

IV. Politique monétaire dans les pays industriels avancés

Faits saillants

L'an passé a marqué le retournement du cycle des taux d'intérêt, de nombreuses banques centrales amorçant un processus de resserrement monétaire face à l'apparition de tensions sur les prix. Dans les trois grandes économies, les autorités monétaires ont été confrontées à différentes sources d'incertitude et se sont de plus en plus efforcées de prendre explicitement en compte le poids de cette incertitude dans leur politique et d'en faire état dans leurs rapports avec le public. La transparence sur les difficultés rencontrées présente l'avantage d'aider les autorités monétaires à préserver leur crédibilité, même lorsqu'elles doivent inverser leur orientation.

Aux États-Unis, l'incertitude portait notamment sur le taux de croissance potentielle ainsi que sur la situation des marchés financiers. Des indices de plus en plus nombreux faisaient penser à une augmentation des gains de productivité à long terme, compliquant l'évaluation des tensions inflationnistes, tandis que l'emploi continuait de progresser à un rythme qu'il paraissait auparavant impossible de tenir. Alors que les relèvements du taux-objectif des fonds fédéraux, au milieu de 1999, correspondaient essentiellement au renversement de la détente liée aux turbulences mondiales de 1998, ils ont reflété, par la suite, la crainte grandissante qu'un excès de demande n'avive les tensions inflationnistes. Comme dans le passé récent, la Réserve fédérale s'est interrogée sur le meilleur moyen d'intégrer les prix des actifs dans la détermination de sa stratégie. Les marchés des actions, en particulier, ont continué d'enregistrer une forte progression, aux conséquences imprévisibles pour la consommation. En décidant d'annoncer le «penchant» de son orientation à l'issue de ses séances, le Comité fédéral de l'open market (CFOM) soulignait encore plus la nécessité de prendre en compte les réactions possibles des marchés financiers dans l'élaboration de sa ligne d'action.

L'incertitude a également constitué une préoccupation majeure au Japon. La principale question était de savoir si l'action entreprise suffirait à empêcher la grave récession d'engendrer des tendances déflationnistes et, sinon, quelles seraient les mesures propres à stimuler l'activité alors que les taux directeurs nominaux étaient au niveau zéro. Après cinq trimestres consécutifs de contraction du PIB réel et une baisse des prix à la consommation apparue au second semestre de 1998, pour la première fois depuis trois ans, l'économie japonaise se trouvait, au début de 1999, dans une perspective de reflux. En fait, les conditions économiques et financières se sont quelque peu améliorées, même s'il n'apparaît guère que la reprise économique ait acquis une dynamique propre.

La situation de l'Eurosystème, l'an passé, illustre les problèmes qui se posent aux autorités lorsqu'un environnement économique et financier nouveau et en

rapide mutation modifie à la fois le mécanisme de transmission de la politique monétaire et les perceptions en matière de cours de change. L'Eurosystème a mené sa politique sans guère se départir de la méthode pragmatique annoncée, renonçant à tenter un réglage fin à cause de l'incertitude entourant le mécanisme de transmission, et ne guidant son orientation sur l'expansion de M3 que lorsqu'il jugeait que des facteurs temporaires n'affectaient pas sa valeur informative. Si son pilotage des taux d'intérêt a été généralement bien accueilli par le public, sa politique de communication a parfois été critiquée en raison d'un manque de transparence, malgré la grande importance accordée d'emblée par l'Eurosystème à la clarté et à l'ouverture.

Comme aux États-Unis et dans la zone euro, la politique monétaire a été durcie au fil de l'année dans tous les pays dotés d'un objectif d'inflation. Dans l'ensemble, la forte poussée de la demande intérieure, l'accélération de la croissance mondiale et l'augmentation des cours pétroliers se sont traduites par une tension plus générale sur les prix et ont occasionné une révision en hausse des prévisions d'inflation à moyen terme, justifiant ainsi le relèvement des taux courts.

États-Unis

Deux grandes questions ont tenu une place prééminente dans l'élaboration de la politique de la Réserve fédérale en 1999. La première portait sur l'évolution des gains de productivité et les tensions du marché du travail ainsi que sur l'évaluation de l'incidence de ces éléments sur les perspectives d'inflation. La seconde concernait la situation des marchés financiers, et plus précisément l'interaction entre orientation monétaire et prix des actifs. Ces deux aspects étaient source d'incertitude pour les autorités. Les gains de productivité ont parfois dépassé, ces dernières années, les niveaux atteints au cours des décennies 70 et 80, ce qui laisse supposer un saut quantitatif des capacités de production. Il est toutefois difficile d'identifier clairement une rupture dans le rythme d'augmentation de la productivité en phase avancée d'expansion. Dans le même ordre d'idées, il est tout aussi délicat d'isoler les effets de la politique monétaire sur les prix des actifs, de même que leur incidence sur la consommation, la croissance et la productivité.

À cet égard, il peut être instructif de se reporter à l'expérience du Japon durant la décennie 80. Ce pays avait alors connu plusieurs années de faible inflation et de forte croissance, si bien que les autorités avaient de la peine à distinguer tendance longue et éléments cycliques. De plus, cette évolution s'inscrivait dans un environnement caractérisé par une appréciation du yen, des taux d'investissement élevés et une accélération des gains de productivité ainsi que par une vive montée des cours des actions et des prix de l'immobilier. La Banque du Japon se demandait si elle devait resserrer sa politique monétaire et, dans ce cas, comment elle pouvait mobiliser le soutien du public avec des prix aussi sages et des gains de productivité aussi substantiels. D'ailleurs, à l'époque comme maintenant, on ne savait guère avec quelle rapidité les prix des actifs réagissent à un durcissement monétaire. Ce contexte fait penser à la situation américaine récente, qui semble toutefois plus stable sur des aspects majeurs: la hausse des prix immobiliers est restée bien inférieure et le système bancaire apparaît beaucoup plus solide. Cependant, à la différence du Japon d'alors, les

Incertain au sujet des gains de productivité et des prix des actifs

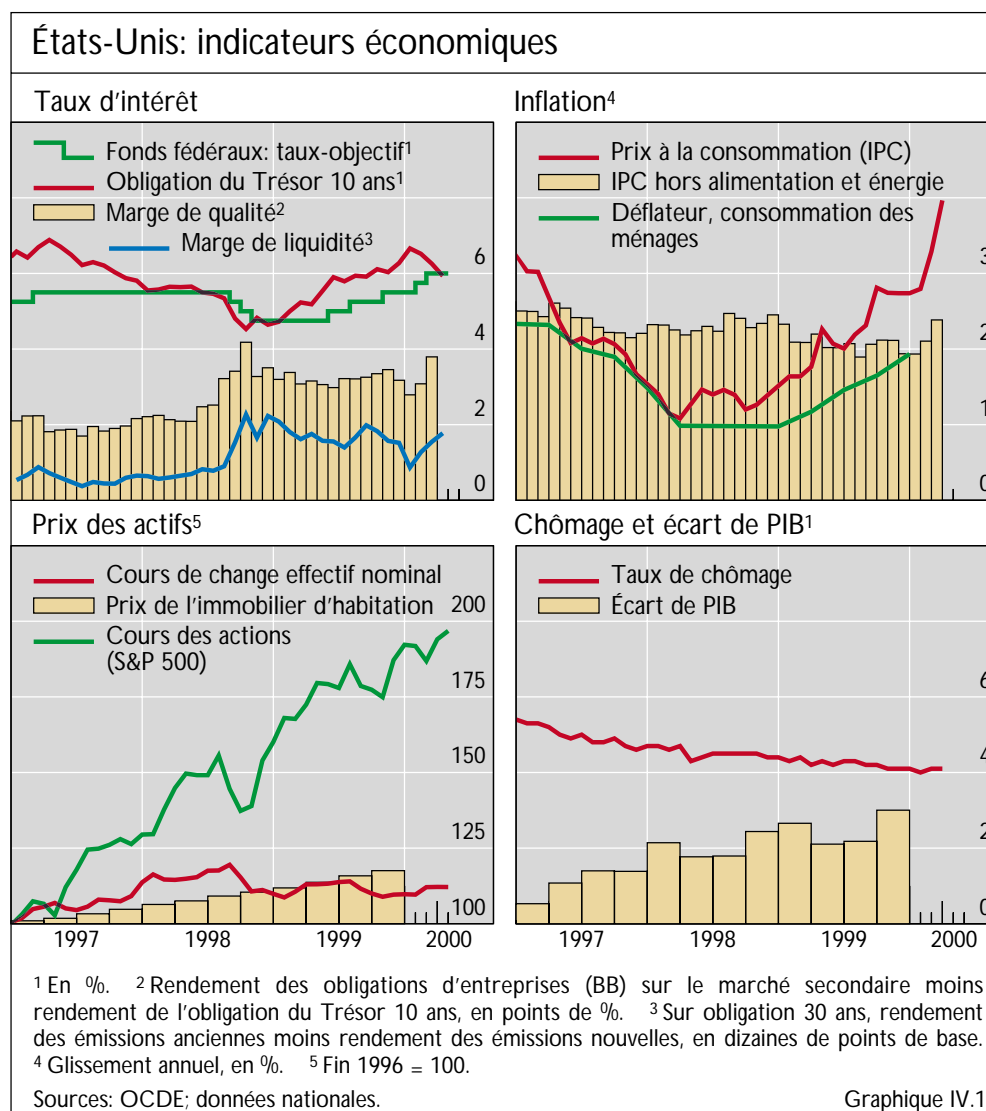
Similitudes et différences avec le Japon des années 80

Stabilisation des marchés de la dette ...

... et début du durcissement monétaire

États-Unis présentent une dette extérieure et un large déficit des transactions courantes. Il est donc difficile de dresser un bilan comparatif des risques.

Au début de la période sous revue, les considérations relatives aux marchés des capitaux ont joué un rôle prédominant dans l'élaboration de la politique monétaire. Pour en mesurer le poids, il suffit de rappeler les événements de fin 1998. À cette époque, une série de crises financières internationales menaçantes pour l'économie américaine avait incité la Réserve fédérale à abaisser ses taux d'intérêt à trois reprises, par crainte qu'une raréfaction généralisée du crédit ne finisse par paralyser les marchés des capitaux et n'entraîne une récession. Ces turbulences financières sont parfaitement illustrées par la forte augmentation de la marge de liquidité sur l'obligation du Trésor à 30 ans et de l'écart de rendement entre les titres d'entreprises moins bien notés et les obligations du Trésor à 10 ans. Au milieu de 1999, toutefois, cette crainte s'était quelque peu atténuée et il apparaissait que les marchés des capitaux avaient retrouvé un fonctionnement plus normal. La priorité des autorités a alors consisté à inverser les réductions du taux cible des fonds fédéraux en temps opportun, au fur et à mesure de l'amélioration de la situation.



Alors que ce mouvement était déjà amorcé, l'objectif des autorités s'est déplacé, durant l'année, vers la nécessité d'éviter une poussée inflationniste et une fin prématurée de l'expansion. La Réserve fédérale estimait que les plus-values boursières, qu'elles s'avèrent permanentes ou temporaires, auraient des répercussions inflationnistes en gonflant la demande intérieure au-delà des capacités d'offre. La conjonction d'une baisse du taux d'épargne des ménages et d'un niveau élevé des cours des actions confirmait que les gains en capital alimentaient la consommation, qui devenait le principal moteur de la croissance à un stade avancé de l'expansion. La Réserve fédérale devait donc maîtriser cette situation pour éviter une flambée des prix, mais risquait de provoquer un atterrissage brutal si elle agissait trop vigoureusement, avec des répercussions marquées sur les cours des actions. L'éventualité d'une chute du marché boursier dépendait en partie de la nature de leur hausse, artificielle – bulle spéculative – ou justifiée – accélération durable des gains de productivité. Dans ce dernier cas, la Réserve fédérale aurait moins à se préoccuper d'une forte baisse des prix des actifs et pourrait durcir plus résolument son orientation face aux tensions inflationnistes.

Les indicateurs économiques classiques ont également émis des signaux contradictoires pendant l'année, compliquant ainsi la conduite de la politique monétaire. Alors que l'économie américaine connaissait sa neuvième année d'expansion, avec une croissance dépassant 4%, un niveau de PIB réel supérieur de plus de 2 points aux estimations traditionnelles de la production potentielle et un chômage tombé à son minimum depuis trente ans, il y avait de plus en plus lieu de se préoccuper d'une accumulation des tensions inflationnistes sous-jacentes. Le gonflement du déficit courant indiquait clairement que la demande intérieure dépassait l'offre intérieure. En outre, deux facteurs clés de la bonne tenue des prix ces dernières années, appréciation du dollar EU et baisse des prix pétroliers dans le monde, se faisaient moins sentir. En revanche, les gains de productivité continuaient de progresser au-delà de toute attente et les coûts unitaires de main-d'œuvre restaient faibles, s'inscrivant même en repli à la fin de 1999. L'éventualité d'une rupture de tendance de la productivité devenait plus plausible. De surcroît, l'expansion avait été alimentée, dans une mesure non négligeable, par des investissements substantiels au titre des restructurations ainsi que dans les technologies avancées, ce qui confortait les tenants de la «nouvelle économie». Dans l'ensemble, néanmoins, même si les principaux indicateurs économiques donnaient des signaux contradictoires sur les perspectives d'inflation, la nécessité d'un durcissement supplémentaire apparaissait de plus en plus probable. Après avoir ramené le taux-objectif des fonds fédéraux au niveau de 5,5% en novembre 1999, le CFOM a continué de relever les taux directeurs au début de l'an 2000.

Persistance d'une productivité élevée, mais resserrement du marché du travail

Prix des actifs, stabilité financière et politique monétaire

Évaluer le rôle des prix des actifs dans la conduite de la politique monétaire soulève diverses questions, dont l'une, stratégique, est de savoir s'il convient de faire de ces prix un objectif indépendant. Dans de nombreux pays, la banque centrale a, en effet, pour mission de promouvoir la stabilité financière. Étant donné qu'une baisse cyclique des prix des actifs peut déclencher des faillites

bancaires en chaîne et, comme c'est le cas pour le cycle du crédit, précède souvent une chute de l'activité, certains prétendent qu'il serait prudent de cibler directement des variables financières. Toutefois, à la différence d'un objectif d'inflation, la stabilité financière est difficile à quantifier et il est donc malaisé de déterminer quand elle est menacée par l'évolution des prix des actifs. Il est bien évidemment délicat, au surplus, de choisir l'actif à cibler parmi de nombreuses possibilités, puis de lui attribuer un niveau de référence. Objection plus fondamentale encore, une telle politique conduirait logiquement à poursuivre avec moins de vigueur l'objectif traditionnel de stabilité des prix à la consommation.

Compréhension
imparfaite du rôle
des prix des actifs

Sans parler de la mesure dans laquelle les autorités monétaires pourraient parfois tenir compte des prix des actifs dans leurs objectifs traditionnels, elles ne peuvent ignorer l'incidence de ces prix sur leurs objectifs. De nombreuses questions pratiques restent cependant à résoudre concernant la réaction à adopter face à l'évolution de ces prix. Par exemple, les autorités peuvent-elles réagir sans au moins se demander si ces prix sont trop élevés ou trop bas par rapport à un niveau approprié? En outre, leur rôle dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire comporte une grande incertitude, ce qui limite leur utilité dans l'évaluation des mesures à prendre. Ainsi, on ne sait guère dans quel délai ni avec quelle ampleur ces prix répondent aux changements d'orientation.

Dangers inhérents
à toute réaction
aux prix des actifs

Ces incertitudes sont présentes en phase de détente comme de durcissement monétaire. Dans le premier cas, des injections de liquidités dans un contexte de difficultés financières manifestes pourraient faciliter l'apparition d'un aléa moral et, ultérieurement, de tensions encore plus vives sur les marchés. Elles pourraient même involontairement entériner des niveaux de prix élevés pour d'autres actifs très dynamiques. Les réductions de taux directeurs opérées par la Réserve fédérale, fin 1998, nécessaires pour stabiliser les marchés des titres à revenu fixe, ont pu simultanément favoriser une reprise du marché des actions. En phase de resserrement monétaire, l'expérience japonaise des années 80 semblerait démontrer qu'une action rapide est de nature à freiner les prix des actifs et à enrayer la formation d'une bulle. En pratique toutefois, un léger relèvement des taux pourrait, au contraire, en témoignant de la détermination de la banque centrale à lutter contre l'inflation, renforcer la confiance du marché dans le caractère soutenable de l'expansion et aller ainsi à l'encontre du but recherché. Il pourrait donc être difficile de dégonfler en douceur une bulle des prix des actifs. On est même fondé à penser que seules des mesures vigoureuses peuvent y parvenir. En dehors de toute autre considération liée au ciblage des prix des actifs, les autorités seront naturellement réticentes à agir aussi vivement tant qu'elles ne seront pas assurées de l'existence d'une bulle. Puisque cette certitude peut n'apparaître qu'à une phase bien avancée du cycle, il sera alors sans doute trop tard pour préserver l'économie des conséquences d'un ajustement des prix des actifs.

Annonce du penchant

La nécessité de prendre en compte l'interaction entre les perceptions du marché et la politique monétaire a également été illustrée l'an passé par la décision de la Réserve fédérale d'annoncer le penchant de son orientation à l'issue de chaque

séance du CFOM. Avant mai 1999, cette indication n'était rendue publique qu'au moment de la parution des procès-verbaux des séances. La nouvelle procédure dénote une plus grande volonté de transparence de la Réserve fédérale sur ses opérations.

Jamais la signification exacte de ce penchant n'était apparue très claire au public. Certains y voyaient un moyen de parvenir à un consensus entre membres du CFOM sur l'adoption de l'objectif, en permettant l'expression d'opinions divergentes. D'autres considéraient qu'il autorisait le président à entreprendre des modifications discrétionnaires entre les séances. Selon une troisième interprétation, il indiquait la direction dans laquelle irait vraisemblablement le taux des fonds fédéraux. L'examen des contrats à terme sur fonds fédéraux à l'approche et à l'issue des séances depuis mai 1999 montre que, malgré ce manque de clarté, le marché n'a pas été surpris par l'annonce du penchant en même temps que l'orientation et n'a pas vivement réagi. Néanmoins, alors que le marché obligataire paraissait insensible à l'indication du penchant, celle-ci a semblé être à l'origine de mouvements éphémères sur le marché des actions. Afin de dissiper tout malentendu, la Réserve fédérale a révisé sa procédure de communication en février 2000; elle a précisé que le penchant est destiné à exprimer un consensus du CFOM au sujet des incertitudes entourant les perspectives de croissance et d'inflation sur un horizon allant au-delà de la séance suivante.

Signification
imprécise du
penchant

Japon

Avec des prix à la consommation étales ou en légère baisse et un écart de PIB important et en hausse, la politique monétaire au Japon s'est surtout attachée, l'an passé, à empêcher l'économie de développer de nouvelles tendances déflationnistes.

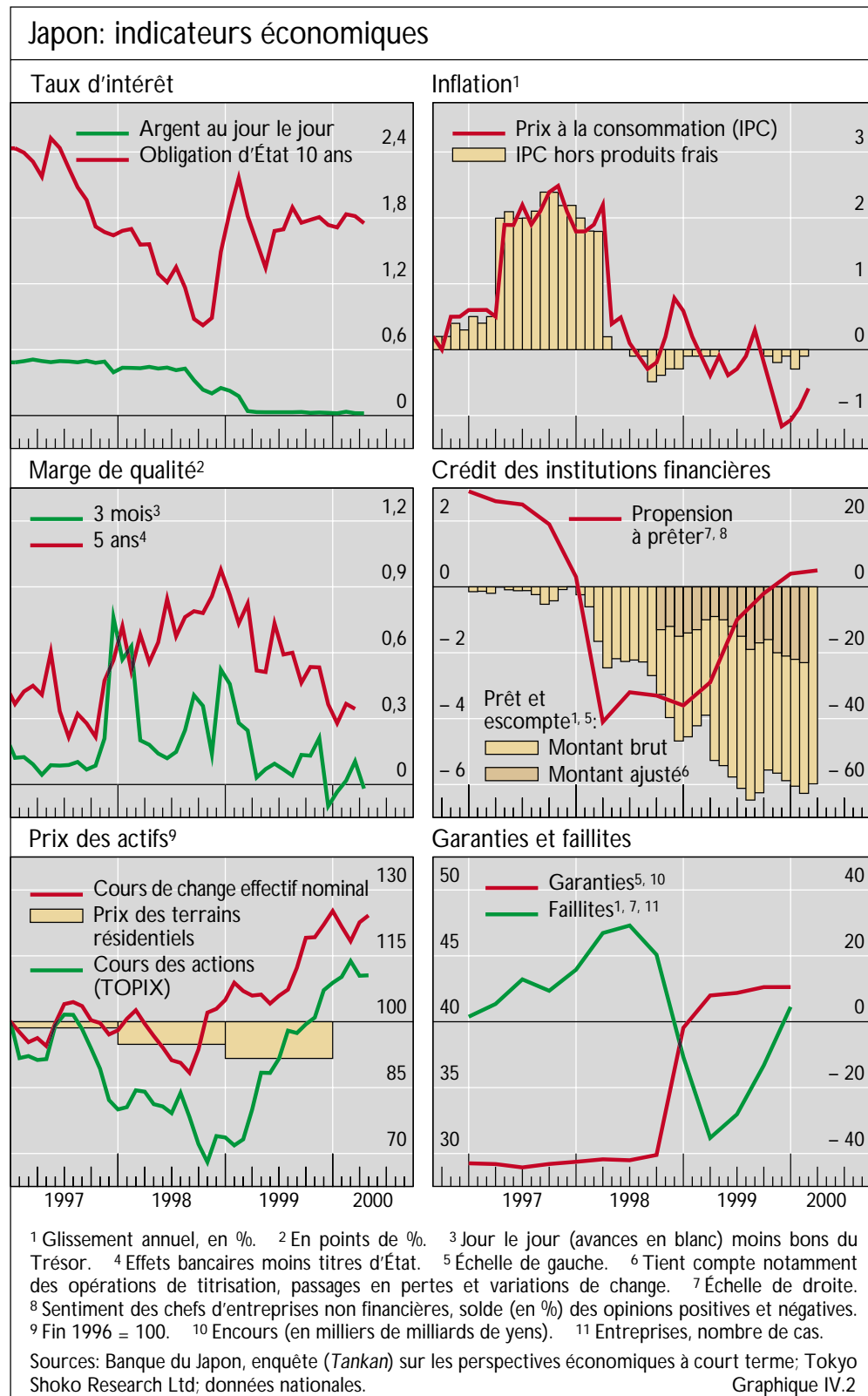
Comme le taux au jour le jour avait déjà été réduit à zéro en mars 1999, un nouvel assouplissement par le canal traditionnel des taux d'intérêt n'était pas réalisable. Puisque les taux longs avaient fortement augmenté fin 1998 et début 1999, après la présentation des mesures de relance budgétaire, alors que le secteur public apparaissait moins demandeur d'obligations d'État à long terme, la Banque du Japon a annoncé, en avril, son intention de maintenir les taux courts au niveau zéro jusqu'à dissipation des craintes de déflation. Cette initiative, qui visait à orienter les rendements obligataires à la baisse, s'est traduite, au printemps, par une diminution dans le compartiment à 10 ans. Certains signes d'amélioration des perspectives économiques ont fait redouter, durant l'été, un abandon de la politique de taux zéro, et les rendements des obligations à long terme sont alors remontés, s'inscrivant juste au-dessous de 2%. En outre, un élément plus préoccupant a été l'appréciation brutale du yen, qui a freiné l'activité. C'est seulement en fin d'année, lorsque les opérateurs ont eu une perception moins optimiste de la situation économique, que la hausse de la monnaie s'est en partie inversée.

Politique de taux
zéro ...

... maintenue

Si la politique budgétaire restait le soutien primordial de l'activité, de nombreux signes donnaient aussi à penser que les mesures prises l'année précédente pour stabiliser le système financier commençaient à porter leurs fruits. L'adoption de garanties de crédit, l'accroissement des concours des

établissements publics, la fermeture d'institutions financières insolubles et la recapitalisation de plusieurs grandes banques, mesures allant toutes dans le sens d'une expansion du crédit, ont redonné confiance aux agents économiques. La diminution des primes de risque dans le système bancaire, la propension à prêter davantage et le renchérissement des actions fournissaient des indices rassurants



d'une amélioration du sentiment vis-à-vis de la solidité du secteur financier. Malgré cela, les signes d'un renforcement marqué des conditions financières fondamentales étaient peu nombreux. Les prêts bancaires, par exemple, continuaient de se contracter, sous l'effet combiné d'une faible demande de crédit de la part des gros emprunteurs et des préoccupations de créanciers concernant la situation financière des débiteurs, surtout des plus petits.

Atténuation des préoccupations entourant le secteur financier

En réduisant à zéro le taux au jour le jour, la Banque du Japon avait intégralement mobilisé son principal instrument pour soutenir l'activité. Il était difficile de savoir dans quelle mesure elle pouvait utiliser des moyens d'action supplémentaires et exceptionnels pour assouplir encore les conditions monétaires. Pour certains, dont la Banque du Japon elle-même, de nouvelles initiatives visant à accroître la base monétaire, soit par des opérations de marché, soit par des interventions de change non stérilisées, seraient inefficaces, car les institutions financières redéposeraient leur liquidité additionnelle auprès de la banque centrale. D'autres ont ajouté que de telles mesures pourraient aller à l'encontre du but recherché si elles compromettaient l'indépendance de la Banque du Japon et engendraient une hausse des taux à long terme. Pour d'autres, cependant, un gonflement de la base monétaire pourrait pousser les établissements financiers à acquérir des actifs mieux rémunérés, telles les obligations émises par les entreprises et celles à plus long terme de l'État, ce qui en abaisserait éventuellement le rendement et stimulerait ainsi l'activité. Il a été avancé que la Banque du Japon pourrait étendre la gamme de ses opérations le long de la structure des échéances, voire agir directement sur un éventail plus large d'instruments. Ces mesures soulèveraient toutefois d'importantes questions concernant la qualité des actifs et le risque de taux acceptable et pourraient nuire à l'indépendance de la banque centrale si elle subissait de lourdes pertes.

Un débat public a également eu lieu, l'an passé, sur l'utilité d'annoncer un objectif d'inflation explicite pour susciter des attentes d'inflation au Japon, de façon à obtenir des taux d'intérêt réels anticipés inférieurs à zéro. La Banque du Japon a distingué deux types de propositions dans ce sens. Certains commentateurs avaient suggéré de fixer un objectif chiffré nettement supérieur à la bande de stabilité des prix. Considérant les coûts de l'inflation et la difficulté d'en contrôler des poussées subites, l'institut d'émission, observant quelques signes de reprise économique, n'était pas favorable à cette option. D'autres analystes avaient préconisé une stratégie d'objectif d'inflation plus classique. La Banque du Japon a estimé que cette formule soulevait aussi des questions plus larges sur la manière d'accroître la transparence de la politique ainsi que la responsabilité concernant le respect des objectifs, et elle a annoncé qu'elle procéderait à une analyse approfondie du sujet. Aucun pays ne s'est encore fixé un objectif d'inflation pour orienter les prix à la hausse, de sorte que la situation japonaise est tout à fait spécifique. En outre, l'adoption d'une telle stratégie dans la conjoncture actuelle pourrait créer des problèmes de crédibilité, puisque la banque centrale pourrait avoir du mal à persuader l'opinion qu'elle dispose d'une panoplie suffisante pour amener l'inflation à l'intérieur de la bande-objectif si les prix commençaient à baisser.

Objectif d'inflation envisagé

L'expérience récente du Japon fournit une rare occasion d'évaluer l'importance de l'impossibilité d'enregistrer des taux d'intérêt nominaux négatifs.

Seuil des taux zéro

Certains observateurs se sont appuyés sur cette contrainte de seuil pour déclarer que la politique monétaire ne devrait pas viser une inflation nulle. Il serait en effet très difficile, alors, d'obtenir des taux d'intérêt réels négatifs si la conjoncture l'exigeait. L'expérience donne à penser, toutefois, que cette conclusion est contestable. D'abord, les taux courts réels n'ont été négatifs qu'en des circonstances exceptionnelles, ce qui montre que les banques centrales n'en ont guère eu besoin pour stimuler l'économie. Ensuite, on ne connaît pratiquement pas de banque centrale qui se soit estimée contrainte d'abaisser les taux d'intérêt nominaux au voisinage de zéro. Les seuls exemples se limitent essentiellement aux États-Unis à la fin des années 30 et au Japon l'an dernier, dans des situations où de graves dysfonctionnements du secteur financier exerçaient un vif effet de contraction sur l'activité. Ces épisodes tendraient donc davantage à souligner qu'il importe de préserver la solidité du système financier plutôt qu'à démontrer l'existence d'un lien systématique entre objectif d'inflation zéro et mauvais résultats macroéconomiques.

Zone euro

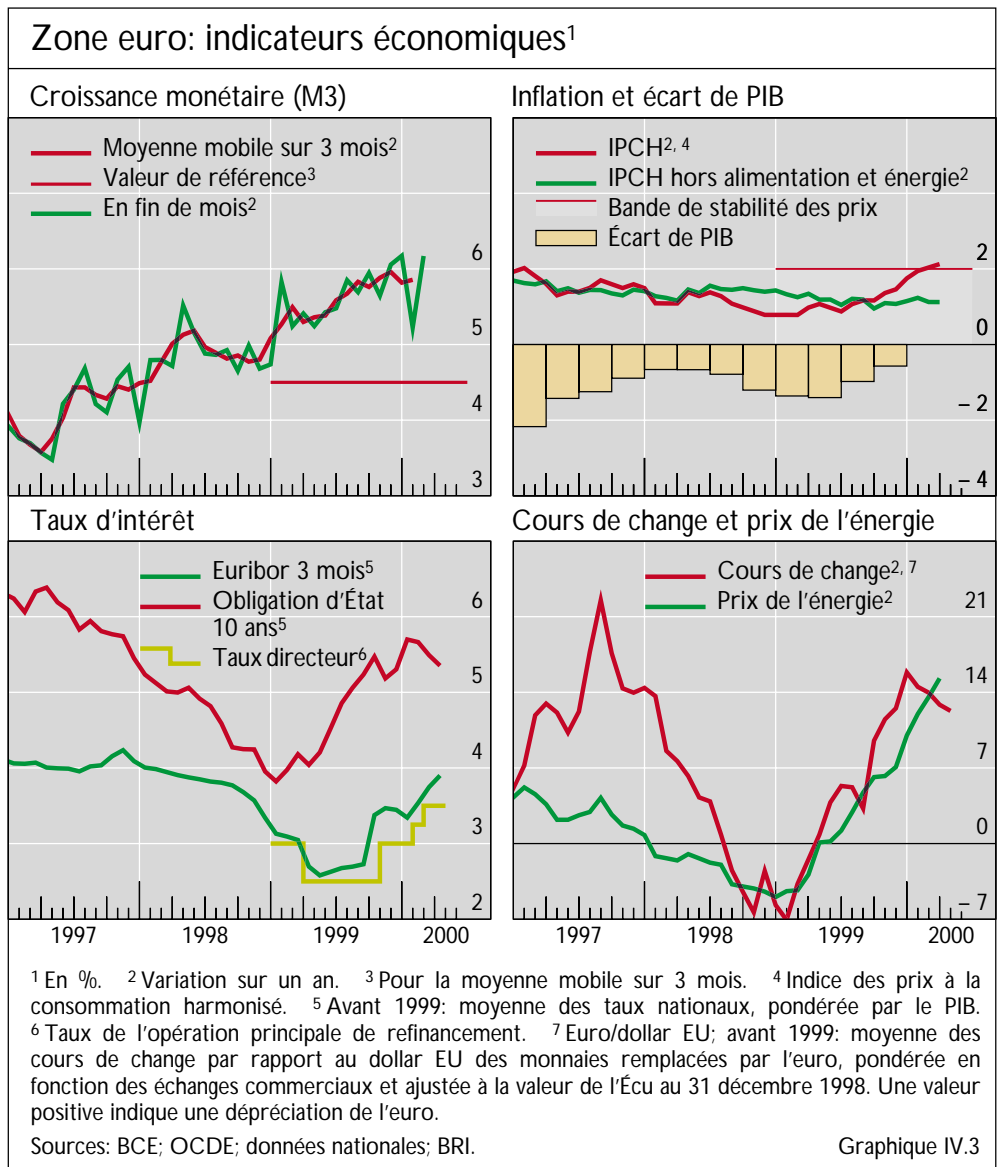
Incertitude liée à l'environnement

L'Eurosystème s'est trouvé placé dans un environnement incertain durant la première année d'existence de l'euro. Du fait de la faiblesse de la demande mondiale après les crises qui avaient touché de nombreux marchés émergents, le dynamisme des économies de la zone euro s'était nettement ralenti en 1998. La situation était morose au début de 1999; caractérisée par une détérioration de la confiance, une décélération de la croissance, un ralentissement de la hausse des prix à la consommation et une diminution des prix à la production industrielle, elle faisait craindre l'apparition de forces déflationnistes. Les conditions économiques donnaient à penser qu'un assouplissement monétaire était nécessaire. Toutefois, des pressions politiques sur l'Eurosystème appelant à un abaissement des taux d'intérêt auraient pu nuire à sa crédibilité. En fait, la décision est intervenue en avril 1999, sous la forme d'une réduction de 50 points de base du taux directeur, ramené à 2,5% pour soutenir la reprise.

Signaux différents émanant des deux «piliers»

Cette décision a été prise en présence de signaux contradictoires émanant des deux «piliers» sur lesquels repose la stratégie de l'Eurosystème: croissance de M3 et évaluation des perspectives d'inflation à partir d'une large gamme d'indicateurs économiques. En présentant cette stratégie, l'Eurosystème avait précisé qu'il ne réagirait pas systématiquement à une déviation de M3 par rapport à sa valeur de référence, mais qu'il approfondirait son analyse afin de déterminer les risques pouvant menacer la stabilité des prix. Ainsi, bien que la croissance de M3 ait été supérieure à sa valeur de référence au début de 1999 (4,5%), l'examen d'ensemble de l'évolution monétaire n'indiquait pas d'augmentation des tensions inflationnistes, de sorte que l'orientation a été décidée davantage en fonction du second pilier.

Alors que l'environnement extérieur s'améliorait et que l'euro se dépréciait, l'activité s'est progressivement renforcée durant l'année. Sous l'effet de ces évolutions et du renchérissement marqué des produits de base, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est passée de quelque 1% au premier trimestre de 1999 à 2% au début de l'an 2000. Si l'Eurosystème a défini la stabilité des prix comme une inflation inférieure à 2%,



il a souligné qu'une hausse temporaire des prix au-delà de ce niveau ne devait pas être jugée inacceptable. D'ailleurs, l'inflation sous-jacente (IPCH hors alimentation et énergie) a poursuivi son repli pendant l'année. Néanmoins, étant donné que les prévisions signalaient un risque d'inflation à partir de l'automne, l'Eurosystème a relevé son taux directeur de 125 points de base en plusieurs étapes, entre novembre 1999 et avril 2000, pour le porter à 3,75%, limitant ainsi le caractère accommodant de l'orientation monétaire. Ces mesures ont été prises sur la base des informations provenant des deux piliers, en tenant compte de la dépréciation persistante de l'euro, qui pouvait présager des risques pour la stabilité des prix par son incidence sur les importations.

Crédibilité et transparence

On peut dire que le principal défi pour l'Eurosystème, l'an passé, a été de faire la preuve de son engagement envers la stabilité des prix et de sa capacité à la préserver dans un environnement en mutation. Bien que la clarté du mandat et le degré d'indépendance conférés par le traité de Maastricht aient été destinés à

Modification du mécanisme de transmission de la politique monétaire ...

faciliter sa tâche, la conduite d'une politique axée sur cet objectif s'est néanmoins avérée complexe. L'une des difficultés venait du fait qu'aucune banque centrale n'avait jamais reçu mission, du jour au lendemain, de mener la politique monétaire d'un ensemble de grande dimension, économiquement diversifié et en évolution rapide. En outre, la mise en place de l'euro a entraîné un profond changement du cadre économique de chaque pays membre ainsi que des modifications structurelles d'une portée inconnue. Il était donc inévitable que le mécanisme de transmission de la politique monétaire à l'intérieur de la zone euro reste mal compris pendant quelque temps.

... qui rend plus complexe le cadre opérationnel

Une autre source d'incertitude provenait du cadre opérationnel de la politique monétaire. Il ne fait guère de doute que ses éléments essentiels – affirmation claire que la stabilité des prix constitue l'objectif primordial et définition chiffrée de cette stabilité pour la rendre fonctionnelle – ont été bien compris et ont reçu l'adhésion sans faille du public. Toutefois, le recours à deux piliers semble avoir été plus difficile à expliquer. Étant donné que l'un est une valeur de référence chiffrée pour la croissance de M3, certains y ont vu à tort la marque d'une stratégie d'objectif monétaire, en dépit de déclarations en sens contraire de l'Eurosystème. Par ailleurs, si les indications transmises par les deux piliers devaient normalement se rejoindre dans la conduite de la politique, elles ont été parfois contradictoires, ce qui a quelque peu opacifié les décisions. En outre, les variations prononcées du cours de change ont posé d'autres problèmes de crédibilité, bien que l'Eurosystème ait maintes fois affirmé que le cours de change n'a de pertinence dans le cadre opérationnel qu'à travers son incidence sur les perspectives d'inflation. L'Eurosystème se devra de préciser l'importance relative des deux piliers jusqu'à ce qu'il ait durablement démontré sa capacité à assurer la stabilité des prix.

Informations potentiellement contradictoires

Attention plus vigilante du public

Par sa nouveauté, l'Eurosystème a suscité un intérêt compréhensible, mais parfois peut-être trop exigeant. Les pratiques qu'il a mises en place, concernant notamment la transparence et les rapports ouverts avec les marchés financiers, qui vont plus loin à certains égards que celles d'autres banques centrales respectées, sont passées inaperçues ou ont déclenché une controverse d'une ampleur surprenante. Ainsi, on n'a pas toujours apprécié à sa juste valeur que la BCE procède à une analyse approfondie de l'évolution économique dans son bulletin mensuel, alors que de nombreuses banques centrales le font avec une périodicité trimestrielle. De même, l'adoption et la publication d'une définition chiffrée de la stabilité des prix, au contraire de la Réserve fédérale et de la Banque du Japon, n'ont guère retenu l'attention.

Nécessité de parler d'une seule voix

Des déclarations apparemment contradictoires de membres du Conseil des gouverneurs de l'Eurosystème et même d'élus sur le niveau approprié des taux d'intérêt et des cours de change n'ont guère aidé le public à comprendre le mode de conduite de la politique monétaire. S'il est souhaitable que les responsables chargés de la détermination des taux d'intérêt précisent publiquement leur analyse des conditions économiques et du mécanisme de transmission, certains commentaires interprétés à tort comme annonciateurs de décisions prochaines ont pu renforcer l'incertitude au lieu de la réduire.

Durant l'année, des critiques appuyées ont été suscitées par la décision de l'Eurosystème de ne pas rendre publics les procès-verbaux détaillés, avec mention

des votes, des séances du Conseil des gouverneurs. Quoique la clarté soit à présent jugée essentielle à l'efficacité en matière monétaire, l'exigence de transparence présente plusieurs facettes. Si les banques centrales ont opté pour la clarté en ce qui concerne leurs objectifs, instruments, procédures de décision ainsi que mesures d'orientation et logique qui les justifie, elles sont encore nombreuses à ne pas publier de procès-verbaux ni de votes, conscientes qu'une telle réserve permet de dissocier les sphères monétaire et politique. Cela peut renforcer l'indépendance de l'institut d'émission et limiter les possibilités d'interférences politiques dans l'élaboration de l'orientation monétaire. Pour être efficace, la stratégie monétaire doit également bénéficier du soutien du public. En la faisant reconnaître comme une activité technique menée de manière apolitique, cette adhésion est plus facile à obtenir. De telles considérations peuvent revêtir une importance particulière dans le cadre de l'Eurosystème, placé dans un environnement politique exceptionnellement complexe: révéler les positions et les votes des représentants des divers pays par la publication des procès-verbaux pourrait les exposer à des pressions de groupes d'intérêt nationaux.

Absence de publication des procès-verbaux et des votes ...

... dans un environnement politique complexe

Publication de prévisions

L'Eurosystème a également été critiqué pour ne pas publier ses prévisions d'inflation, bien qu'il ait indiqué son intention de le faire. Or, les banques centrales, qu'elles appartiennent ou non à la zone euro, s'interrogent encore sur la meilleure façon de procéder. L'une des questions concerne la «propriété» de ces prévisions. Pour qu'elles soient jugées représentatives de l'opinion des responsables de la politique monétaire, il est essentiel que ceux-ci participent activement à leur préparation. Pour des raisons géographiques, cette condition est difficilement réalisable dans le cas de l'Eurosystème, puisque la plupart des membres du Conseil résident dans leur pays d'origine. Une autre possibilité consisterait, pour l'Eurosystème, à publier ses propres projections, sur lesquelles les responsables pourraient se fonder ou non pour déterminer les taux directeurs. Cependant, cette publication ne servirait pas nécessairement à clarifier le choix des facteurs influençant les décisions. La diffusion de prévisions pourrait même être source de problèmes si celles-ci produisaient des effets indésirables sur les processus économiques: une prévision de croissance salariale, par exemple, pourrait être utilisée comme plancher dans des négociations collectives.

«Propriété» des prévisions

Une autre question concerne la meilleure façon de porter les prévisions à la connaissance du public. Le nœud du problème est qu'elles se fondent sur l'hypothèse de taux directeurs constants durant la période de projection et peuvent pronostiquer une trajectoire non souhaitée des prix et de la production. Elles pourraient donc être à l'origine d'un relèvement des taux d'intérêt qui modifierait les conditions économiques, ce qui infirmerait les prévisions. Si, à l'inverse, les prévisions intégraient les réactions endogènes de la politique monétaire, elles perdraient leur pertinence en matière d'inflation, puisqu'elles seraient nécessairement conformes à l'objectif, à l'horizon fixé par la banque centrale pour y parvenir. L'attention se porterait alors sur l'évolution des taux directeurs contenue implicitement dans ces prévisions. Or, les banques centrales peuvent être réticentes à rendre publiques des projections de taux courts, étant donné que tout écart par rapport au niveau prévu, même justifié par des

Complexité de la communication

informations ultérieures, pourrait être perçu comme une sorte d'artifice de la banque centrale et nuire ainsi à sa crédibilité. Qui plus est, il n'est pas forcément utile d'informer le public sur la trajectoire attendue des taux d'intérêt, à moins de préciser d'abord comment sont déterminés les taux courts. Il est essentiel que le public connaisse la fonction de réaction des autorités pour déterminer l'incidence de toute nouvelle information sur le réglage des instruments de politique monétaire.

Pays à objectif d'inflation

Dans la première moitié de la décennie, plusieurs pays industriels (notamment Nouvelle-Zélande, Canada, Royaume-Uni, Suède et Australie) ont adopté un objectif d'inflation explicite. L'an passé, la Suisse a retenu une stratégie similaire fondée sur un large éventail d'indicateurs, en vue de préserver la stabilité des prix par référence à des prévisions d'inflation. Les économies émergentes tendent également vers une approche de cette nature, qui vient d'être annoncée par le Brésil, la Pologne, la République tchèque et l'Afrique du Sud.

Dans les pays industriels à objectif d'inflation, les taux directeurs ont été généralement abaissés en 1998 et au début de 1999, principalement parce que la hausse des prix était revenue près de la limite inférieure de la bande-objectif, en raison de la chute des prix des produits de base et du ralentissement de la croissance mondiale. Puis, au fil des mois, cette dernière s'est accélérée, les prix du pétrole ont fortement augmenté, les cours des autres matières premières se sont stabilisés ou sont légèrement remontés, de sorte que la politique a été resserrée en conséquence.

Les autorités des pays industriels à objectif d'inflation se sont demandé si leur économie ne bénéficierait pas rapidement de gains de productivité aussi prononcés qu'aux États-Unis, de sorte qu'elles ne seraient pas tenues de relever leurs taux directeurs autant que la situation paraissait le justifier. Cette éventualité semblait confirmée par des ratios cours/bénéfices records. Or, si la productivité du travail a progressé, à des degrés variables selon les pays, l'accroissement n'a pas été durablement élevé dans l'ensemble et s'est situé généralement juste au-dessus de la moyenne. Le renforcement de l'intensité en capital, qui a pu contribuer aux gains de productivité, a été beaucoup plus marqué aux États-Unis qu'ailleurs.

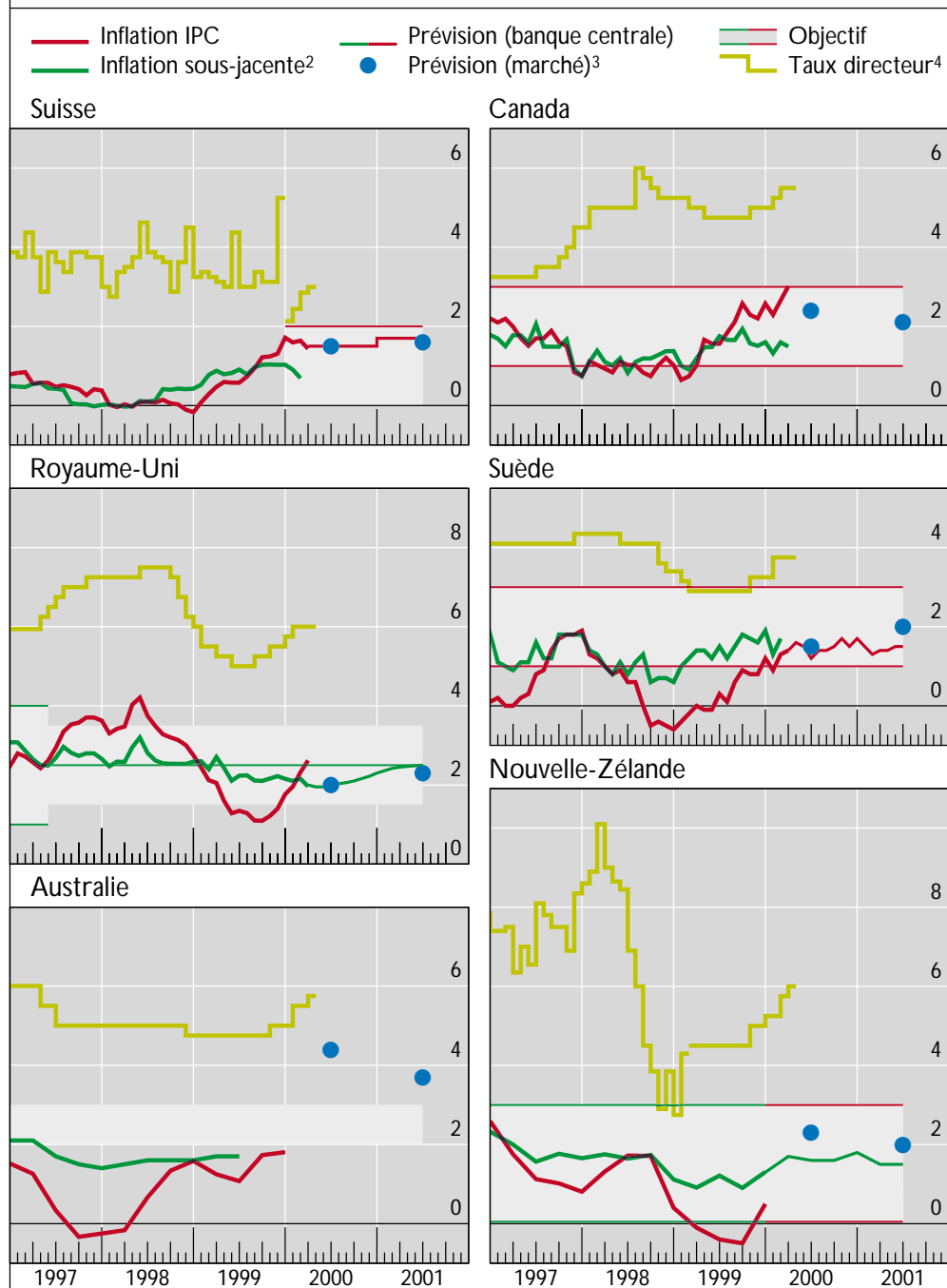
La Banque du Canada a relevé ses taux directeurs à trois reprises pendant la période sous revue, après plusieurs baisses, dont la dernière en mai 1999. Bien que ces décisions (en novembre 1999 et au début de l'an 2000) aient fait suite à un resserrement aux États-Unis, un écart de taux négatif subsistait avec le voisin américain. Le dollar canadien s'est pourtant montré stable, en partie sous l'effet du renchérissement des matières premières, ce qui a permis à la Banque du Canada de se concentrer sur les autres facteurs d'inflation. En particulier, une large gamme d'indicateurs, notamment demande intérieure et taux de chômage, donnait à penser que l'économie était parvenue au maximum de ses capacités. Confirmant cette opinion, la hausse des prix s'accroissait, l'inflation sous-jacente se situant juste au-dessous du point médian (2%) de la fourchette-objectif. Cette légère accélération, associée à la vigueur de la

Resserrement
généralisé

Marge encore
importante de gains
de productivité

Canada

Pays à objectif d'inflation: inflation et taux directeur¹



La Suisse ne s'est pas assigné d'objectif d'inflation, mais recourt à une stratégie de prévision d'inflation tenant compte de nombreux indicateurs, essentiellement axée sur une définition chiffrée de la stabilité des prix.

¹ Taux d'inflation: glissement annuel, en %. Objectif: IPC pour le Canada, la Suède, l'Australie (depuis octobre 1998) et la Nouvelle-Zélande (depuis 2000); inflation sous-jacente pour le Royaume-Uni (ainsi que, auparavant, pour l'Australie et la Nouvelle-Zélande). ² Suisse et Canada: IPC hors alimentation et énergie (et impôts indirects pour le Canada); Royaume-Uni: indice des prix de détail hors paiements d'intérêts hypothécaires; Suède: IPC hors impôts indirects, subventions et frais d'intérêts hypothécaires; Australie: IPC hors denrées alimentaires saisonnières, produits pétroliers, paiements d'intérêts hypothécaires, tarifs du secteur public et autres prix volatils (publication suspendue en juin 1999); Nouvelle-Zélande: IPC hors services de crédit. ³ Sur l'année; IPC (Royaume-Uni et Nouvelle-Zélande: inflation sous-jacente), enquêtes d'avril 2000. ⁴ Suisse: Libor 3 mois, la bande-objectif étant de 50 points de base de part et d'autre (avant 2000: taux lombard); Canada: limite supérieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation; Royaume-Uni et Suède: taux des prises en pension; Australie: taux des liquidités; Nouvelle-Zélande: taux des liquidités (avant mars 1999: argent au jour le jour).

Sources: © Consensus Economics; données nationales.

Graphique IV.4

demande et aux menaces d'inflation importée des États-Unis, a amené la Banque du Canada à durcir son orientation.

Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, l'activité morose au début de 1999 et l'inflation sous-jacente inférieure à l'objectif ont incité la Banque d'Angleterre à poursuivre l'assouplissement monétaire jusqu'en juin. En septembre, cependant, un retournement de conjoncture s'est fait sentir. La croissance dépassait sa moyenne tendancielle (quelque 2,5%) et l'un des principaux indicateurs du chômage s'est inscrit à son plus bas niveau depuis vingt ans, ce qui traduisait la montée des tensions sur les capacités. L'appréciation progressive de la livre entraînait toutefois un abaissement salubre des prix à l'importation. Sur l'année, l'inflation sous-jacente demeurait au-dessous de l'objectif de 2,5%, même si la Banque d'Angleterre prévoyait, à la fin de l'été 1999, une accélération en 2000 et 2001. Ces considérations ont justifié un changement d'orientation en septembre 1999, le taux des pensions étant porté à 6% en plusieurs étapes. Dans ces conditions, un retour graduel de l'inflation vers l'objectif était attendu pour 2001.

Ce relèvement du taux des pensions pourrait aussi s'expliquer par des préoccupations du Comité de politique monétaire (CPM) concernant les prix des actifs. Le ratio cours/dividende a atteint un sommet historique; les prix de l'immobilier ont vivement progressé en 1999, l'enquête Halifax indiquant un renchérissement des logements proche de 10% en rythme annuel dès la fin de l'été. Les autorités monétaires britanniques, contrairement à leurs homologues des États-Unis, ne semblaient pas pouvoir compter sur une réduction des tensions inflationnistes par le biais de gains de productivité imprévus.

Les perspectives d'inflation au Royaume-Uni comportaient principalement deux sources d'incertitude: l'évolution probable du cours de change et l'éventuelle intensification de la concurrence intérieure. Les prévisions d'inflation établies sur la base d'un cours de change variant en fonction des écarts de taux d'intérêt donnaient, à deux ans, un chiffre supérieur de plus de 1/2 point à celles fondées sur un cours de change stable (estimation à trajet aléatoire). En outre, ces deux modèles de projection, bien qu'ayant leurs mérites, ne sont pas très fiables. Quant à la possibilité d'une forte intensification récente de la concurrence intérieure, elle reste à confirmer. Si elle est vérifiée, l'économie britannique pourrait avoir bénéficié d'un facteur ponctuel de réduction des tensions inflationnistes.

Suède

En Suède également, l'inflation s'est accrue dans la dernière partie de 1999, entraînant une augmentation du taux des pensions, première inflexion de l'orientation depuis la fin de la phase de détente, en mars 1999. En fait, les prévisions pour 2001 montraient un dépassement de l'objectif (fixé à 2%), dû à la vigueur de la demande intérieure et au renchérissement des prix à l'importation. Malgré ce durcissement et la stabilité de la couronne, l'accélération de la croissance mondiale a entraîné une révision en hausse des perspectives économiques, la production devant excéder les capacités au début de 2001.

Australie

Les dollars australien et néo-zélandais ont été relativement stables en 1999, après une année de forte dépréciation liée à la baisse des cours des produits de base. Les responsables de la politique monétaire ont donc, dans les deux pays, concentré leur attention sur les autres facteurs d'inflation, estimés favorables pendant la majeure partie de la période. La Banque de Réserve d'Australie n'en a pas moins jugé nécessaire de durcir son orientation en novembre 1999, puis au

début de l'an 2000, pour les mêmes raisons qu'au Canada, au Royaume-Uni et en Suède: la vigueur inattendue de la croissance mondiale et de la demande intérieure. Cette dernière a été alimentée notamment par les effets de richesse découlant surtout du vif renchérissement des logements. En conséquence, l'indice des prix à la consommation devrait se situer dans la partie supérieure de sa fourchette-objectif au milieu de l'an 2000.

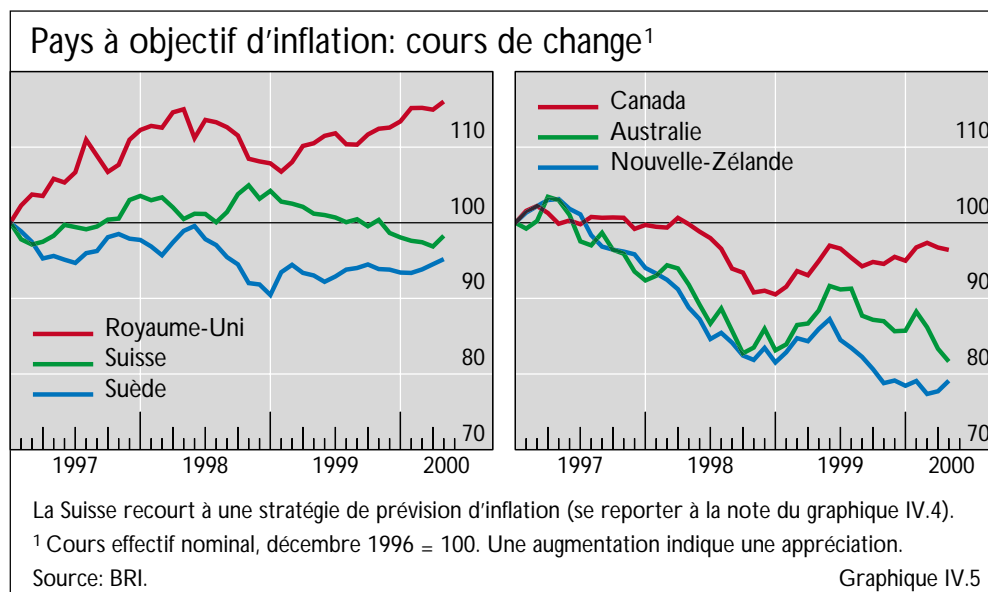
En Nouvelle-Zélande, la Banque de Réserve a laissé son taux officiel des liquidités inchangé pendant la majeure partie de 1999. Cette attitude, justifiée par le fait que les prévisions d'inflation respectaient l'objectif, permettait néanmoins une expansion de la demande de quelque 3%, laissant la production se rapprocher de son potentiel. En novembre, l'institut d'émission a relevé ses taux de 1/2 point en raison de la vigueur de la croissance et de la dépréciation de la monnaie, qui avait quelque peu assoupli les conditions monétaires. Au début de l'an 2000, l'économie continuait d'indiquer des prémices de surchauffe, qui ont suscité un durcissement de l'orientation.

Nouvelle-Zélande

Une stratégie axée sur un objectif d'inflation ne s'interdit pas de rechercher accessoirement la stabilisation à court terme d'autres variables économiques. D'ailleurs, en décembre 1999, le Trésor et la banque centrale de Nouvelle-Zélande ont révisé l'accord sur les objectifs de la politique monétaire, précisant expressément, comme but annexe, qu'il convenait d'éviter d'inutiles fluctuations, en courte période, de la production, des taux d'intérêt et du cours de change, sans toutefois interférer avec la stratégie à long terme d'objectif d'inflation poursuivie depuis longtemps. En principe, le nouvel accord sert à donner relativement plus de poids à ces variables qu'à l'inflation dans la stabilisation à court terme. Il est cependant difficile d'évaluer l'incidence pratique de cette modification sur la conduite de la politique monétaire, étant donné qu'il existe de bonnes raisons de penser que la Banque de Réserve a, par le passé, cherché à éviter d'importantes fluctuations «inutiles» de ces variables.

La Banque nationale suisse a annoncé, en 1999, l'adoption d'une nouvelle stratégie fondée sur ses prévisions d'inflation. Dans ce dispositif, celles-ci portent

Nouvelle stratégie en Suisse



sur les trois années à venir et sont publiées en décembre, la politique étant ajustée en conséquence. Alors qu'auparavant la BNS avait recours à des objectifs intermédiaires de masse monétaire, désormais elle base expressément ses décisions sur une large gamme d'indicateurs. La réaction de la politique monétaire à l'évolution du franc suisse par rapport à l'euro reste toutefois imprécise. Il est à noter que, si le franc a fluctué notablement dans un sens et dans l'autre depuis le début de la décennie, sa variation en 1999 est demeurée à l'intérieur d'une fourchette étroite (chapitre V).

Définition de la stabilité des prix

Dans cette nouvelle stratégie, la stabilité des prix est définie comme une hausse de l'IPC inférieure à 2%, valeur de référence identique à celle de l'Eurosystème et d'un niveau semblable à celui qui a été retenu par les pays à objectif d'inflation explicite. En outre, la BNS a modifié les modalités de mise en œuvre de sa politique, afin d'accroître la transparence de ses opérations. Elle a retenu comme principal instrument une bande-objectif pour le Libor franc suisse 3 mois au lieu du taux de croissance de la base monétaire.

Politique monétaire et incertitude

Insistance accrue sur les éléments d'incertitude

Les banques centrales ont de plus en plus souligné les contraintes que l'incertitude inhérente à l'environnement économique impose dans la conception et la conduite de la politique monétaire. Ce faisant, elles ont pris soin d'en distinguer les différentes sources.

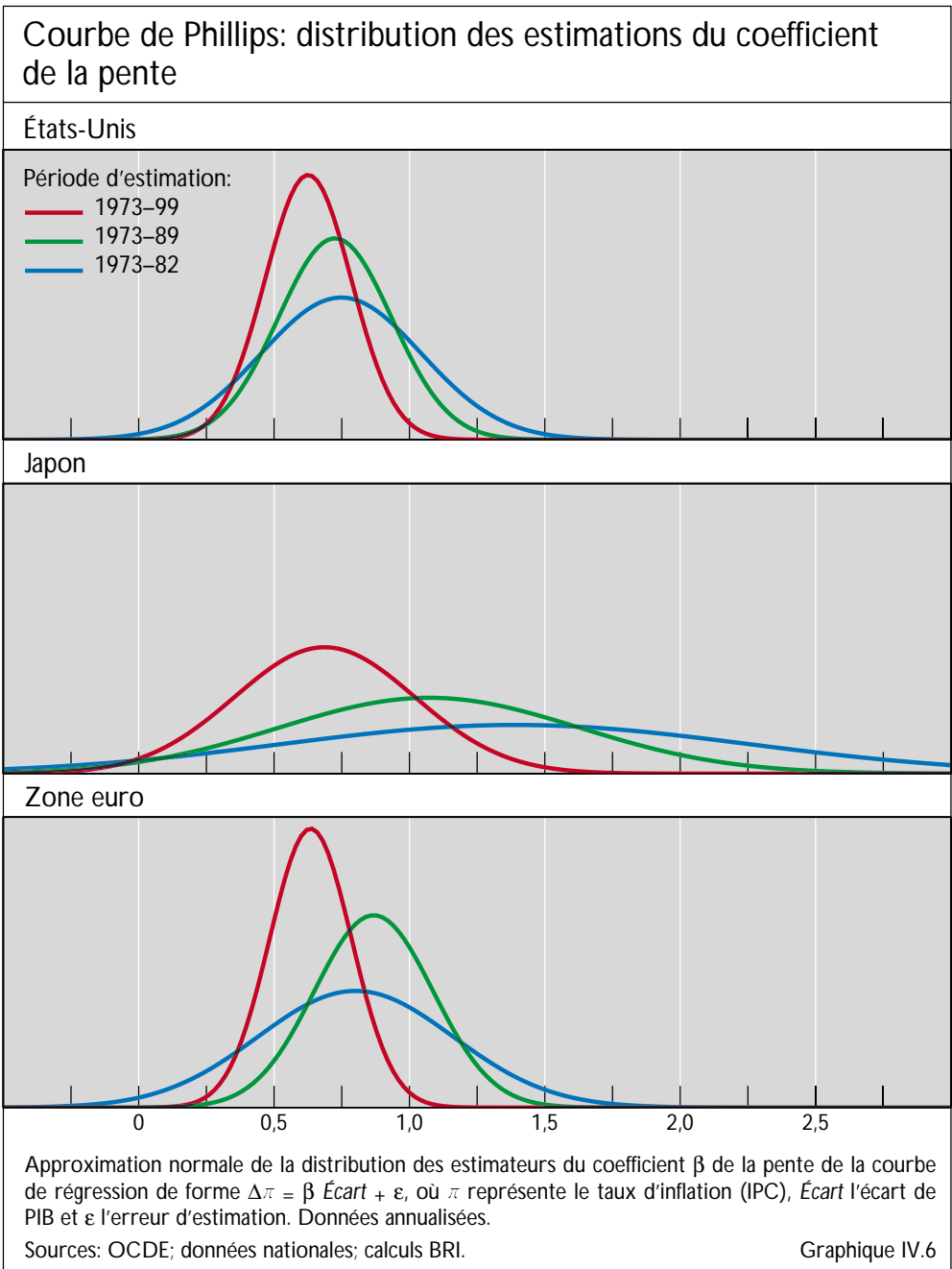
Sources d'incertitude

Incertaineté liée à la structure de l'économie ...

Parmi les diverses sources d'incertitude, la plus évidente concerne la structure de l'économie. Par exemple, on s'est interrogé l'an passé sur la capacité de la Banque du Japon à influencer les taux d'intérêt au-delà du compartiment à court terme. Mais, même lorsqu'il existe un large consensus sur les aspects structurels, une grande indétermination peut subsister quant à l'évaluation du rapport quantitatif exact entre paramètres. C'est ainsi que, dans des économies relativement fermées telles que les États-Unis ou la zone euro, il est essentiel, pour définir la politique monétaire, de mesurer le degré de sous-utilisation des capacités et sa relation avec l'inflation, habituellement illustrée par la courbe de Phillips; or, cette estimation est de nature imprécise et varie dans le temps.

... à l'estimation des paramètres ...

Le graphique IV.6 représente, au moyen d'estimations, la distribution de probabilités relative à l'incidence de l'écart de PIB sur l'inflation pour les États-Unis, le Japon et, sur la base de données synthétiques, la zone euro. Bien que l'exercice, qui fait abstraction de l'importante question du mode d'évaluation de l'écart de PIB, ne soit présenté qu'à titre d'illustration, il n'en est pas moins révélateur des problèmes qui se posent. En particulier, la largeur des courbes de distribution montre l'incertitude qui caractérise la relation. Par exemple, alors que, pour les trois économies, un PIB supérieur de 1 point au potentiel est associé à une hausse de l'inflation de quelque 0,6 point de pourcentage (chapitre II), l'incidence peut varier de 0,25 à 1 point dans le cas des États-Unis et de la zone euro, et même davantage pour le Japon, puisqu'elle pourrait être négligeable ou beaucoup plus prononcée. En outre, le fait que le pic de distribution se déplace à mesure qu'on allonge la période d'échantillon donne à



penser que la relation évolue dans le temps d'une façon qui peut être imprévisible.

L'incertitude provient également du fait que de nombreuses variables macroéconomiques importantes ne sont pas tangibles; c'est surtout le cas des anticipations, qui jouent pourtant un rôle essentiel dans la détermination des prix des actifs, notamment les cours de change et les rendements obligataires, et dans la fixation des prix des biens et services. Ce côté abstrait empêche d'identifier clairement les sources des mouvements des prix des actifs et, plus généralement, l'incidence de l'action des autorités sur les variables économiques pertinentes.

... aux variables non tangibles ...

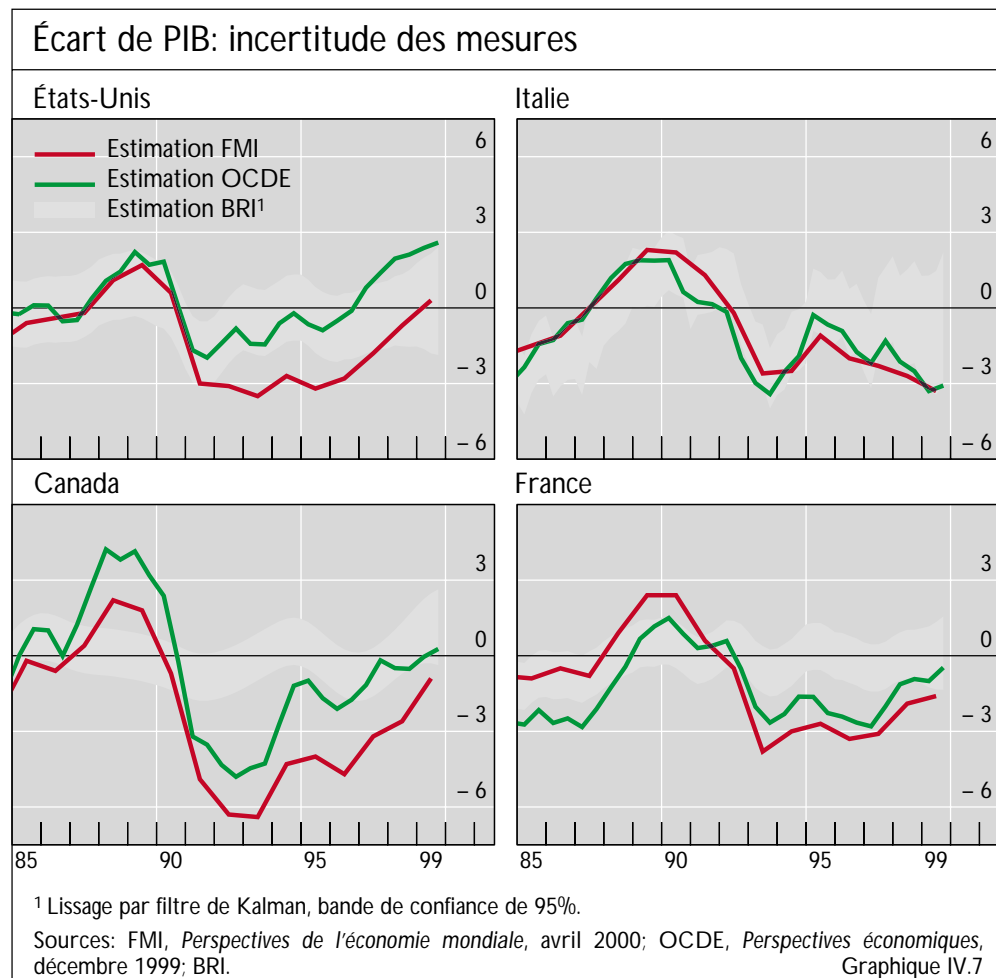
On trouve une deuxième illustration des difficultés que présentent des séries économiques non tangibles pour les responsables en comparant diverses mesures

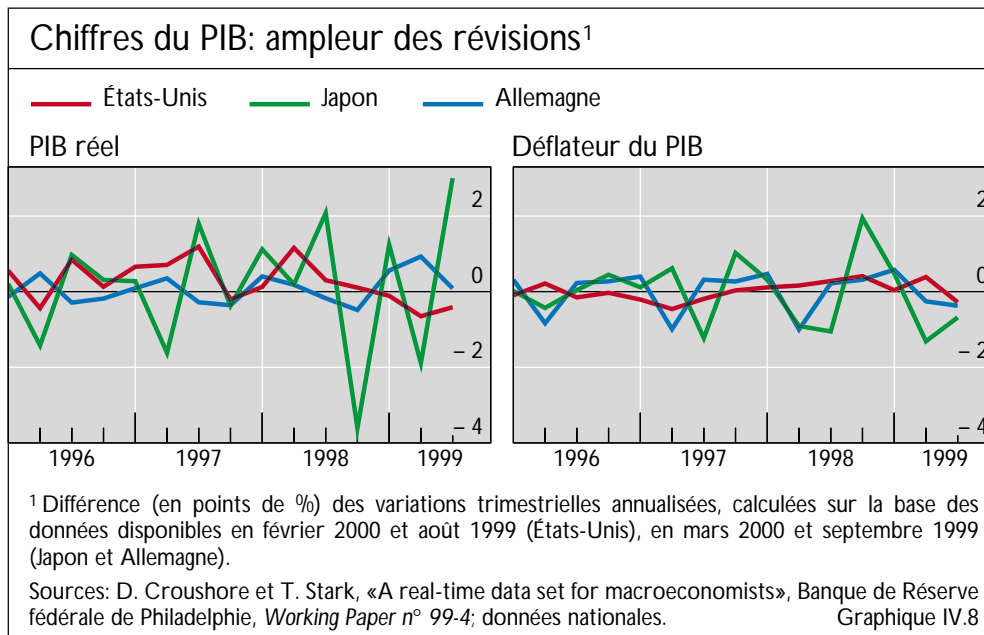
de l'écart de PIB. Cette variable, bien que non directement observable, joue habituellement un rôle important dans l'évaluation des tensions inflationnistes. Le graphique IV.7 en présente, pour quatre pays, trois estimations, qui accusent des divergences parfois marquées. Le fait que, souvent, la bande de confiance de 95% de l'une ne recouvre pas le tracé linéaire des autres montre l'ampleur de l'incertitude.

... et aux données

Une source supplémentaire d'incertitude a trait aux données. Après la publication de chiffres provisoires, de nombreuses séries temporelles font l'objet de révisions, parfois fréquentes, pour divers motifs: inclusion de données additionnelles, ajustement des facteurs de correction saisonnière et redéfinition des variables. L'adoption récente, dans plusieurs pays, de nouvelles méthodes d'élaboration des comptes nationaux a, dans certains cas, engendré des modifications substantielles du PIB réel et de ses composantes.

Pour bien montrer l'ampleur des révisions des données utilisées par les responsables monétaires, le graphique IV.8 fait ressortir les différences entre des chiffres trimestriels du PIB calculés récemment et d'autres obtenus six mois auparavant. Il apparaît que, sur une période aussi brève, les valeurs de croissance publiées ont subi une variation pouvant aller jusqu'à 3,6 points (en taux annualisé). Sur les échantillons, les écarts les plus frappants concernent le Japon, mais ils sont également sensibles pour les États-Unis et l'Allemagne. Des révisions





d'une telle ampleur peuvent compliquer la tâche des autorités, par exemple pour étayer leurs décisions de politique monétaire sur les valeurs récentes de l'écart de PIB.

Conséquences pour la communication des décisions

Les banques centrales ont mis l'accent, ces dernières années, sur le degré d'incertitude entourant l'élaboration de leur politique. C'est ainsi qu'elles prennent davantage en compte, dans la détermination de leurs objectifs, les contraintes qui en découlent. En définissant la stabilité des prix comme un niveau d'inflation inférieur à 2%, l'Eurosystème a explicitement reconnu l'incertitude résultant d'erreurs de mesure dans l'indice IPCH. En outre, les instituts d'émission dotés d'un objectif d'inflation explicite le formulent souvent en termes de bande, parfois par référence à une mesure sous-jacente, moins sujette à des variations imprévisibles. De même, plusieurs banques centrales, lorsqu'elles livrent leur sentiment sur l'évolution future de l'économie, ont commencé à publier des distributions de probabilités estimées pour l'inflation et le PIB réel. En s'abstenant de fournir des prévisions précises, voire en minimisant leur importance, elles peuvent ainsi communiquer au public cette notion d'incertitude. D'ailleurs, certaines ont choisi de diffuser les procès-verbaux des débats consacrés à l'orientation monétaire, en dépit des problèmes notés précédemment, en partie afin de montrer les difficultés que rencontrent les responsables pour se faire une opinion sur les conditions économiques courantes et les perspectives à court terme.

Plusieurs facteurs ont incité les autorités à mettre davantage l'accent sur les conséquences de ces incertitudes dans leurs communications au public sur la politique monétaire. Le premier réside dans le renforcement de la transparence et de la responsabilité des banques centrales. Plus la conduite de la politique est ouverte, plus il importe que la banque centrale reconnaisse les contraintes auxquelles elle est soumise, pour prévenir des critiques injustifiées qui pourraient

Choix de fourchettes pour les objectifs ...

... et les prévisions

Accent sur la transparence ...

... l'importance
accrue des
prévisions ...

... les modifications
structurelles ...

... et le rôle des
prix des actifs

nuire à sa crédibilité. Étant donné qu'il est de plus en plus fréquent d'assigner à la banque centrale l'objectif primordial de stabilité des prix, en termes chiffrés, celle-ci doit être à même d'expliquer les raisons de tout écart par rapport à cet objectif. Deuxièmement, à mesure que les autorités ont délaissé les agrégats monétaires et les cours de change comme objectifs intermédiaires, leur stratégie a pris une dimension plus globale et plus prospective, dans laquelle les prévisions jouent un rôle clé. Puisque celles-ci sont par nature imprécises, et que les risques de l'évaluation sont fréquemment asymétriques, la notion d'incertitude est naturellement passée au premier plan dans les discussions stratégiques et les communications au public à leur sujet. Troisièmement, ainsi que l'a montré l'analyse précédente, de nombreux éléments des relations économiques essentielles, telle la courbe de Phillips, présentent une grande part d'incertitude, supérieure encore à ce qui ressort de ces exemples, basés sur l'hypothèse d'une structure économique stable. En effet, les modifications structurelles dues, notamment, à la libéralisation financière ou aux innovations technologiques sources de gains de productivité amplifient le degré d'incertitude. Finalement, étant donné l'imprécision qui entoure les prix des actifs (niveau adéquat, réaction aux modifications des taux et autres instruments de politique monétaire ainsi que répercussions potentielles sur les conditions économiques globales), on peut dire que, depuis quelques années, les banques centrales sont confrontées à un degré d'imprévisibilité accru.