des actifs réels et financiers .....</b>	199
5.1.2.1	Le canal du taux de change .....	199
	<i>Première étape : l'influence de la politique monétaire sur le taux de change .....</i>	199
	<i>Deuxième étape : la transmission des variations du taux de change à l'inflation et à l'activité.....</i>	199
5.1.2.2	Le canal des autres prix d'actifs .....	200
5.1.3	<b>Le canal du crédit.....</b>	201
5.1.3.1	Facteurs affectant l'offre de crédit .....	201
	<i>Le canal du crédit bancaire ou canal étroit du crédit .....</i>	201
	<i>Canal standard du crédit bancaire sur données macroéconomiques .....</i>	202
	<i>Évaluation de l'incidence de l'hétérogénéité du système bancaire sur la distribution de crédit .....</i>	203
	<i>Le canal du capital bancaire .....</i>	204
5.1.3.2	Facteurs affectant la demande de crédit : le canal du bilan des entreprises et des ménages.....	205
	<i>Canal du bilan des entreprises.....</i>	205
	<i>Canal du bilan des ménages .....</i>	207
5.1.3.3	Modélisation de l'accélérateur financier .....	207
5.1.4	<b>Le mécanisme usuel de transmission en zone euro et aux États-Unis.....</b>	209
5.1.4.1	Analyse macroéconomique .....	209
5.1.4.2	Apport des données microéconomiques.....	210
5.2	<b>De nouveaux canaux de la politique monétaire ?.....</b>	210
5.2.1	<i>Transposition de l'accélérateur financier aux banques .....</i>	211
5.2.2	<i>Canal de la prise de risque.....</i>	213
5.3	<b>Le MTM s'est-il modifié avec la crise ? .....</b>	215
5.3.1	<i>Canal des taux d'intérêt .....</i>	215
5.3.2	<i>Canal du crédit bancaire .....</i>	216
5.4	<b>La prise en compte de l'incertitude dans la conduite de la politique monétaire .....</b>	219
5.4.1	<i>L'incertitude comme phénomène omniprésent.....</i>	220
5.4.2	<b>Les facteurs d'incertitude .....</b>	222
5.4.2.1	L'incertitude concernant l'état de l'économie.....	222
	<i>Informations imparfaites et erreurs de mesure .....</i>	222
	<i>Variables inobservables .....</i>	222
	<i>Identification des chocs.....</i>	223
5.4.2.2	L'incertitude relative à la structure de l'économie.....	223
	<i>Incertitude liée à la spécification du modèle .....</i>	223
	<i>Incertitude liée aux paramètres .....</i>	224
5.4.2.3	L'incertitude stratégique .....	225

5.4.3	<i>Illustration</i> .....	227
5.4.3.1	Incertitude sur les paramètres structurels .....	227
5.4.3.2	Effets d'une erreur de mesure .....	231
	Bibliographie du chapitre 5 .....	232

## CHAPITRE 6

	<b>Instruments usuels</b> .....	241
6.1	Liquidité bancaire, réserves obligatoires et facilités permanentes...	242
6.1.1	<i>Liquidité bancaire</i> .....	242
6.1.1.1	Réserves et liquidité bancaire .....	242
6.1.1.2	Demande et offre de réserves .....	243
6.1.1.3	Marché monétaire et marché interbancaire .....	246
6.1.2	<i>Réserves obligatoires</i> .....	248
6.1.2.1	Rôle .....	248
6.1.2.2	Modalités.....	249
6.1.2.3	Limites .....	250
6.1.3	<i>Facilités permanentes</i> .....	251
6.1.3.1	Facilité de prêt .....	251
6.1.3.2	Facilité de dépôt.....	251
6.2	Opérations d' <i>open market</i> et cadre opérationnel.....	252
6.2.1	<i>Opérations d'open market</i> .....	252
6.2.1.1	Principales procédures.....	252
6.2.1.2	Insertion dans le cadre opérationnel.....	255
	<i>Présence de deux facilités permanentes</i> .....	255
	<i>Présence d'une facilité permanente</i> .....	259
6.2.2	<i>Cadres opérationnels</i> .....	261
6.2.2.1	Caractéristiques du cadre opérationnel.....	261
6.2.2.2	Efficacité.....	264
6.2.2.3	Critères normatifs.....	265
	<i>Compatibilité avec les principes de marché</i> .....	265
	<i>Transparence</i> .....	265
	<i>Conformité à des règles</i> .....	266
6.3	Garanties et prêteur en dernier ressort.....	267
6.3.1	<i>Garanties</i> .....	267
6.3.1.1	Politiques de garanties.....	267
6.3.1.2	L'adaptation du dispositif de l'Eurosystème lors de la crise ..	268
	<i>Adaptation lors de la crise</i> .....	268
	<i>Discussions autour du dispositif</i> .....	269
6.3.2	<i>Prêteur en dernier ressort</i> .....	270
6.3.2.1	Efficacité.....	270
6.3.2.2	Interrogations .....	272
	<i>Conformité à la règle de Bagehot</i> .....	272
	<i>Limites</i> .....	274
	<i>Adaptation du cadre opérationnel</i> .....	275

6.4	Débats .....	277
6.4.1	<i>Des représentations contestables</i> .....	278
6.4.1.1	Différentes formes .....	278
	<i>Le modèle IS/LM</i> .....	278
	<i>Le multiplicateur monétaire</i> .....	279
6.4.1.2	Conséquences .....	280
	« <i>Choix de l'instrument</i> » .....	281
	<i>Rôle des différents instruments et gestion de la liquidité</i> <i>bancaire</i> .....	282
	<i>Prêteur en dernier ressort</i> .....	282
6.4.2	<i>Avenir</i> .....	283
6.4.2.1	Faut-il créer un marché intra-journalier des réserves ? .....	283
6.4.2.2	Quelle politique monétaire dans un monde sans monnaie ? ....	285
	Bibliographie du chapitre 6 .....	285

## CHAPITRE 7

	<b>Instruments non conventionnels</b> .....	293
7.1	Guidage des taux d'intérêt .....	294
7.1.1	<i>Objectifs et typologie</i> .....	294
7.1.2	<i>De la théorie du guidage des taux</i> .....	296
7.1.3	<i>... aux effets réels de sa mise en pratique</i> .....	299
	7.1.3.1 Des résultats empiriques contrastés .....	299
	7.1.3.2 Effets des annonces récentes de guidage des taux d'intérêt ....	300
7.1.4	<i>Une comparaison des modalités de guidage</i> .....	302
7.2	Achats massifs de titres .....	305
7.2.1	<i>Canaux de transmission</i> .....	305
	7.2.1.1 Vue d'ensemble .....	305
	7.2.1.2 Structure par termes des taux d'intérêt .....	308
	<i>Anticipations de taux ou effet de signal de politique</i> <i>monétaire</i> .....	309
	<i>Baisse des rendements des actifs</i> .....	310
7.2.2	<i>Achats massifs de titres et cours de change</i> .....	311
7.2.3	<i>Évaluations quantitatives</i> .....	311
7.3	Crise de la dette souveraine et réponses de la BCE .....	315
7.3.1	<i>Le programme pour les marchés de titres</i> .....	315
7.3.2	<i>Les opérations monétaires sur titres</i> .....	317
7.4	<i>Avenir</i> .....	319
7.4.1	<i>L'héritage</i> .....	319
	7.4.1.1 Préparation de la sortie des taux nuls .....	319
	7.4.1.2 Gestion d'un excédent structurel de liquidité .....	320
7.4.2	<i>Le régime permanent</i> .....	322

---

7.4.2.1 « Nouvelle normale » .....	322
<i>Maintien du guidage des taux d'intérêt</i> .....	322
<i>Maintien de la taille des bilans des banques centrales</i> .....	322
7.4.2.2 Sortie .....	323
Bibliographie du chapitre 7 .....	325
<b>Index des notions</b> .....	329

## OUVERTURES ◀▶ ÉCONOMIQUES

- ALLEGRET J.-P., LE MERRER P., *Économie de la mondialisation. Opportunités et fractures*
- AMELON J.-L., CARDEBAT J.-M., *Les nouveaux défis de l'internationalisation. Quel développement international pour les entreprises après la crise ?*
- ANDERSON R. D., SWEENEY J. D., WILLIAMS A. TH., CAMM J.D., COCHRAN J.J., *Statistiques pour l'économie et la gestion*. 5<sup>e</sup> édition. Traduction de la 7<sup>e</sup> édition américaine par Cl. Borsenberger
- BÉNASSY-QUÉRÉ A., CÉURÉ B., JACQUET P., PISANI-FERRY J., *Politique économique*. 3<sup>e</sup> édition
- BEREND IVAN T., *Histoire économique de l'Europe du XX<sup>e</sup> siècle*  
traduction de la 1<sup>re</sup> édition anglaise par Amandine Nguyen
- BERGSTROM T., VARIAN H., *Exercices de microéconomie - 1. Premier cycle. Notions fondamentales*. 3<sup>e</sup> édition  
traduction de la 5<sup>e</sup> édition américaine par A. Marciano
- BERGSTROM T., VARIAN H., *Exercices de microéconomie - 2. Premier cycle et spécialisation*. 2<sup>e</sup> édition française  
traduction de la 5<sup>e</sup> édition américaine par J.-M. Baland, S. Labenne et Ph. Van Kerm  
avec la collaboration scientifique d'A. Marciano.
- BESANKO, DRANOVE, SHANLEY, SCHAEFER, *Principes économiques de stratégie*
- BILEK A., HENRIOT A., *Analyse conjoncturelle pour l'entreprise. Observer, comprendre, prévoir*
- BISMANS F., *Mathématiques pour l'économie – Volume 1. Fonctions d'une variable réelle*
- BOUTHEVILLAIN C., DUFRÉNOT G., FROUTÉ PH., PAUL L., *Les politiques budgétaires dans la crise. Comprendre les enjeux actuels et les défis futurs*
- BOUTILLIER S., PEAUCELLE I., UZUNIDIS D., *L'économie russe depuis 1990*
- BURDA M., WYPLOSZ C., *Macroéconomie. À l'échelle européenne*. 6<sup>e</sup> édition  
traduction de la 6<sup>e</sup> édition anglaise par Stanislas Standaert
- BRIEC W., PEYPOCH N., *Microéconomie de la production. La mesure de l'efficacité et de la productivité*
- CADORET I., BENJAMIN C., MARTIN F., HERRARD N., TANGUY S., *Économétrie appliquée*. 2<sup>e</sup> édition  
*Méthodes, Applications, Corrigés*
- CAHUC P., ZYLBERBERG A., *Le marché du travail*
- CAHUC P., ZYLBERBERG A., *Économie du travail. La formation des salaires et les déterminants du chômage*
- CARLTON D. W., PERLOFF J. M., *Économie industrielle*, traduction de la 2<sup>e</sup> édition américaine par F. Mazerolle.  
2<sup>e</sup> édition
- CARTELIER J., *L'économie de Keynes*
- CAVES R.E., FRANKEL J. A., JONES R. W., *Commerce international et paiements*,  
traduction de la 9<sup>e</sup> édition américaine par M. Chiroleu-Assouline
- CAYATTE J.-L., *Introduction à l'économie de l'incertitude*
- COLLECTIF, *Économie sociale. Enjeux conceptuels, insertion par le travail et services de proximité*
- COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN, *L'intégration régionale. Une nouvelle voie pour l'organisation de l'économie mondiale ?*
- CORNET B. et TULKENS H. (Éds), *Modélisation et décisions économiques*
- CORNUEL D., *Économie immobilière et des politiques du logement*
- CÔTÉ D., *Les holdings coopératifs. Évolution ou transformation définitive ?*
- CRÉPON B., JACQUEMET N., *Économétrie : méthode et applications*
- CUTHBERTSON K., *Économie financière quantitative. Actions, obligations et taux de change*,  
traduction de la 1<sup>re</sup> édition anglaise par C. Puibasset
- DARREAU Ph., *Croissance et politique économique*
- DE CROMBRUGGHE A., *Choix et décisions économiques. Introduction aux principes de l'économie*
- DE BANDT O., DRUMETZ FR., PFISTER CHR., *Stabilité financière*
- DEFFAINS B., LANGLAIS É., *Analyse économique du droit. Principes, méthodes, résultats*
- DEFOURNY J., *Démocratie coopérative et efficacité économique. La performance comparée des SCOP françaises*

- DEFOURNY J., DEVELTERE P., FONTENEAU B. (Éds), *L'économie sociale au Nord et au Sud*
- DEFOURNY J., MONZON CAMPOS J.L. (Éds), *Économie sociale/The Third Sector. Entre économie capitaliste et économie publique/Cooperative Mutual and Non-profit Organizations*
- DEFRAIGNE J.-CHR., *Introduction à l'économie européenne*
- DE GRAUWE P., *Économie de l'intégration monétaire*, traduction de la 3<sup>e</sup> édition anglaise par M. Donnay
- DE GRAUWE P., *La monnaie internationale. Théories et perspectives*, traduction de la 2<sup>e</sup> édition anglaise par M.-A. Sénégal
- DEISS J., GUGLER PH., *Politique économique et sociale*
- DEFRAIGNE J. CHR., *Introduction à l'économie européenne*
- DE KERCHOVE A.-M., GEELS TH., VAN STEENBERGHE V., *Questions à choix multiple d'économie politique*. 3<sup>e</sup> édition
- DE MELO J., GREYER J.-M., *Commerce international. Théories et applications*
- DEVELTERE P., *Économie sociale et développement. Les coopératives, mutuelles et associations dans les pays en voie de développement*
- DRÈZE J., *Pour l'emploi, la croissance et l'Europe*
- DRUMETZ F., PFISTER C., SAHUC J.-G., *Politique monétaire*. 2<sup>e</sup> édition
- DUPRIEZ P., OST C., HAMAIDE C., VAN DROOGENBROECK N., *L'économie en mouvement. Outils d'analyse de la conjoncture*. 2<sup>e</sup> édition
- ESCH L., *Mathématique pour économistes et gestionnaires*. 4<sup>e</sup> édition
- ESSAMA-NSSAH B., *Inégalité, pauvreté et bien-être social. Fondements analytiques et normatifs*
- GAZON J., *Politique industrielle et industrie*  
*Volume 1. Controverses théoriques. Aspects légaux et méthodologie*
- GILLIS M. et al., *Économie du développement*, traduction de la 4<sup>e</sup> édition américaine par B. Baron-Renault
- GODARD O. *Environnement et développement durable. Une approche méta-économique*
- GOMEZ P.-Y., KORINE HARRY, *L'entreprise dans la démocratie, Une théorie politique du gouvernement des entreprises*
- GUJARATI D. N., *Économétrie*, traduction de la 4<sup>e</sup> édition américaine par B. Bernier
- HANSEN J.-P. – PERCEBOIS J., *Énergie. Économie et politiques*. 2<sup>e</sup> édition
- HARRISON A., DALKIRAN E., ELSEY E., *Business international et mondialisation. Vers une nouvelle Europe*
- HEERTJE A., PIERETTI P., BARTHÉLEMY PH., *Principes Analyse conjoncturelle pour l'entreprise. Observer, comprendre, prévoir d'économie politique*. 4<sup>e</sup> édition
- HINDRIKS J., *Gestion publique. Théorie et pratique*
- HIRSHLEIFER J., GLAZER A., HIRSHLEIFER D., *Microéconomie : théories et applications. Décision, marché, formation des prix et répartition des revenus*
- JACQUEMIN A., TULKENS H., MERCIER P., *Fondements d'économie politique*. 3<sup>e</sup> édition
- JACQUEMIN A., PENCH L. R. (Éds), *Pour une compétitivité européenne. Rapports du Groupe Consultatif sur la Compétitivité*
- JALLADEAU J., *Introduction à la macroéconomie. Modélisations de base et redéploiements théoriques contemporains*. 2<sup>e</sup> édition
- JALLADEAU J., DORBAIRE P., *Initiation pratique à la macroéconomie. Études de cas, exercices et QCM*. 2<sup>e</sup> édition
- JASKOLD GABSZEWICZ J., *Théorie microéconomique*. 2<sup>e</sup> édition
- JAUMOTTE Ch., *Les mécanismes de l'économie*
- JONES Ch. I., *Théorie de la croissance endogène*, traduction de la 1<sup>re</sup> édition américaine par F. Mazerolle
- JURION B., *Économie politique*. 4<sup>e</sup> édition
- JURION B., LECLERCQ A., *Exercices d'économie politique*
- KOHLI U., *Analyse macroéconomique*
- KRUGMAN P. R. et OBSTFELD M., *Économie internationale*. 4<sup>e</sup> édition  
traduction de la 6<sup>e</sup> édition américaine par A. Hannequart et F. Leloup

KRUGMAN P., *L'économie auto-organisatrice*, traduction de la 1<sup>re</sup> édition américaine par F. Leloup. 2<sup>e</sup> édition

KRUGMAN P., WELLS R., *Macroéconomie*, traduction de la 2<sup>e</sup> édition américaine par L. Baechler

KRUGMAN P., WELLS R., *Microéconomie*, traduction de la 2<sup>e</sup> édition américaine par L. Baechler

LANDAIS B., *Leçons de politique budgétaire*

LANDAIS B., *Leçons de politique monétaire*

LECAILLON J.-D., LE PAGE J.-M., *Économie contemporaine. Analyses et diagnostics*. 4<sup>e</sup> édition

LEHMANN P.-J., *Économie des marchés financiers*. 2<sup>e</sup> édition

LEMOINE M., MADIÈS P., MADIÈS T., *Les grandes questions d'économie et finance internationales. Décoder l'actualité*. 2<sup>e</sup> édition

LEROUX A., MARCIANO A., *Traité de philosophie économique*

LESUEUR J.-Y., SABATIER M., *Microéconomie de l'emploi. Théories et applications*

LÖWENTHAL P., *Une économie politique*

MANKIW G. N., *Macroéconomie*, traduction de la 8<sup>e</sup> édition américaine par Jihad C. El Naboulsi. 6<sup>e</sup> édition

MANKIW G. N., TAYLOR M. P., *Principes de l'économie*, traduction d'Élise Tosi. 4<sup>e</sup> édition

MANSFIELD E., *Économie managériale. Théorie et applications*, traduction et adaptation de la 4<sup>e</sup> édition américaine par B. Jérôme

MASSÉ G., THIBAUT FR., *Intelligence économique. Un guide pour une économie de l'intelligence*

MARCIANO A., *Éthiques de l'économie. Introduction à l'étude des idées économiques*

MILGROM P., ROBERTS J., *Économie, organisation et management*

MONNIER L., THIRY B. (Éds), *Mutations structurelles et intérêt général. Vers quels nouveaux paradigmes pour l'économie publique, sociale et coopérative ?*

MUELLER C. D., FACCHINI F., FOUCAULT M., FRANÇOIS A., MAGNI-BERTON R., MELKI M., *Choix publics. Analyse économique des décisions publiques*

NORRO M., *Économies africaines. Analyse économique de l'Afrique subsaharienne*. 2<sup>e</sup> édition

PERKINS D. H., RADELET S., LINDAUER D. L., *Économie du développement*. 3<sup>e</sup> édition

PROMEURO, *L'Euro pour l'Europe. Des monnaies nationales à la monnaie européenne*. 2<sup>e</sup> édition

RASMUSEN E., *Jeux et information. Introduction à la théorie des jeux*, traduction de la 3<sup>e</sup> édition anglaise par F. Bismans

SALVATORE D. C., *Économie internationale*, traduction de la de la 9<sup>e</sup> édition américaine par Fabienne Leloup et Achille Hannequart

SHAPIRO C., VARIAN H. R., *Économie de l'information. Guide stratégique de l'économie des réseaux*, traduction de la 1<sup>re</sup> édition américaine par F. Mazerolle

SHILLER J. R., *Le nouvel ordre financier. La finance moderne au service des nouveaux risques économiques*, traduction de la 1<sup>re</sup> édition américaine par Paul-Jacques Lehmann

SIMON C. P., BLUME L., *Mathématiques pour économistes*, traduction de la 1<sup>re</sup> édition américaine par G. Dufrenot, O. Ferrier, M. Paul, A. Pirotte, B. Planes et M. Seris

SINN G., SINN H. W., *Démarrage à froid. Une analyse des aspects économiques de l'unification allemande*, traduction de la 3<sup>e</sup> édition allemande par C. Laurent

STIGLITZ J. E., WALSH C. E., LAFAY J.-D., *Principes d'économie moderne*. 3<sup>e</sup> édition, traduction de la 3<sup>e</sup> édition américaine par F. Mayer

SZPIRO D., *Économie monétaire et financière*.

VARIAN H., *Introduction à la microéconomie*. 8<sup>e</sup> édition, traduction de la 9<sup>e</sup> édition américaine par B. Thiry

VARIAN H., *Analyse microéconomique*, traduction de la 3<sup>e</sup> édition américaine par J.-M. Hommet. 2<sup>e</sup> édition

VAN DER LINDEN B. (Éd.), *Chômage. Réduire la fracture*

WICKENS M., *Analyse macroéconomique approfondie. Une approche par l'équilibre général dynamique*

WOOLDRIDGE J., *Introduction à l'économétrie. Une approche moderne*

ZÉVI A., MONZÓN CAMPOS J.-L., *Coopératives, marchés, principes coopératifs*



## Politique monétaire

Cet ouvrage met en évidence les liens étroits que la recherche « à la frontière » entretient avec **la pratique des banques centrales des économies les plus développées**. Ce rapprochement systématique permet d'évaluer les **théories** en les confrontant aux **faits**, en s'appuyant particulièrement sur la **modélisation macroéconomique la plus récente**.

Il explique **l'action** des principales banques centrales, en premier lieu la BCE et la Fed, et analyse notamment leurs **choix et décisions** face aux défis représentés par la dernière crise financière.

Il s'adresse d'abord aux étudiants en **Master 1 et 2 d'économie** et à leurs enseignants ainsi qu'aux **économistes et chercheurs de banque centrale**. Il vise aussi un **public plus large**, notamment les journalistes, économistes de marché et gestionnaires de portefeuille qui sont conduits, dans l'exercice de leur profession, à étudier le comportement des banques centrales.

Françoise Drumetz

*enseigne à l'École Nationale de la Statistique et de l'Administration Économique (ENSAE) le cours « Institutions et politique monétaire » et à Sciences Po le cours « Stabilité financière ». Elle a publié sur l'intégration économique et monétaire, la délocalisation, la qualité des statistiques, la politique monétaire et la stabilité financière.*

Christian Pfister

*enseigne à l'École Nationale de la Statistique et de l'Administration Économique (ENSAE) le cours « Institutions et politique monétaire » et à Sciences Po le cours « Stabilité financière ». Il a publié sur la politique monétaire, l'unification monétaire, la stabilité financière, l'économie monétaire internationale, le marché du travail, les réformes structurelles et les statistiques.*

Jean-Guillaume Sahuc

*est un macroéconomiste qui combine des expériences diversifiées dans des organisations nationales et internationales, ainsi que dans le milieu académique. Auteur de nombreux articles dans des revues scientifiques, ses recherches portent plus particulièrement sur la politique monétaire et l'économie quantitative.*



<http://noto.superieurdeboeck.com> : la version numérique de votre ouvrage

- 24h/24, 7 jours/7
- Offline ou online, enregistrement synchronisé
- Sur PC et tablette
- Personnalisation et partage

POLMON  
ISBN 978-2-8041-9023-1  
ISSN 2030-501X

[www.deboecksuperieur.com](http://www.deboecksuperieur.com)



9 782804 190231