

Plan de l'exposé

Introduction

I) Cadre conceptuel

A) Définitions

1) Conjoncture

2) Analyse conjoncturelle

3) Sensibilité conjoncturelle :

4) Le cycle économique

B) La demande de monnaie

1) Définition

2) Les déterminants de la demande de monnaie

3) Relation monnaie - taux d'intérêt

II) Les fluctuations de la demande de monnaie

A) Les facteurs de contingence

C) La sensibilité conjoncturelle de la demande de monnaie

1) En hausse conjoncture (conjoncture favorable)

2) En basse conjoncture (conjoncture défavorable)

III) Effets de la monnaie sur l'activité réelle : Approches empiriques

A) Approche de Saint-Louis

1) Principes

2) Résultat

3) Limites

B) Approche VAR

1) Principes

2) Résultat

3) Limites

Conclusion

Annexe

Bibliographie

L'analyse conjoncturelle des activités monétaires

Introduction

La question de l'impact des chocs monétaires sur la conjoncture économique à toujours jalonné l'histoire de la pensée monétaire (Keynésiens, Néo-classiques). Et l'objectif de cet exposé n'est pas de revenir sur les divergences entre ses pensées mais plutôt de faire, en se positionnant dans le contexte, une analyse de tel ou autre point de vue. L'objectif étant de chercher à répondre aux questions suivantes :

- La relation monnaie – taux d'intérêt est elle cyclique ou anti cyclique ?
- Quelle est la sensibilité conjoncturelle des activités monétaires ?
- La monnaie a-t-elle des effets réels sur l'économie ?

Pour cela, nous allons d'une part définir les concepts de base de l'analyse conjoncturelle (Partie 1), puis nous allons présenter les fluctuations de la demande de monnaie (Partie 2) et enfin faire une description des approches empiriques sur l'impact de la monnaie sur l'activité réelle.

I. Cadre conceptuel

Il s'agit de définir quelques concepts de base de l'analyse conjoncturelle à savoir : conjoncture, analyse conjoncturelle, sensibilité conjoncturelle, cycle économique.

A. Définitions

1. Conjoncture

La conjoncture peut être définie comme une situation générale de l'économie d'un pays.

Le terme conjoncture fait référence aux évolutions économiques de court terme d'un ensemble économique (en général un pays). Elle s'apprécie à l'aide d'indicateurs économiques tels que le taux de croissance du PIB, le taux d'inflation, l'évolution du taux de chômage, la balance commerciale, ... etc.

La conjoncture est liée aux cycles économiques, et ses durées types des changements conjoncturelles vont de quelques mois à quelques années.

La conjoncture est étudiée au niveau d'un pays, d'une région, ou à un niveau plus fin, au niveau d'un secteur économique particulier. On peut parler alors de la conjoncture économique d'une entreprise.

Le gouvernement et la banque centrale d'un pays tentent généralement de limiter l'influence néfaste des trop grandes variations de conjoncture économique sur l'activité économique au moyen de politiques conjoncturelles.

Par exemple, en période de surchauffe économique, la banque centrale peut augmenter ses taux directeurs pour éviter les bulles spéculatives, l'accélération de l'inflation et le surinvestissement, c'est-à-dire les investissements dans des projets non rentables ou l'accumulation de capacités excédentaires dans certains secteurs économiques. A l'inverse quand se présente un risque de récession économique elle peut abaisser ses taux, dans la mesure toutefois où cela ne risque pas de provoquer des tensions inflationnistes.

Inversement, le gouvernement et la banque centrale encourageront l'activité dans les périodes de creux économiques.

2. Analyse conjoncturelle

a) Définitions

La définition de l'analyse conjoncturelle est double, selon qu'on se place du côté des théoriciens ou des praticiens :

Pour les théoriciens du cycle, l'analyse conjoncturelle est l'analyse atemporelle des fluctuations de l'économie autour de sa tendance et des mécanismes de transmission des chocs à l'économie.

Et pour les praticiens, l'analyse conjoncturelle correspond à " l'estimation et l'analyse du mouvement économique sur le passé récent (six mois à un an) et le présent, et la prévision de ce mouvement sur un horizon qui peut également aller de six mois à un an "¹.

Le conjoncturiste emprunte un certain nombre d'instruments d'analyse à l'économiste (ceux-ci varient en fonction de l'horizon de prévision), mais il a aussi développé au cours du temps toute une gamme d'instruments qui lui est propre : l'analyse factorielle, l'analyse économétrique,....

L'analyse conjoncturelle est enfin un outil indispensable à la conduite des politiques monétaires et budgétaires. Mais c'est son influence grandissante sur la politique monétaire qui se situe dans le cadre de ce travail et sera exposée dans la partie suivante.

b) Relation avec la politique monétaire

L'importance de l'analyse conjoncturelle dans la conduite de la politique monétaire s'est nettement accrue au cours des dix dernières années. La pratique des banques centrales a en effet considérablement évolué. Du fait de la libéralisation financière et de l'instabilité grandissante de la demande de monnaie qu'elle a engendrée, elles ont progressivement été contraintes d'abandonner le recours aux agrégats monétaires comme pilote principal de la politique monétaire. De nombreuses banques centrales se sont en conséquence converties à la pratique du ciblage de l'inflation (" inflation targeting ") qui, en plaçant la prévision de l'inflation au cœur de la stratégie monétaire, fournit un guide pour la décision. Et un bon diagnostic conjoncturel est un préalable à toute bonne prévision. En outre, cette démarche fournit un instrument de communication vis-à-vis du public alors que la généralisation de l'indépendance des

¹ Fayolle (1987)

banques centrales vis-à-vis des gouvernements s'est accompagnée d'une plus grande obligation d'expliquer les décisions prises.

3. Sensibilité conjoncturelle :

La notion de sensibilité d'un système économique ou de sensibilité conjoncturelle désigne la faculté de croître puis de décroître, la sensibilité s'oppose à la rigidité. Elle exprime la faculté de changement, ce dernier ne se produisant pas toujours dans le même sens.

L'analyse conjoncturelle se fait dans le cadre d'une économie en mouvement, c'est donc une analyse dynamique et non pas statique, d'où les changements au sein du système.

En économie dynamique, une hausse commencée se nourrit par elle-même : les effets s'additionnent ou se cumulent dans le temps (de même pour la baisse), cette accumulation est indéfinie.

La sensibilité d'un système est affectée dans le sens opposé aux mouvements qui le provoquent, c'est-à-dire qu'en cas de dégression des forces motrices, la sensibilité devient négative ou défavorable, et en cas de régression des forces motrices la sensibilité devient favorable ou positive.

La vulnérabilité du système en croissance dépend d'un mouvement de hausse, les forces agissantes sont par définition intégralement disponibles, leur puissance est entière, inaltérée.

La disponibilité du système en décroissance, on peut utiliser les mêmes mécanismes mais en sens inverse, les hypothèses d'un mouvement de décroissance.

De même qu'il y a une sensibilité négative de l'économie en expansion, il existe aussi une sensibilité positive dans le cas d'économie en voie de contraction.

4. Le cycle économique

a) Définition

Un cycle en économie est un concept qui définit les fluctuations de l'activité économique en les décomposant en une succession de phases clairement identifiables qui se répètent dans le temps de manière ordonnée.

b) Les différentes phases d'un cycle économique

On peut distinguer quatre phases successives dans un cycle économique qui sont la phase d'expansion, la crise, la dépression (qui peut devenir une récession) et enfin la reprise qui débouche sur la phase d'expansion du cycle suivant.

L'expansion : La phase d'expansion désigne la phase du cycle économique caractérisée par l'augmentation du volume de la production et de la demande sur une courte ou une moyenne période (le taux de croissance annuel du PIB est donc soutenu).

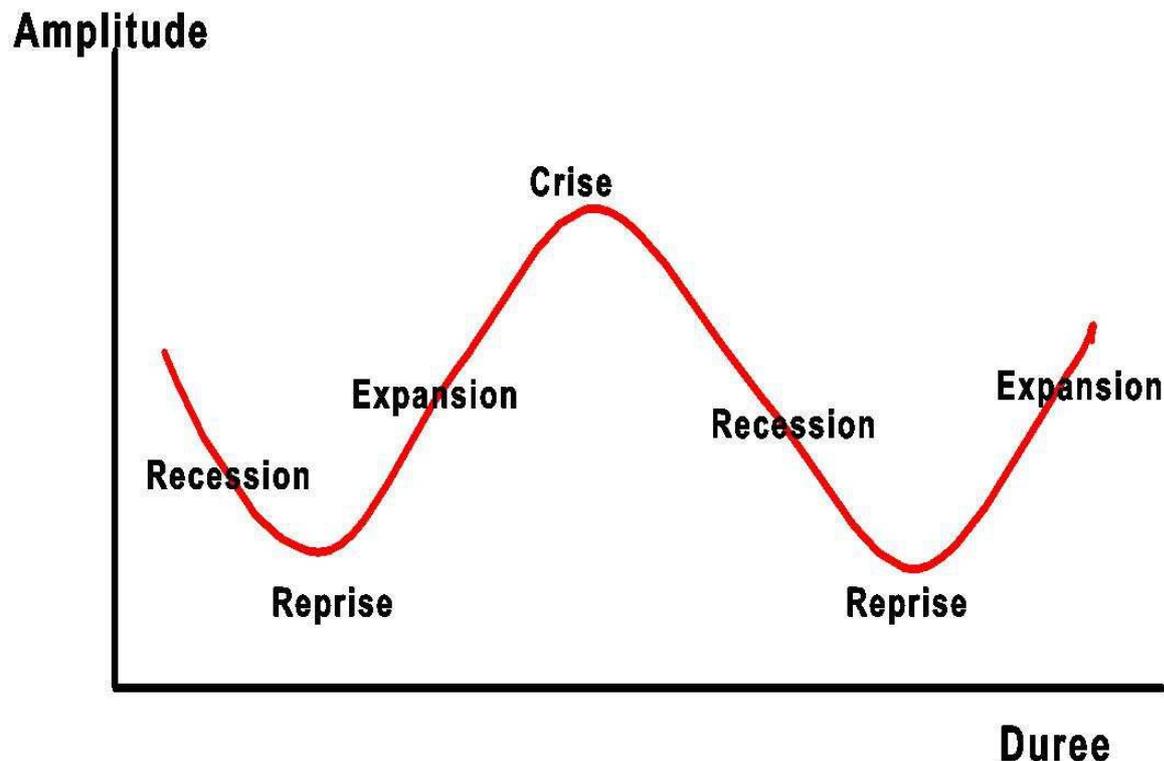
La crise : le terme de crise désigne le moment bref de retournement de la conjoncture. Elle est représentée par le point de retournement qui marque le début de la phase de ralentissement de l'activité économique.

La dépression : la dépression désigne la phase de ralentissement de l'activité économique. L'économie continue alors de croître mais dans de faibles proportions. Il arrive que dans certains cas, cette dépression se transforme temporairement en récession.

La récession : Cette phase du cycle économique désigne une contraction de la production d'un pays pendant deux trimestres consécutifs. Le taux de croissance de l'activité économique est donc négatif.

La reprise : La reprise désigne la phase du cycle économique qui se caractérise par un retour de l'économie à une phase d'expansion après une phase de récession. La reprise représente donc le point d'inflexion qui marque le retour d'une phase de croissance de l'activité économique soutenue.

Graphiquement le cycle économique peut être présenté comme suit :



B. La demande de monnaie

1. Définition

Dans une économie de marchés, est monnaie tout bien qui remplit les trois fonctions monétaires de circulation, de numération et de réservoir de valeur.

Du fait qu'il remplit ces trois fonctions le bien monnaie est aussi qualifié de « liquide ».

En approfondissant l'explication de la troisième fonction, se découvre le fondement le plus important de la demande de monnaie. Contrairement aux auteurs classiques pour lesquels la monnaie remplissait avant tout les deux premières fonctions et n'était pas désirée pour elle-même, il est devenu clair, pour les économistes du XXe siècle, que la monnaie n'est pas seulement demandée pour être immédiatement dépensée, mais aussi en vue d'être conservée plus ou moins longtemps.

En ce sens, la demande de monnaie au cours d'une certaine période de temps est le montant des sommes acquises pendant cette période, qu'un agent économique choisit de conserver sous forme liquide. Il y a alors « constitution d'encaisse », dont la détention se justifie exclusivement par sa liquidité.

Par agent économique, nous entendons ici non seulement les ménages, mais aussi les entreprises (qui demandent la monnaie pour leur « fonds de roulement ») et l'État (qui, lorsqu'il ne dispose pas de la planche à billets comme on le verra plus* loin, doit aussi disposer d'un fonds de roulement pour les paiements quotidiens qu'il a à faire).

Comme il s'agit d'un choix, la demande de monnaie peut être insérée dans la théorie des choix du consommateur en ce qui concerne les ménages, et dans celle du producteur en ce qui concerne les entreprises. La détention de liquidités par ceux-ci, qui intervient pour les motifs qui seront exposés ci-dessous, est alors expliquée comme un élément concourant à la satisfaction individuelle pour le premier, et au profit pour le second. Dans le cas de l'État, l'explication de sa détention de liquidités relève quant à elle des décisions politiques du Ministre des Finances.

2. Les déterminants de la demande de monnaie

Se sont les raisons pour lesquels les acteurs demandent la monnaie :

-Anticipation sur taux d'intérêt : intervient sur l'arbitrage qui se fasse par les agents afin de choisir de détenir la monnaie liquide ou la placer.

-Anticipation sur le cours de change : la prime attendue sur le cours de change de la monnaie intervient dans l'estimation du coût d'opportunité de la détention des encaisses.

-Niveau des prix : une variation des prix modifie la valeur réelle des encaisses, se qui va être compensé par une demande de monnaie supplémentaire.

-Revenu courant : il détermine le volume des transactions effectuées.

-Revenu permanent : une variation en revenu permanent va dans le même sens d »une variation des encaisses réelles désirées.

-Source de revenu : le rapport entre les revenus émanant du capital et ceux du travail détermine la demande de monnaie, un rapport élevé induit une demande faible, et vice versa.

Demande de monnaie chez Keynes est centré sur l'importance du taux d'intérêt

Trois raisons pour demander la monnaie

a) Motif de transaction

Keynes suppose que cette composante de la demande de monnaie est principalement déterminée par le volume de transaction effectué par les agents économiques et que celles-ci sont proportionnelles au revenu, la demande de monnaie pour motif de transaction, est proportionnelle au revenu.

b) Motif de précaution

Les agents économiques détient la monnaie pour faire face à des besoins inattendu, les encaisses monétaires de précaution sont également utiles en cas de dépenses imprévues, des frais de réparation automobile ou des dépenses de santé. Ce raisonnement conduit Keynes à la conclusion suivante ; le montant des encaisses monétaires de précaution détenues par les agents est déterminé principalement par le montant anticipé des transactions supposé proportionnel au revenu. c'est pourquoi Keynes suppose que les encaisses monétaires de précaution sont proportionnelles au revenu.

c) Motif de spéculation

La monnaie est une réserve de richesse, la richesse étant reliée étroitement au revenu, la première idée est que la composante spéculative de la demande de monnaie serait également fonction du revenu.

3. Relation monnaie - taux d'intérêt

Si les taux d'intérêt n'affectent pas la demande de monnaie, la vitesse de circulation est, sinon constante, du moins prévisible, la conclusion de la théorie quantitative est alors vérifiée ; la dépense globale est déterminée par la quantité de monnaie, en revanche, plus la demande de monnaie est influencée par les mouvements de taux d'intérêt , plus la vitesse de circulation est imprévisible et plus le lien entre offre de monnaie et dépense globale est tenu, il existe même un cas extrême d' « ultra-sensibilité » de la demande de monnaie aux taux d'intérêt, dénommé trappe à liquidité ou piège à liquidité « liquidity trap », où les variations de l'offre de monnaie n'agissent plus sur les taux d'intérêt et où, de ce fait, la politique monétaire n'a pas d'effet sur la dépense globale. Si la demande de monnaie est extrêmement sensible aux taux d'intérêt une très petite variation des taux d'intérêt fait varier très fortement la valeur désirée des encaisses.

De nombreux travaux empiriques mettent en évidence la sensibilité de la demande de monnaie au taux d'intérêt dans les économies développées ils conduisent à

écarter les deux cas polaires : celui de la semi-élasticité de demande de monnaie au taux d'intérêt est nulles et celui où elle est infinie².

II. Les fluctuations de la demande de monnaie

Qu'est ce qui est à l'origine des fluctuations de la demande de monnaie. D'entrée de jeu on pourrait dire que c'est la conjoncture économique bien entendu ; mais ce serait vague de se limiter à cette affirmation. Il importe donc de montrer comment cette influence se produit et quels sont les indicateurs et les comportements qui influencent ces fluctuations. On ne peut en effet pas se limiter à donner quelques exemples d'indicateurs mais on doit montrer qu'une part très importante des fluctuations est due aux comportements des agents économiques face à la conjoncture actuelle ou à la situation anticipée. On fait donc intervenir ici deux éléments : situation actuelle et anticipations. Ces éléments feront l'objet du développement de la première section.

A. Les facteurs de contingence

Par facteur de contingence on entend les éléments qui influencent les fluctuations de la demande de monnaie. L'idée que l'on veut développer ici est que la situation conjoncturelle peut influencer la demande de monnaie. Les facteurs clés de cette influence peuvent être la situation économique des agents, le niveau actuel de l'inflation, les anticipations des agents d'après leurs analyses de la situation avenir de l'économie, ou encore leurs réactions des agents par rapport aux décisions ou annonces des autorités monétaires. Bien que certains de ces éléments paraissent liés, nous nous efforcerons de faire ressortir l'idée qui justifie cette répartition.

-La situation économique des agents : Le pouvoir d'achat des agents économiques, leur niveau de revenu par rapport au niveau des prix des biens qu'ils veulent se procurer, le niveau de l'emploi de manière globale dans un pays sera un facteur qui influencera les fluctuations de la demande de monnaie.

-Le niveau d'inflation actuel : lorsque les prix augmentent de plus en plus, les agents sont amenés à demander plus de monnaie soit par une augmentation de la demande de crédit du fait qu'ils ne sont plus capables de part leurs salaires de se procurer les biens les plus élémentaires, soit par des revendications de salaire.

-Les anticipations sur la situation économique avenir : on peut analyser cet aspect du point de vue de la sphère réelle et du point de vue de la sphère financière.

Pour ce qui est de la **sphère réelle** on peut prendre l'exemple d'une entreprise.

L'analyse conjoncturelle constitue un guide pour l'action individuelle ou de groupe dont le poids est bien entendu trop faible pour qu'il puisse modifier la situation générale³. La conjoncture et de fait l'analyse de cette dernière constitue un élément d'information important dans la prise de décision des entreprises. Les anticipations de ces dernières (ou des individus) influencent leur propre comportement de demande de monnaie⁴. Si par exemple une entreprise se trouve confrontée à une baisse de la demande de ses produits mais anticipe ou fait l'analyse que cette

² Frederic S. MISHKIN, « MONNAIE, BANQUE et MARCHÉ FINANCIERS » Edition 2004, Pearson éducation, 7^{ème} édition

³ Monique Fouet, (1981), « Analyser la conjoncture », Edition Hatier

⁴ Henri Guitton, (1971), « Les mouvements conjoncturels », Précis Dalloz

demande va s'accroître prochainement, elle commencera dès à présent à augmenter sa production et à constituer des stocks afin de ne pas courir le risque de laisser échapper des marchés. Ceci se traduira par une augmentation des investissements qui eux devront être financés soit par emprunt soit par fond propre. Et donc ici intervient une augmentation de la demande de monnaie. Ou encore si elle se trouve confrontée à un ralentissement économique, elle réduira les heures supplémentaires si elle pense que ce ralentissement est temporaire, mais procédera à des licenciements si elle pense qu'il est durable (comme c'est le cas de plusieurs firmes internationales face à la crise). Selon donc les anticipations (tant intuitive que vérifiées) que les agents se font de la situation future de l'économie, ils auront une attitude de demande de monnaie.

Il faut préciser que les agents économiques isolés n'ont pas d'influence sur la situation globale de la demande de monnaie, mais souvent plusieurs agents économiques ont une idée assez semblable de la situation générale de l'économie (surtout face à des déclarations étatiques ou lors de la survenance d'événements inhabituels). Or le fait qu'une multitude d'agents économiques fasse la même analyse peut conduire à une modification involontaire de la situation générale. Si la majorité des entreprises pensent que la demande va se réduire, elles licencieront une partie de leur personnel. Les personnes licenciées dépenseront moins du fait de la baisse de leurs revenus de sorte que la demande de bien se réduira effectivement.

Pour ce qui est de la **sphère financière**, on peut parler de l'impact des taux d'intérêts. Lorsque les agents anticipent une hausse des taux d'intérêts (du fait qu'ils sont trop bas aujourd'hui), et donc une baisse des cours des titres, ils trouveront qu'il est préférable d'attendre la baisse des cours pour acheter et donc préféreront détenir leurs liquidités de manière à profiter de la baisse future des cours. Leur demande de monnaie augmentera donc. Et inversement, lorsque le taux d'intérêt est élevé (les cours sont bas), les agents anticipent de façon unanime une baisse future et donc sont incités à acquérir des titres et baisse ainsi leur demande de monnaie. Cette analyse est tirée de la relation inverse qui existe entre la demande de monnaie et le taux d'intérêt ou encore la relation inverse entre le taux d'intérêt et le cours des titres⁵.

On ne peut parler de cela sans préciser qu'en fait les réactions des agents vont jouer un rôle très important dans la survenance effective de ces événements. En effet leurs réactions vont causer un déséquilibre entre l'offre et la demande et qui va effectivement accélérer la hausse ou la baisse des taux.

-Les réactions des agents face aux annonces des autorités monétaires : Lorsque les actions et déclarations des autorités souffrent de non crédulité (généralement dans des économies à politique monétaire discrétionnaires) il peut arriver qu'il y ait des contradictions entre les annonces des autorités et les comportements des agents. En effet, il peut arriver que les autorités se fixent comme objectif de lutter contre la hausse de l'inflation ; mais si son histoire monétaire révèle qu'elle n'a pas très souvent respecté ses objectifs, les agents ne jugeront pas crédible une telle déclaration et se comporteront comme si la banque centrale n'avait rien déclaré. Leurs comportements, fondés sur une hausse anticipée des prix, malgré l'annonce

⁵ Sophie Brana, Michel Cazals, (2^e Edition 2006), « La Monnaie », Dunod

des autorités, va entraîner une hausse effective des prix. En effet les agents pourront par exemple revendiquer des augmentations de salaire, pour ne pas perdre leur pouvoir d'achat, et contribueront par là même à la hausse de l'inflation (du fait de la hausse de la demande de monnaie) : c'est ce qu'on appelle le biais inflationniste. Par contre si l'annonce des autorités est crédible, les agents anticiperont donc une baisse de l'inflation, renonceront à leurs revendications de salaire et stabiliseront ainsi la demande de monnaie ou réduiront même leur demande de monnaie.

D'une manière plus générale les diminutions d'encaisse désirées sont associées à des conjonctures en hausse tandis que les accroissements de ces encaisses font partie intégrante de conjoncture en baisse⁶.

B. La sensibilité conjoncturelle de la demande de monnaie

La demande de monnaie peut-elle être considérée comme une source importante des fluctuations économiques ? Peut-on utiliser la politique monétaire comme un instrument régulateur de l'activité économique ? Le taux de croissance de masse monétaire a-t-il une influence sur le taux de croissance de l'économie ?

Durant toute la pensée économique, ces questions ont jalonné l'histoire et alimenté les divergences entre les courants économiques, tel que les (néo) classiques, qui soutiennent la dichotomie entre les deux sphères réelle et monétaire, et les (post, néo) keynésiens qui ont montré l'interaction des deux sphères, et ça revient à Keynes et ces alliés d'avoir montré l'impact et l'efficacité de la politique monétaire sur la politique économique.

Dans cette section nous allons nous intéresser qu'à la sensibilité de la demande de monnaie avec la conjoncture économique, que soit premièrement dans une phase d'une hausse conjoncture, une expansion de l'activité, et d'autre part d'une phase de récession de l'activité économique, une basse conjoncture.

Avant d'entamer les deux phases, il faut mentionner le contexte général macroéconomique et comment se matérialise cette sensibilité.

Tout d'abord l'économie se caractérise par la présence de plusieurs acteurs, les ménages, les entreprises et l'Etat., qui figurent entre eux des rapports financiers, par la rencontre des besoins de financement et les capacités de financement exprimés par les acteurs macroéconomiques, et qui se solde soit par excédent ou un déficit via les intermédiaires financiers. Ce processus résume l'affectation de l'épargne et le taux d'intérêt.

Alors que la demande de monnaie, pour chaque acteur, soit pour motif de transaction, précaution, spéculation, se diffère selon le contexte, la conjoncture.

⁶ Léon-H. Dupriez, (1976), « La monnaie dans l'économie », Edition Cujas

1. En hausse conjoncture (conjoncture favorable)

C'est une phase d'expansion, ascendante du cycle économique où l'activité économique s'élargie, ainsi que les investissements, la production, la consommation, une augmentation des revenus, qui alimente la demande de monnaie pour le motif de transaction.

On assiste à un gonflement de la masse monétaire, et c'est ainsi que les taux intérêt suivent le mouvement haussier, cause de :

- L'effet de liquidité : la demande de monnaie excède l'offre, ce qui assèche les marchés des capitaux, et induit à l'augmentation de taux d'intérêt.
- L'effet d'activité : l'expansion induit une demande de crédit supplémentaire qui peut alimenter la hausse des taux d'intérêt, pour éviter la surchauffe monétaire.
- L'effet de spéculation : les investisseurs se portent acquéreurs sur les marchés et contribuent à une hausse des taux, puisqu'ils anticipent cette hausse.

2. En basse conjoncture (conjoncture défavorable)

C'est la phase où l'activité économique est faible, et caractérisé par une contraction cumulative, baisse du volume de la demande et de la production, du revenu réel, et avec une montée du chômage. Ici la demande de monnaie suit la conjoncture par une diminution de la demande de monnaie.

Cette baisse cumulative rétrécit la masse monétaire, qui se matérialise par une baisse des taux d'intérêts, qui s'avère dans cette phase un instrument pour relancer l'économie, puisque les taux d'intérêts sont faibles, les entreprises sont encouragées à détenir de l'argent pour investir, et aux particuliers pour des prêts hypothécaires et redémarrer le cycle.

Mais la contrainte reste le niveau de l'inflation, les autorités monétaires doivent toujours assurer un niveau faible quelque soit la situation conjoncturelle de l'économie. Ce qui va ralentir le processus de relance par la baisse des taux d'intérêts.

III) Effets de la monnaie sur l'activité réelle : Approches empiriques

Tout au long de ce travail, nous avons essayé de répondre à la question suivante : La monnaie a-t-elle des effets réels sur l'économie ? Et nous avons répondu à cette question en exposant les théories de la demande de monnaie. Mais il faut aussi utiliser des outils statistiques et économétriques afin d'éclaircir l'ampleur des effets des chocs monétaires sur l'activité économique réelle car la démarche de l'analyse conjoncturelle est aussi, ne l'oublions pas, scientifique.

En effet, les résultats des études empiriques sur les effets de la monnaie peuvent être utilisés pour évaluer la capacité des différentes théories économiques à expliquer ces effets.

Dans cette partie, nous allons présenter deux approches empiriques différentes pour mesurer les effets de la monnaie sur l'activité réelle : l'approche de Saint-Louis et l'approche VAR.

A) Approche de Saint-Louis

1-Principes

L'une des premières approches empiriques utilisées pour étudier les effets de la monnaie sur l'activité économique consiste à estimer l'équation suivante appelée Equation de Saint Louis⁷ :

$$y_t^n = y_t + p_t = y_0^n + \sum_{i=0}^{\infty} a_i A_{t-i} + \sum_{i=0}^{\infty} b_i m_{t-i} + \sum_{i=0}^{\infty} h_i Z_{t-i} + u_t.$$

Ou :

- y_t^n : log du PIB nominal
- y_t : log du PIB réel
- p_t : log du niveau des prix
- A_t : log des dépenses autonomes
- m_t : log de l'agrégat monétaire

Les chercheurs de la FED de Saint Louis ont utilisé cette équation pour étudier les effets de la monnaie. Ils ont trouvé que les coefficients b_i sont positifs et statistiquement significatifs. Cependant, puisque la variable dépendante est le PIB nominal, cette équation ne permet pas de mesurer les effets réels de la monnaie. C'est pourquoi il existe une forme alternative :

$$\Delta y_t = c + \sum_{i=0}^{\infty} b_i \Delta m_{t-i} + \sum_{i=0}^{\infty} h_i Z_{t-i} + u_t.$$

Exemple : A partir d'un logiciel d'Econométrie (Eviews, SAS,...) et sur un échantillon allant de 1948 à 1989, on obtient le résultat suivant :

$$\Delta y_t = \underset{(0.002)}{0.007} + \underset{(0.10)}{0.18} \Delta m_t + \underset{(0.10)}{0.19} \Delta m_{t-1} + \underset{(0.10)}{0.29} m_{t-2} - \underset{(0.10)}{0.00} m_{t-3} + \underset{(0.10)}{0.01} m_{t-4}.$$

$$R^2 = 0.113.$$

$\sum \hat{b}_i = .66 (0.28) \Rightarrow$ Une augmentation de 1% dans le stock monétaire est associée à une augmentation de 2 /3 % du PIB de l'année suivante.

2-Résultat

⁷ Ce nom fait référence à la FED de St-Louis

En résumé, dans le cas de l'équation de Saint Louis, bien que la corrélation entre y_t et m_t soit faible, il est faux de conclure que la monnaie n'a pas d'effets réels.

3- Limites

Cette équation même dans sa version alternative présente encore des limites :

- Premièrement, la causalité peut aller de y_t vers m_t plutôt que le contraire⁸.

En effet, on peut observer des changements dans m_t qui précèdent les changements dans y_t , sans qu'il y ait une relation de causalité allant de la monnaie vers la production.

- La deuxième critique à l'équation de Saint Louis est reliée à l'objectif de la politique monétaire.

C'est-à-dire que la cause des variations de m_t vient de la politique monétaire adoptée. Par exemple, considérons le cas où la banque centrale ajuste le stock de monnaie afin de neutraliser l'effet des différents facteurs qui influencent la production agrégée. Si la banque centrale réussit à stabiliser l'économie, on observera donc des changements dans le stock de la monnaie qui ne sont pas accompagnés par des changements dans la production (ou du moins un faible changement de la production).

- Enfin, comme tous les modèles Keynésiens, cette équation a subi aussi la critique de Robert Lucas (voir partie suivante).

B) Approche VAR

Il s'agit d'une approche plus sophistiquée (et plus récente) pour mesurer l'effet des chocs monétaires consiste à estimer des vecteurs autorégressifs (VAR).

1-Principes

Les modèles VAR sont un outil très utilisé aujourd'hui en économie. Ils sont apparus à partir des années 1980, suite notamment à la critique de Lucas (cette critique a été largement acceptée et a été à la base d'une transformation radicale de la modélisation macroéconomique)⁹.

Les modèles VAR (appliqués à la monnaie) reposent sur les principes suivants :

- Choix de la forme pour la matrice de décomposition des résidus ? (ex : forme linéaire ?)
- L'utilisation de la moyenne mobile : il est donc difficile de définir quand commence ou quand s'arrête le modèle. Cela entraîne également le problème de la dynamique du modèle ou du nombre de retard(s) à incorporer dans le modèle.

⁸ Cette limite a été expliquée par King & Plosser (1984)

⁹ Pour Robert Emerson Lucas Junior, les modèles macro-économétriques keynésiens ne sont bons que pour les prévisions économiques et non pour définir les politiques économiques. Il suggère d'introduire des modèles structurels, où les agents sont rationnels et évoluent dans un environnement fluctuant. [#]Selon lui, cette notion doit constituer le principe fondamental de la modélisation macroéconomique.

- Le non neutralité du choix à la base : (M1 ou M2 comme instrument de politique monétaire ?).
- c'est un modèle à 2 dimensions (l'output et la monnaie).

2-Résultat

Toutes les études basées sur l'approche VAR s'accordent sur les résultats suivants:

- Si la politique monétaire porte sur le taux d'intérêt, alors une augmentation de i va de pair avec une baisse de Y (c.à.d. une baisse de l'activité).
- les VAR semblent montrer qu'une augmentation de M entraîne une augmentation de i , et ensuite une baisse de Y (car si i monte \Rightarrow Y baisse \Rightarrow Y baisse : mécanisme keynésien traditionnel).

Pour certains auteurs (probablement Keynésiens !) il existe une justification à ces variations contre-intuitives : le modèle VAR est incomplet.

- $\nearrow M \Rightarrow \nearrow i \Rightarrow \nearrow P$ (en même temps qu'une baisse de Y). Ce résultat est encore une fois surprenant. Il est en tout cas contre-intuitif, du point de vue du mode de pensée Keynésien.

3 -Limites

Outre les problèmes basés sur ses principes mêmes, l'approche VAR présente d'autres limites :

- Les résultats énoncés ci-dessous stipulaient que les modèles VAR étaient peut-être incomplets. On pourrait cependant envisager que, au contraire, ce soient les intuitions économiques de bases qui sont erronées. Où se trouve la vérité ? (Répondre à cette question dépasse le cadre de ce travail et n'est pas notre objectif).
- La représentation économique dans les modèles VAR n'est pas celle utilisée traditionnellement en économie. Dans les VAR, la politique économique est considérée comme un choc exogène. La méthodologie des VAR travaille sur le « non anticipé ».

En effet la méthode VAR s'adapte mieux aux problèmes non anticipés qu'aux situations « normales » où, par exemple, les marchés financiers essaient d'anticiper les actions de la banque centrale, supposant que celle-ci agit en suivant une "fonction de réaction" par rapport à certaines variables économiques (inflation, chômage, ...).

En résumé, dans cette partie, nous avons présenté divers modèles utilisés par les économistes pour mesurer l'impact des activités monétaires sur l'activité réelle. L'existence de ces modèles s'explique en grande partie par le clivage keynésiens/classiques. Toutefois, un consensus existe sur le LT: il existe, à long terme, une corrélation forte entre monnaie et prix. Sur le court terme, par contre, les choses se compliquent !

Conclusion

Le taux d'intérêt ici s'avère un moyen très efficace utilisé par les autorités monétaires, lorsque ces objectifs sont dépassés, et qui agit d'une manière directe sur la demande de monnaie dans une économie, par le biais des taux d'intérêt directs qui détermine le volume de crédit dans l'économie, ces deux notions jouent un rôle très important dans le cycle économique.

Les taux d'intérêt sont pro cycliques, soit en hausse ou basse conjoncture, et qui permettent un décollage de l'économie par les ménages et les entreprises ainsi les pouvoirs publics.

Globalement les évolutions monétaires suivent la conjoncture.

Dans les deux phases du cycle, la politique conjoncturelle, par le biais de la politique monétaire et budgétaire, agit sur la politique économique globale.

~~RECÉSSION~~



CREDIT

LA BAISSÉ
DES INVESTISSEMENTS
CONSOMMATION

BAISSE OU
RALENTISSEMENT DE
LAHAUSSE DU PIB

~~EXPOSITION~~

POLITIQUE MONETAIRE

BAISSE DES TAUX
D'INTERETS

BAISSE DU COUT DU
CREDIT

HAUSSE DES INVESTISSEMENTS HAUSSE DE LA
CONSOMMATION

HAUSSE DU
PIB

Annexe :

~~REVUE MENSUELLE DE LA CONJONCTURE ÉCONOMIQUE, MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE~~ : (Extrait pour Novembre 2008)

MONNAIE, TAUX D'INTERET ET LIQUIDITE :

La baisse des avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib a accentué le besoin de refinancement des banques, le portant, en octobre 2008, à 11,8 milliards de dirhams en moyenne des fins de semaines, contre 8,4 milliards un mois auparavant. Ainsi, les interventions de la Banque à travers les avances à 7 jours sur appel d'offres, visant à atténuer les tensions sur le marché interbancaire, se sont élevées, en moyenne des fins de semaines, à 11,8 milliards de dirhams, après 8 milliards injectés en septembre.

Suite à la décision du Conseil de la Banque d'augmenter le taux directeur de 25 point de base, le taux interbancaire s'est établi en moyenne à 3,59% en octobre 2008, contre 3,37% le mois précédent. De même, les taux des bons du Trésor à court à terme, influencés pas les conditions sur le marché interbancaire, se sont inscrits en hausse de 25, 37 et 30 points de base pour les bons à 13, 26 et 52 semaines respectivement.

S'agissant des taux créditeurs, la rémunération des dépôts à 6 et 12 mois a augmenté de 5 points de base pour atteindre 3,76% en septembre 2008, après la forte baisse enregistrée le mois précédent.

Au niveau des taux débiteurs, les résultats préliminaires pour le deuxième trimestre 2008 de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques indiquent un ajustement à la baisse du taux moyen pondéré du crédit bancaire, après la hausse observée au premier trimestre. Cette évolution a résulté principalement du recul des taux assortissant les facilités de trésorerie accordées aux entreprises. Ceux des crédits à l'équipement ont marqué une hausse, tandis que les taux des crédits à la consommation ont eu tendance à se stabiliser à un niveau historiquement faible mais supérieur à ceux appliqués aux autres catégories.

Les dernières données disponibles confirment la modération du rythme de la croissance annuelle de la masse monétaire, qui est revenu en septembre 2008 à 12,2% contre 13,4% en moyenne lors des huit premiers mois de l'année, réduisant ainsi davantage l'ampleur de l'excédent monétaire accumulé par les agents non financiers. Cette évolution de l'agrégat de monnaie M3 continue de refléter le ralentissement de ses composantes les plus liquides. En effet, le rythme annuel de la progression de la monnaie fiduciaire s'est établi à 9,8% et celui des dépôts à vue à 8,8%, tandis qu'en variation mensuelle, ces encaisses ont marqué respectivement une stagnation et une baisse de 0,5%. Pour leur part, les placements à vue ont enregistré une croissance annuelle de 10%, dans le prolongement de leur tendance régulière observée depuis plusieurs années. En revanche, parallèlement à la hausse des taux créditeurs et à la poursuite des réaménagements des portefeuilles des agents non bancaires constatés durant les derniers mois, les placements à terme ont augmenté de 24% par rapport à leur niveau de septembre 2007.

Au niveau des sources de création de la monnaie, le mois de septembre 2008 a été particulièrement marqué par le fléchissement des avoirs extérieurs nets chiffré à 4,2%, en liaison essentiellement avec le creusement du déficit commercial ainsi qu'avec le recul des recettes de voyage et des transferts des Marocains résidant à l'étranger. La structure des réserves nettes de change laisse apparaître une baisse mensuelle de 3% de celles de Bank Al-Maghrib et de 14,6% de celle des banques. Quant aux créances nettes sur l'Etat, elles n'ont pas connu de variations significatives d'un mois à l'autre, leur encours à fin septembre 2008 demeurant inférieur de 12,2% par rapport au même mois de l'année précédente. Concernant le crédit bancaire, sa dynamique reste soutenue, avec un taux de croissance annuelle de 26,5%, tirée principalement par les concours alloués aux entreprises, qui se sont accrus de 32,9%, contre 28,8% pour les particuliers. La ventilation par objet économique montre que la hausse du crédit bancaire s'est reflétée au niveau de l'ensemble des catégories, particulièrement les facilités de trésorerie, dont la progression mensuelle a atteint 4%, contre 1,5% au terme du mois d'août.

Concernant les agrégats de placements liquides, leur taux de progression annuelle est passé de 3,1% à 4,5%, en dépit du recul des titres des OPCVM obligataires. Les titres des OPCVM monétaires ont, au même titre que les placements rémunérés auprès des banques, attiré une part importante l'épargne à court terme des agents non financiers, pour atteindre 24,3 milliards de dirhams à fin septembre 2008, contre 14,6 milliards seulement une année auparavant. Quant aux titres des OPCVM actions et diversifiés, ils ont accusé, pour la première fois depuis plusieurs années, une baisse en glissement annuelle, chiffrée à 7%, suite au fléchissement des cours boursiers.

Bibliographie :

Henri Guitton, (1971), « Les mouvements conjoncturels », Précis Dalloz

Léon-H. Dupriez, (1976), « La monnaie dans l'économie », Edition Cujas

Monique Fouet, (1981), « Analyser la conjoncture », Edition Hatier

Pierre-Yves HENIN, (1995), « Les fluctuations conjoncturelles, Cycle réel et Cycle Monétaire» édition ECONOMIVA

Pierre Dupriez, Christian Ost, Carine Hamaide « L'ECONOMIE EN MOUVEMENT » édition De BOECK.

Sophie Brana, Michel Cazals, (2006), « La Monnaie », Edition Dunod