

PREPA Option ESH

ESH

FLORIAN

Note de délibération : 17.25 / 20

Sujet 1 : Dans une large perspective historique, vous vous interrogerez sur le rôle des banques centrales dans les économies développées.

En mars 2023, un article du journal espagnol El País annonçait un nouveau relèvement des taux directeurs (taux refi, taux de facilité de prêt et taux de facilité de dépôt) de la Banque Centrale Européenne (BCE) de 0,5 point. C'est le cinquième relèvement des taux directeurs de la BCE depuis l'été 2022, moment où la BCE, sous la direction de Christine Lagarde, a décidé d'initier la remontée de ses taux directeurs dans l'optique de lutter contre l'inflation assez élevée dans un contexte de reprise économique post pandémie du Covid-19 et de tensions géopolitiques avec la guerre en Ukraine. En effet, ce contexte compliqué a suscité une flambée des prix, de l'énergie et de certaines denrées alimentaires en particulier s'étant répercuté sur toute l'économie mondiale étant donné la globalisation économique dans laquelle nous vivons aujourd'hui. Car jusque-là, les taux directeurs de la BCE étaient assez faibles, voire quasi nuls, depuis la crise des Subprimes de 2008 qui avait demandé une politique monétaire de choc pour relancer l'économie. Les taux directeurs de la BCE sont ainsi repassés entre l'été 2022 à aujourd'hui de environ 0% à environ 3%. Mais cette hausse, qui peut également susciter des craintes, en constituant pour certains une possible entrave à la reprise économique post Covid-19, est à relativiser. La FED a elle par exemple remonté ses taux directeurs à environ 5%. Ainsi nous pouvons voir que le rôle des banques centrales dans les économies développées est particulièrement important.

Une banque centrale peut se définir comme une entité juridique ayant pour fonction de jouer le rôle d'autorité monétaire chargée de la conduite de la politique monétaire au sein d'une zone géographique donnée. Une banque centrale peut avoir différents objectifs. Nous pouvons aussi préciser que le rôle des banques centrales a été amené à évoluer au cours du temps. En effet, à leur origine, le rôle des banques centrales a été notamment de permettre l'essor, la diffusion de la monnaie afin de faciliter les transactions économiques. Mais le rôle des banques centrales dans les économies développées s'est ensuite diversifié. De plus le rôle d'une banque centrale peut varier d'une banque centrale à l'autre. Ainsi la FED a pour objectif le contrôle de l'inflation et la régulation de l'activité économique, avec notamment la croissance économique et l'emploi, tandis que la BCE n'a comme objectif uniquement le contrôle de l'inflation comme cela est indiqué dans le Traité de Maastricht de 1992. Et plus largement, en ce qui concerne de possibles objectifs pour une banque centrale, nous pouvons reprendre les 4 points du « carré magique » de KALDOR : taux d'inflation mesuré, taux de croissance économique fort, taux de chômage faible, et équilibre du commerce extérieur. Car en effet, la banque centrale est chargée de mener la politique de change, ce qui détermine la valeur de la monnaie et donc influence le commerce extérieur. Pour remplir les différents objectifs susceptibles de constituer le rôle des banques centrales dans les économies développées, ces dernières disposent en effet de différents outils à leur disposition. Il y a notamment la politique des taux d'intérêts, les politiques d'open market, le taux de réserve obligatoire, la « forward guidance », la politique de change, et il y a aussi les politiques monétaires non conventionnelles comme le « quantitative easing » (ou « assouplissement qualitatif ») et le « qualitative easing » (ou « assouplissement qualitatif ») qui sont en fait un élargissement des politiques d'open market.

Nous allons donc tenter de répondre à la problématique suivante : dans une large perspective historique, quel est le rôle des banques centrales dans les économies développées ? Pour

tenter de répondre à cela, nous nous intéresserons tout d'abord au fait qu'à leur origine, le rôle des banques centrales a été notamment de permettre l'essor, la diffusion de la monnaie afin de faciliter les transactions économiques, puis nous analyserons le rôle des banques centrales, dans les économies développées, de contrôle de l'inflation et pour certaines comme la FED, de régulation de la conjoncture économique, en ayant comme objectif la croissance économique et l'emploi, avant de voir que les banques centrales, dans les économies développées peuvent, au travers de la politique de change, agir sur le solde extérieur.

*

*

*

Tout d'abord, nous allons nous intéresser au fait qu'à leur origine, le rôle des banques centrales a été notamment d'assurer la confiance des agents économiques, notamment en la monnaie fiduciaire afin de permettre son essor et sa diffusion afin de faciliter les transactions économiques (A), et d'assurer la confiance des agents économiques en le système bancaire au travers de son rôle de prêteur en dernier ressort (B).

En effet, au cours du XIXe siècle, on assiste à la disparition progressive des monnaies métalliques reposant sur des métaux précieux tels que l'or ou l'argent. Ces monnaies bénéficiaient d'une confiance importante chez les agents économiques en raison de la valeur des métaux précieux en lesquels ces monnaies étaient faites. Mais les monnaies qui vont les remplacer ne vont pas bénéficier de cette même confiance due aux métaux précieux car elles ne seront faites que de papier. C'est ce qu'on appelle la « monnaie fiduciaire », du latin « fides » qui signifie la « confiance ». En effet la seule valeur de ces monnaies papiers repose sur la confiance que les agents économiques ont en elles car elles n'ont pas de valeur intrinsèque. Mais si cette confiance ne peut reposer sur un métal précieux qui les constitue, sur quoi peut bien reposer cette confiance ? C'est tout le rôle des banques centrales que d'assurer cette confiance. Ainsi grâce aux banques centrales qui garantissent la valeur de la monnaie fiduciaire, cette dernière devient un moyen de paiement sûr et plus largement la monnaie fiduciaire est ainsi à même de remplir pleinement les 3 fonctions traditionnelles de la monnaie : intermédiaire des échanges, étalon de valeur et réserve de valeur.

Les banques centrales vont aussi remplir le rôle de prêteur en dernier ressort. Cela signifie que si une banque commerciale est en difficulté, la banque centrale va venir lui prêter main forte en lui prêtant les fonds nécessaires pour qu'elle ne fasse pas faillite. Cela permet d'éviter les « bank runs », c'est-à-dire les phénomènes de retraits massifs simultanés des épargnants de leurs fonds déposés à la banque, qui sont générateurs d'instabilité économique et peuvent conduire à un phénomène de « prophétie autoréalisatrice ». Cette notion de « prophétie autoréalisatrice » a été théorisée en économie notamment par l'économiste néoclassique Stanley JEVONS dans *The Coal Question*, ouvrage où il illustre ce phénomène avec l'exemple célèbre des « tâches solaires ». En effet, si une banque connaît certaines difficultés d'illiquidité passagères sans pour autant être en situation d'insolvabilité et de faillite, et si les agents économiques perdent confiance en la banque en question en croyant justement qu'elle fasse faillite et qu'ils perdent ainsi tous leurs dépôts si ceux-ci ne sont pas assurés, alors tous les épargnants vont se ruer au guichet de la banque pour récupérer leurs fonds et cela va aggraver fortement les difficultés de la banque qui à l'origine n'étaient que légères et risquent de la conduire ainsi effectivement à une situation d'insolvabilité totale et à la faillite. On retrouve ainsi dans le phénomène de « bank runs » l'idée de J.M. KEYNES exposée dans la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (1936) des « comportements mimétiques/moutonniers » et d'« esprits animaux », ce que KEYNES a illustré à travers la métaphore célèbre du

« concours de beauté ». On voit donc toute l'utilité du rôle des banques centrales dans les économies développées en assurant les dépôts des épargnants des banques commerciales au travers notamment du rôle de prêteur en dernier ressort.

*
*
*

Nous allons maintenant analyser le rôle des banques centrales, dans les économies développées, de contrôle de l'inflation (A) et pour certaines comme la FED, de régulation de la conjoncture économique, en ayant comme objectif la croissance économique et l'emploi (B).

En effet, les banques centrales dans les économies développées ont notamment pour rôle le contrôle de l'inflation. Rappelons l'équation de FISHER (1933) $MV=PT$ avec « M » qui correspond à la masse monétaire en circulation dans l'économie, « V » à la vitesse de circulation de la monnaie, « P » au niveau général des prix et « T » au volume des transactions. FISHER considère que V et T sont des constantes. On a donc le fait que toute modification de « M » entraîne une modification égale de « P ». Ainsi il est très important que les banques centrales dans les économies contrôlent la masse monétaire en circulation, notamment au moyen des agrégats monétaires « M1 », « M2 » et « M3 » (« M4 » et « M5 » n'étant plus trop utilisés), afin d'éviter un dérapage inflationniste qui serait néfaste pour l'économie.

Mais le rôle des banques centrales, dans les économies développées, pour certaines comme la FED, peut aussi consister en la régulation de la conjoncture économique, en ayant comme objectif l'emploi et la croissance économique. En effet, l'inflation n'est pas toujours néfaste, à condition qu'elle reste mesurée. Et puis plus que cela, l'inflation est même indispensable dans une certaine mesure pour éviter de tomber dans la déflation qui est un mal économique bien pire que l'inflation, surtout étant donné que la déflation a tendance à s'autoentretenir dans une logique de cercle vicieux. De plus l'inflation peut être vu comme un moindre mal par rapport au chômage comme le laissait entendre Georges POMPIDOU lorsqu'il était ministre de l'économie : « entre ces deux maux que sont l'inflation et le chômage, je choisis l'inflation ». Il y a ainsi l'idée que les banques centrales pourraient réaliser un arbitrage entre inflation et chômage. L'économiste néozélandais Alban William PHILLIPS a réalisé une courbe dite « courbe de PHILLIPS » (graphique 1) qui présente une relation inverse entre le taux de salaire (w) et le taux de chômage (c). Ainsi, une hausse de l'inflation permettrait de réduire le taux de chômage. SAMUELSON a poursuivi les travaux de PHILLIPS en établissant la « relation de PHILLIPS – SAMUELSON » (graphique 2) qui est en fait une généralisation de la courbe de PHILLIPS. Car en effet, SAMUELSON pointe le fait que le niveau des salaires est une composante majeure du niveau général des prix (p). Ainsi il établit une relation inverse entre le niveau général des prix (p) et le taux de chômage (c).

Mais cet arbitrage entre inflation et chômage que pourraient effectuer les banques centrales dans les économies développées a fait l'objet de remises en question. Milton FRIEDMAN dans *Inflation et système monétaire* (1956) expose une « courbe de PHILLIPS augmentée des anticipations adaptatives » (graphique 3). Selon cette courbe, une hausse de l'inflation permet de faire baisser les salaires réels (w/p), donc il est moins coûteux pour les entreprises d'embaucher et elles vont donc embaucher davantage. Le niveau de chômage passe donc de c^* à c_1 et le niveau général des prix de p_1 à p_2 . Mais à un moment donné les travailleurs vont se rendre compte qu'ils ont été floués, en

proies à une « illusion monétaire », car leur niveau de salaire réel a diminué en raison de la hausse du niveau général des prix et ils demandent donc une hausse de leur salaire nominal pour compenser la hausse du niveau général des prix. Donc le salaire réel augmente et revient à son niveau initial et donc les entreprises peuvent moins embaucher et doivent licencier en raison de la hausse du coût du travail. Donc le niveau de chômage revient à son niveau initial c^* , mais le niveau général des prix reste à son niveau p_2 . Et une nouvelle baisse du taux de chômage ne pourra se faire qu'à condition d'une nouvelle accélération de l'inflation, et encore cette baisse du taux de chômage ne sera que provisoire. Et l'effet d'une hausse de l'inflation sur la réduction du chômage est de plus en plus faible car on ne peut pas flouer indéfiniment les travailleurs. C'est ce qu'on appelle les anticipations adaptatives. La NEC avec notamment MUTH et LUCAS (1969) ont radicalisé cette critique en présentant une relation de PHILLIPS revue avec la notion d'« anticipations rationnelles » : (graphique 4). Toute hausse du niveau général des prix ne permet aucunement de faire baisser le taux de chômage à long terme comme à court terme.

Mais dans un article intitulé « Near rational price setting and the long run PHILLIPS curve » (1964) KALDOR et MUTH présentent une relation de PHILLIPS revue par la Nouvelle Synthèse Néoclassique (NSN) et montrent qu'en fait la politique monétaire est capable de relancer l'activité économique par une baisse du chômage et qu'un arbitrage entre inflation et chômage est possible avec un taux d'inflation compris entre 3 et 5%. Un tel taux d'inflation permettrait en effet de réactiver l'économie par une baisse du chômage comme le montre le graphique 5 où la courbe fait une sorte de crochet vers la gauche.

Le risque des politiques monétaires discrétionnaires est qu'elles peuvent conduire à des dérives inflationnistes. Les dirigeants politiques n'agissent pas toujours en fonction de l'intérêt collectif et dans une optique de long terme. En effet, les dirigeants politiques sont élus pour des périodes assez courtes à l'échelle économique, et donc ont une vision court-termiste, agissant de manière à surtout assurer leur réélection. C'est la raison pour laquelle les périodes précédant une élection sont en général des périodes de politiques économiques, et en particulier monétaires, expansives. Et cela peut être générateur d'inflation. C'est ce que montre l'École du Public Choice et notamment KYDLAND et PRESCOTT dans « Rules rather than discretion : the inconsistency of optimal plans » (1977). Il expose l'exemple du preneur d'otage : on fixe des règles de conduite, mais en cas de problème ces règles peuvent être discutées. Selon eux il faut une indépendance des banques centrales vis-à-vis du pouvoir politique. Selon eux il est important de se « lier les mains » pour éviter les dérapages inflationnistes. C'est notamment pour cette raison que la BCE a été créée. Les États de la zone euro comme la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, la République d'Irlande... ont choisi de déléguer le pouvoir de mener la politique monétaire à la BCE. La BCE est totalement indépendante juridiquement du pouvoir politique de ces pays. D'ailleurs il est bien inscrit dans les statuts de la BCE que cette dernière a interdiction de monétiser les dettes souveraines, c'est-à-dire l'interdiction d'acheter des titres de dette publique pour financer la dette publique des États (même si cela a pu être remis en question dans le cadre des politiques monétaires non conventionnelles menées par la BCE à la suite de la crise de 2008). Il faut mener une politique de règle en se fondant sur des outils comme la règle de Taylor pour mener la politique monétaire. Selon cette règle, le niveau des taux d'intérêt fixé par les banques centrales doit dépendre uniquement des « écarts de production (différence entre le taux de croissance potentielle et le taux de croissance effectif) » et des anticipations des agents économiques. Si le taux de taux de croissance potentielle est supérieur au taux de croissance effectif et que les anticipations des agents économiques sont pessimistes, il faut relancer l'activité en baissant les taux, et si le taux de taux de croissance potentielle est inférieur au taux de croissance effectif et que les anticipations des agents économiques sont optimistes, il faut baisser les taux afin d'éviter le risque de surchauffe.

Par ailleurs, les banques centrales dans les économies développées disposent, pour agir sur la conjoncture économique, de différents outils à la disposition des banques centrales dans les économies développées pour parvenir à assurer leur rôle notamment de contrôle de la conjoncture économique quand cela fait partie de leurs prérogatives comme c'est le cas pour la FED. Il y a notamment la politique des taux d'intérêts, les politiques d'open market, le taux de réserve obligatoire, la « forward guidance », la politique de change, et il y a aussi les politiques monétaires non conventionnelles comme le « quantitative easing » (ou « assouplissement qualitatif ») et le « qualitative easing » (ou « assouplissement qualitatif ») qui sont en fait un élargissement des politiques d'open market.

En situation de libre circulation des capitaux et de changes fixes, la politique monétaire est inefficace, car la politique monétaire est cantonné à la défense de la parité (graphique 6). C'est ce que montre le triangle d'incompatibilité de MUNDELL. Mais en situation de libre circulation des capitaux et de changes flexibles, la politique monétaire est pleinement efficace (graphique 7). Il y a toutefois des limites au pouvoir de l'action de la politique monétaire comme le montre le cas de la trappe à liquidité (graphique 8). La politique monétaire peut également servir de politique d'accompagnement de la politique budgétaire des Etats dans le cadre d'un policy-mix (graphique 9).

* *
*

Les banques centrales, dans les économies développées peuvent, au travers de la politique de change, agir sur le solde extérieur.

C'est ce que montre la courbe en J de MARSCHAL (graphique 10)

Condition de MARSCHAL-LERNER-ROBINSON (ou théorème des élasticités critiques)

$$|\text{élasticité des exportations}| + |\text{élasticité des importations}| > 1$$

Si la condition de MARSCHAL-LERNER-ROBINSON n'est pas remplie et que donc l'effet quantité ne l'emporte jamais sur l'effet prix, alors il y a un risque de tomber dans un cercle vicieux de la dévaluation (graphique 11) : suite à une dévaluation, le solde commercial se dégrade en raison du renchérissement des importations générant de l'inflation importée et comme l'effet quantité ne l'emporte pas sur l'effet prix, on essaye de gagner encore davantage en compétitivité-prix en dévaluant à nouveau la monnaie nationale, mais encore une fois l'effet quantité ne parvient pas à l'emporter sur l'effet prix, donc on dévalue une nouvelle fois et ainsi de suite...

Manipulation de la monnaie pour favoriser son commerce extérieur et donc son activité économique

Exemple de la Chine notamment dans les années 2000

Risque de guerre des monnaies dévastatrice pour l'économie mondiale

*

*

*

Pour conclure, nous pouvons dire que, dans une large perspective historique, le rôle des banques centrales dans les économies développées est protéiforme et ce d'autant plus que le rôle des banques centrales dans les économies développées a été amené à évoluer au cours du temps. En effet, nous avons pu voir qu'à leur origine, le rôle des banques centrales a été notamment de permettre l'essor, la diffusion de la monnaie afin de faciliter les transactions économiques par la confiance en la monnaie fiduciaire qu'elle ont permis. Puis nous avons vu que le rôle des banques centrales dans les économies développées a ensuite évolué vers le contrôle de l'inflation et la régulation de la conjoncture économique, en agissant sur la croissance économique et l'emploi, avant de voir que les banques centrales, dans les économies développées peuvent, au travers de la politique de change, agir sur le solde extérieur. Le rôle des banques centrales dans les économies développées est donc particulièrement important. Surtout que les banques centrales dans les économies développées pourraient bien être amené à jouer un rôle important encore une fois dans un avenir proche avec le risque de nouvelle crise financière de grande ampleur qui plane sur les économies développées à peine sortis de la crise du Covid-19, avec la faillite récente de la Silicon Valley Bank (SVB). Cette dernière était pourtant réputé il y a encore quelques mois comme l'une des banques américaines les plus sûres qui soient selon le magazine Forbes. Mais la remontée des taux d'intérêt directeurs de la FED a mené à la dévalorisation d'un grand nombre de titres possédés par la SVB et qui l'a mis dans une situation particulièrement compliquée qu'elle a dut déclarer. Cela a entraîné la pire chose dans le milieu de la finance, la panique due à un défaut de confiance, ce qui a provoqué des bank runs l'obligeant alors à déclarer en situation d'illiquidité et même d'insolvabilité, et faisait courir le risque de contagion à d'autres banques, notamment en Europe avec le Crédit Suisse, comme ce qui s'est passé en 2008. Même si le risque de contagion a pu être contenu par une intervention rapide des autorités financières internationales, d'autres banques et de l'État américain avec une intervention publique de Joe Biden qui a assuré que toutes les pertes potentielles des clients de la SVB seraient assurées par le gouvernement américain, qui sait à quels nouveaux défis seront confrontés demain les banques centrales dans les économies développées ?

Prénom (s)

FLORIAN, LOUIS, ANDRÉ

17.25 / 20

Écriticome

Épreuve :

E.S.H.M.C.

Sujet



1

ou



2

(Veuillez cocher le N° de sujet choisi)

Les feuilles dont l'entête d'identification n'est pas entièrement renseigné ne seront pas prises en compte pour la correction.

Feuille

01

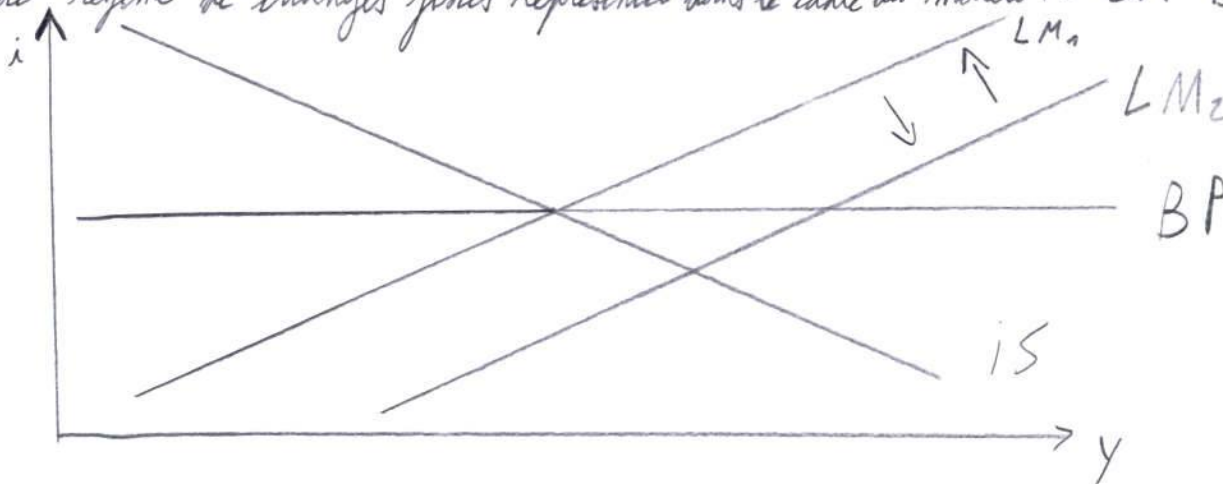
/ 02

Numéro de table

2

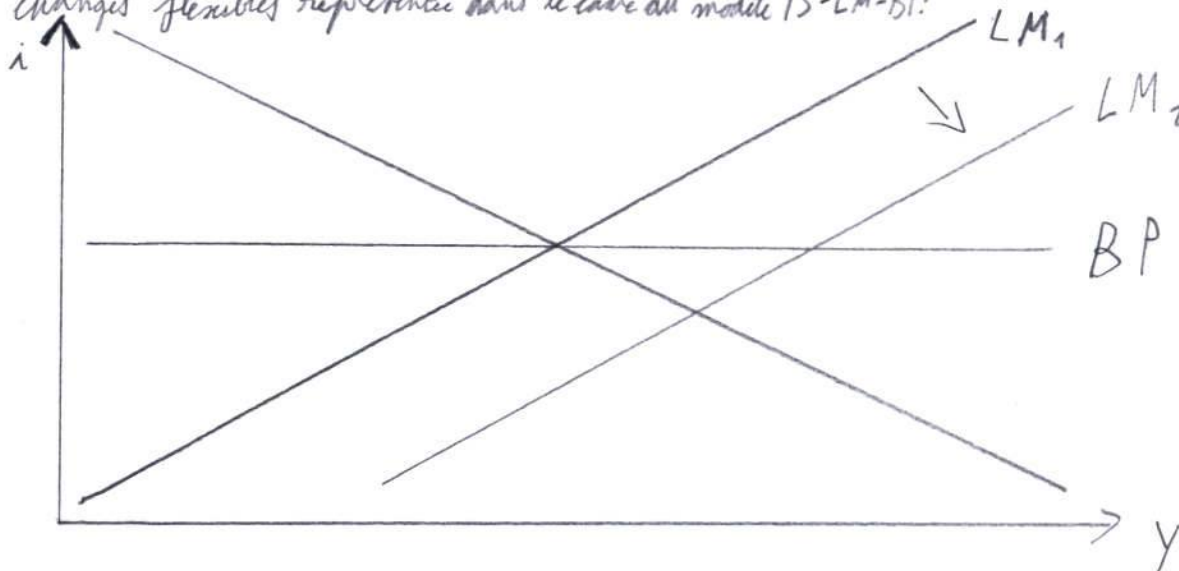
ANNEXE : graphique 6 :

inefficacité de la politique monétaire en situation de libre circulation des capitaux et de régime de changes fixes représentée dans le cadre du modèle IS-LM-BP :



graphique 7 :

efficacité de la politique monétaire en situation de libre circulation des capitaux et de régime de changes flexibles représentée dans le cadre du modèle IS-LM-BP :

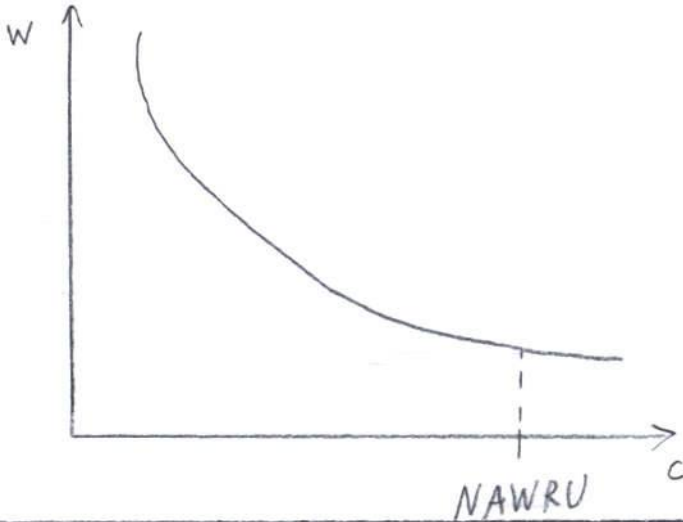


NE RIEN ÉCRIRE

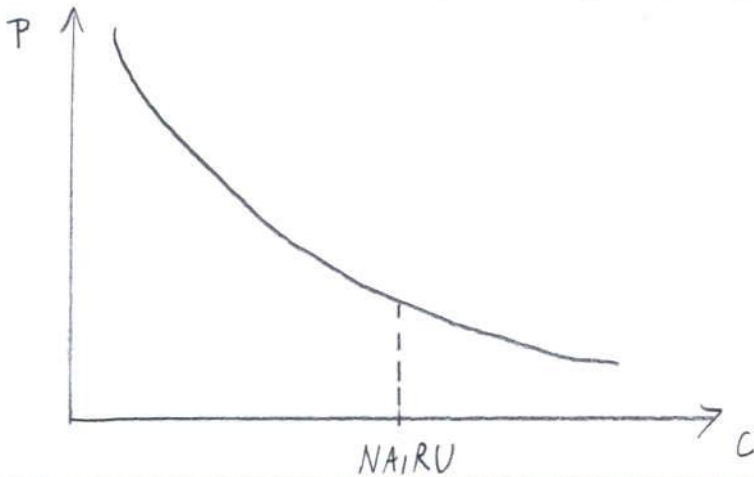
DANS CE CADRE

17.25 / 20

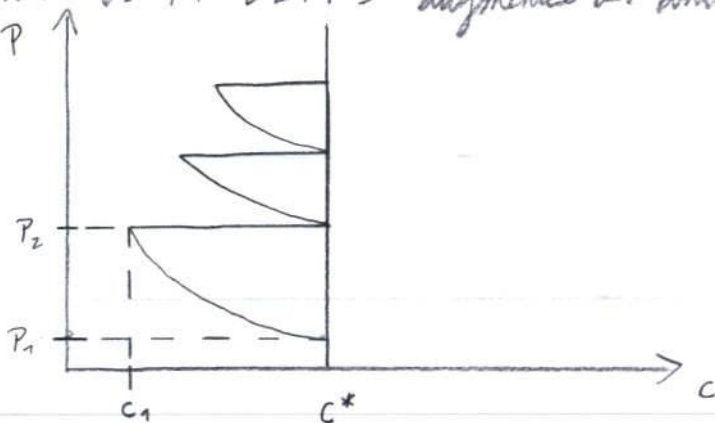
graphique 1: courbe de PHILLIPS:



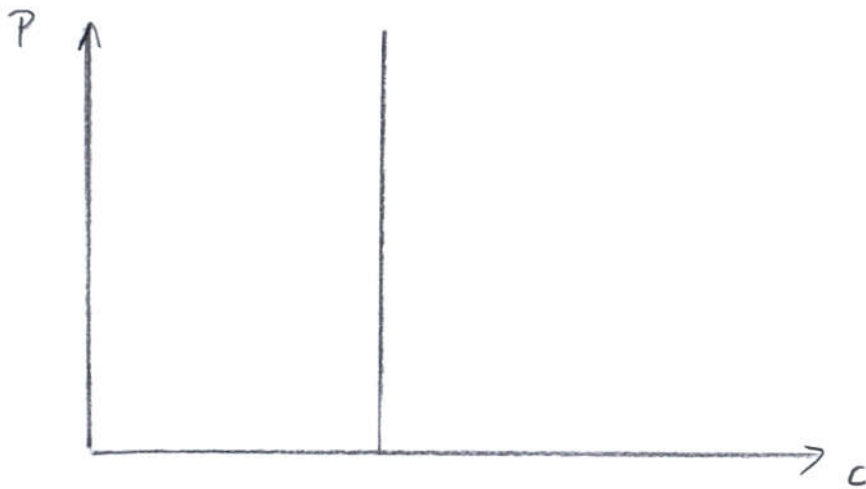
graphique 2 :
relation de PHILLIPS - SAMUELSON :



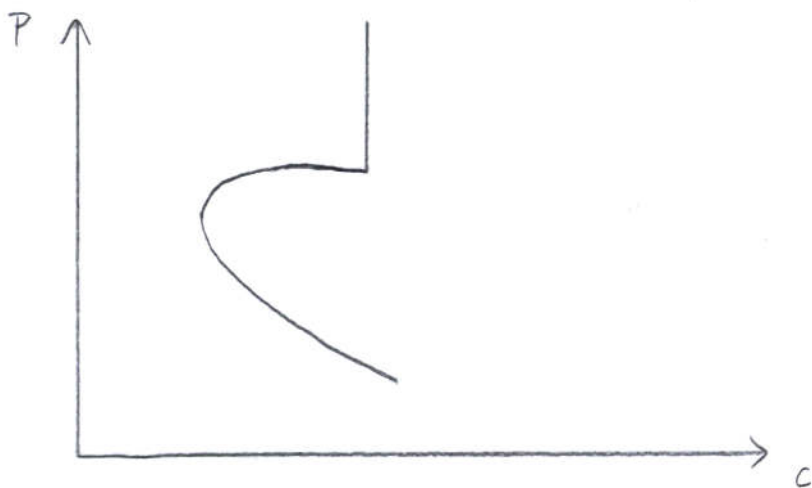
courbe de PHILLIPS augmentée des anticipations adaptatives (FRIEDMAN):
(graphique 3)



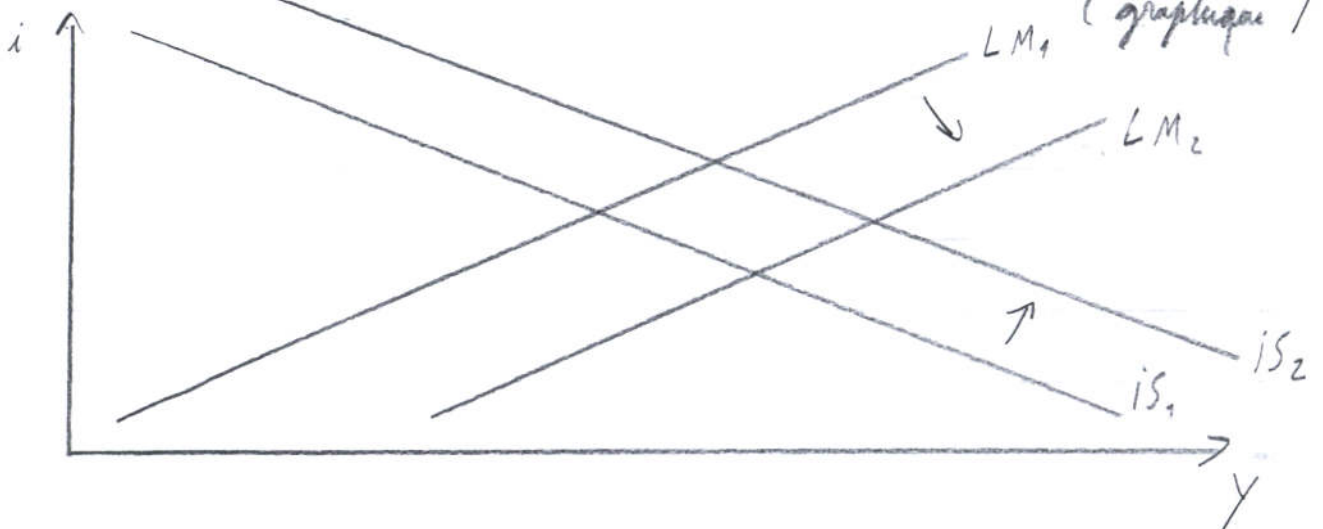
relation de PHILLIPS revue par la NEC (avec anticipations rationnelles)
(MUTH, LUCAS) (graphique 4):



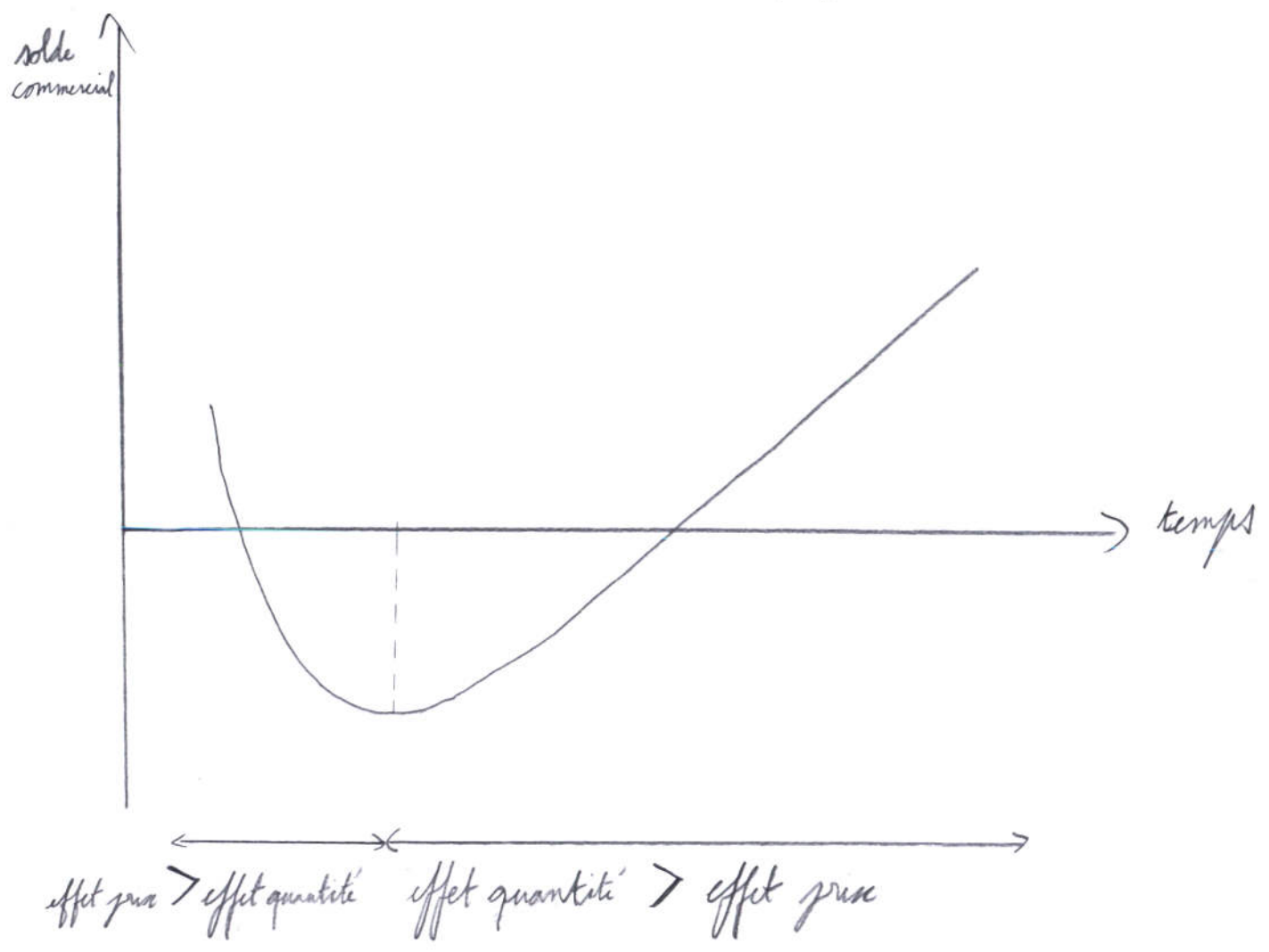
relation de PHILLIPS revue par la Nouvelle Synthèse Néoclassique
(KALDOR, MUTH) (graphique 5):



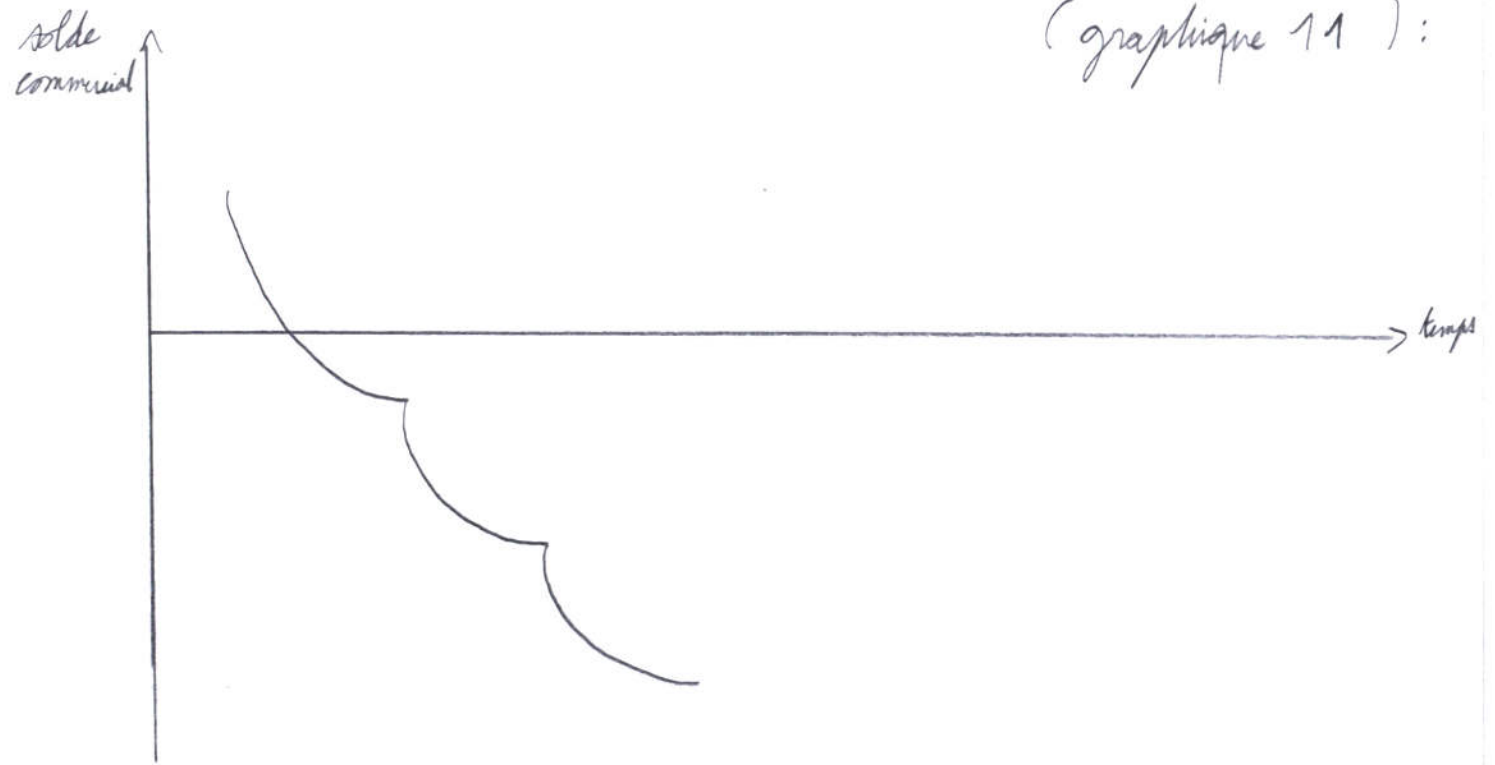
politique monétaire d'accompagnement dans le cadre d'une policy-mix
(graphique 9):



courbe en J (MARSCHAL) (graphique 10) :



• cercle vertueux de la dévaluation dans le cadre de la courbe en J :
(graphique 11) :



Prénom (s)

F L O R I A N

17.25 / 20



Épreuve :

ESHMC

Sujet



1

ou



2

(Veuillez cocher le N° de sujet choisi)

Les feuilles dont l'entête d'identification n'est pas entièrement renseigné ne seront pas prises en compte pour la correction.

Feuille

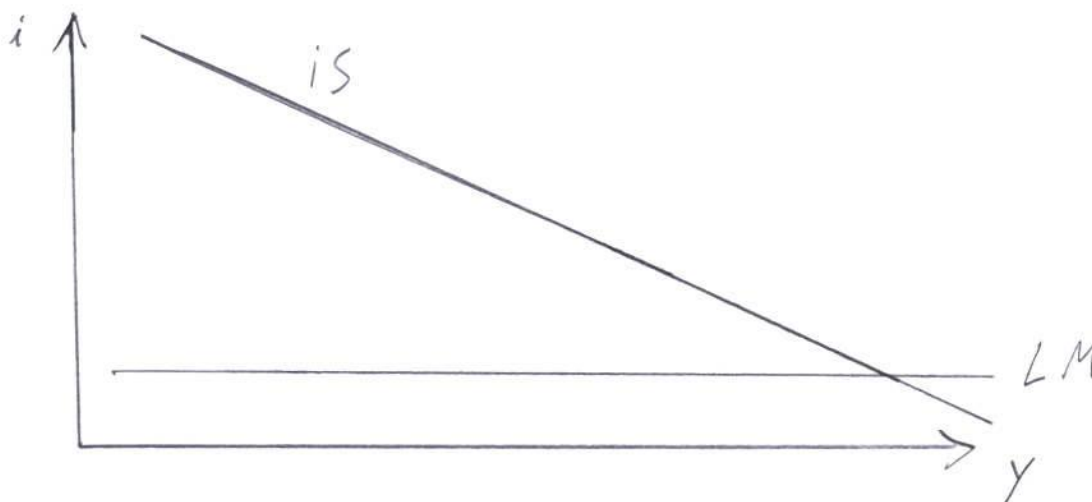
02

02

Numéro de table

2

graphique 8 : représentation de la trappe à liquidité dans le cadre du modèle IS-LM :



NE RIEN ÉCRIRE

DANS CE CADRE

17.25 / 20