

IV. Politique monétaire dans les pays industriels avancés

Faits saillants

Alors que l'inflation avoisine zéro dans certaines économies et que les prix baissent même dans d'autres, les questions concernant le choix de la politique monétaire appropriée dans des conditions de quasi-stabilité des prix ont acquis une importance nouvelle l'an passé, dans les principaux pays industriels. L'une d'elles est de savoir comment les banques centrales peuvent empêcher une diminution des prix d'engendrer des anticipations de baisses supplémentaires. La persistance de taux moyens d'inflation proches de zéro sur une certaine durée conduit aussi à s'interroger sur les avantages respectifs d'objectifs établis en termes de niveau des prix ou d'inflation. La possibilité d'une perte d'efficacité de la politique monétaire en période de stabilité ou de recul des prix constitue un autre sujet de préoccupation. Par ailleurs, les turbulences sur les marchés internationaux des capitaux après la crise russe d'août dernier amènent à se demander dans quelle mesure les autorités monétaires devraient réagir à une évolution des marchés des actifs quand rien n'indique qu'elle a commencé d'influer sur les prix des biens et services.

Les conditions monétaires ont été assouplies aux États-Unis, malgré la vigueur de la croissance et l'apparition de tensions sur le marché du travail, en raison de perspectives d'inflation favorables et dans l'attente d'un ralentissement économique. Les difficultés liées à la conduite de la politique monétaire en présence d'une très faible inflation et d'une volatilité des marchés des capitaux sont apparues le plus nettement au Japon, où les autorités ont été confrontées à une vive détérioration de l'économie et des marchés. Si les taux d'intérêt à court terme ont été pratiquement réduits à zéro, de sérieuses lacunes dans le système financier semblent avoir rendu les banques et les ménages moins sensibles aux incitations monétaires.

L'avènement de l'euro en janvier 1999 a constitué un événement exceptionnel durant la période sous revue. À cet égard, l'attention des autorités s'est d'abord portée, l'an passé, sur la nécessité de déterminer le niveau vers lequel les taux d'intérêt devaient converger pendant la phase de transition vers l'UEM. Malgré une conjoncture relativement favorable dans plusieurs petites économies de la zone euro, la faiblesse de l'activité en Allemagne et en Italie – qui représentent conjointement quelque 50% du PIB de la zone – et l'incertitude entourant les perspectives mondiales de reprise ont conduit à opter pour un niveau de 3%. Ce choix a entraîné un abaissement des taux d'intérêt, même là où ils étaient jusqu'alors les plus bas. La Banque centrale européenne (BCE) a dû se doter des moyens de conduire sa politique dans l'environnement totalement nouveau qui résultait de l'instauration de la monnaie unique. À cette fin, elle a adopté un dispositif comportant trois volets: une définition quantifiée de la stabilité des prix, objectif primordial de la politique monétaire; une valeur de

référence pour la croissance de M3, variable clé; une évaluation des perspectives d'inflation reposant sur une large gamme d'indicateurs. Ce dispositif combine ainsi des éléments relevant de stratégies en termes d'objectifs d'agrégat monétaire et d'inflation.

Dans les pays dotés d'un objectif d'inflation, l'orientation monétaire a été également assouplie l'an passé, les banques centrales ayant pris des mesures pour que l'inflation reste ou remonte à l'intérieur de la bande cible en dépit du ralentissement de l'activité et de l'atténuation concomitante des pressions sur les prix. Cette détente est intervenue malgré une dépréciation du change due à la baisse des cours des produits de base dans la plupart de ces pays. Les autorités, en effet, ont généralement considéré que les pressions sur le change constituaient une perturbation de l'économie réelle, à laquelle la politique monétaire n'avait pas à réagir. Au Canada, la rapidité de la dépréciation de la monnaie a fait craindre l'apparition d'anticipations de poursuite du mouvement, ce qui a amené la Banque du Canada à relever temporairement ses taux directeurs.

États-Unis

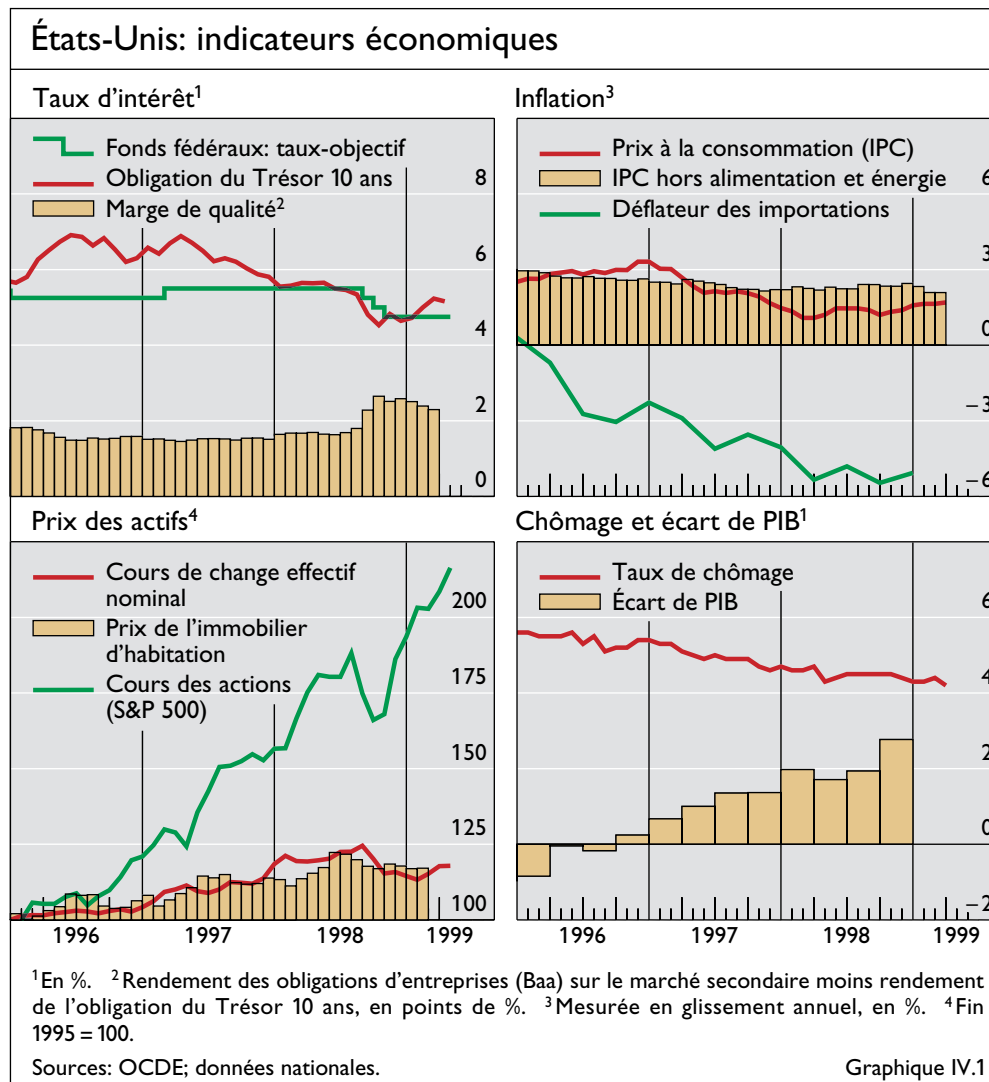
Pour évaluer les perspectives d'inflation, la Réserve fédérale a dû examiner soigneusement, ces derniers temps, les conditions prévalant sur les marchés des capitaux, en plus des indicateurs conjoncturels plus traditionnels. Avec une croissance du PIB de 3,9% en 1998, une production dépassant constamment les précédentes estimations du potentiel et un taux de chômage au plus bas depuis près de trente ans, les autorités devaient prendre en compte une possible intensification des pressions inflationnistes. En outre, la hausse des prix des actifs amenait à redouter le développement d'une bulle financière, considération qui allait également dans le sens d'un durcissement. Toutefois, avec le ralentissement mondial de l'activité, faisant chuter les cours des produits de base et énergétiques, et l'appréciation du dollar jusqu'en août, les pressions inflationnistes sont restées modérées, de sorte que l'orientation monétaire a été maintenue jusqu'à la fin de l'été.

Maintien de l'orientation monétaire jusqu'à la fin de l'été ...

La crise financière russe de la mi-août a suscité, notamment aux États-Unis, beaucoup d'incertitudes sur les marchés des capitaux, pouvant comporter d'importantes implications pour la demande intérieure et les perspectives d'inflation. En minorant la richesse des ménages et en renchérissant le coût du capital, une forte baisse des cours des actions aurait pu freiner les dépenses de consommation et d'investissement. De plus, d'amples primes de risque, un haut degré de volatilité et une contraction de la liquidité dans de nombreux segments du marché augmentaient la probabilité de pertes substantielles pour les institutions financières, susceptibles d'entraîner un durcissement des conditions du crédit. Pour protéger l'économie et se prémunir contre un ralentissement d'une ampleur inattendue, la Réserve fédérale a réduit les taux d'intérêt de 75 points de base au total, les ramenant à 4,75% en trois étapes (septembre, octobre et novembre). Les conditions se sont alors améliorées sur les marchés des capitaux. Les cours des actions, qui avaient chuté de 19% entre mi-juillet et fin août, repartaient à la hausse, pour gagner 34% fin mars 1999. La politique monétaire est restée inchangée par la suite, en l'absence d'indices

... quand la crise russe a rendu les marchés des capitaux très instables

Assouplissement en automne



d'intensification des pressions inflationnistes, et ce malgré la persistance d'une croissance rapide et des tensions sur le marché du travail.

D'amples variations des prix des actifs financiers, comme celles de l'automne dernier, représentent un défi pour les autorités monétaires. Les perturbations financières engendrent immédiatement une vive augmentation des échanges et de la volatilité sur les marchés ainsi qu'une recherche de la sécurité et de la liquidité. Toutefois, étant donné que les modifications du sentiment des opérateurs se répercutent avec des décalages sur l'activité économique et l'inflation, la véritable dimension des effets macroéconomiques peut être difficile à identifier au départ. L'orientation monétaire peut ainsi s'avérer trop sévère ou trop laxiste. On l'a vu dans certains pays après la chute des cours des actions d'octobre 1987: plusieurs banques centrales avaient, à l'époque, choisi d'assouplir les conditions monétaires pour prévenir un ralentissement possible de l'activité. Rétrospectivement, on s'aperçoit cependant que les répercussions de cette chute sur la demande globale avaient été surestimées et que la baisse des taux a pu contribuer à l'accélération ultérieure de la production et de l'inflation. Cet épisode suggère donc que, s'il est souhaitable que la politique monétaire réagisse aux turbulences, il importe

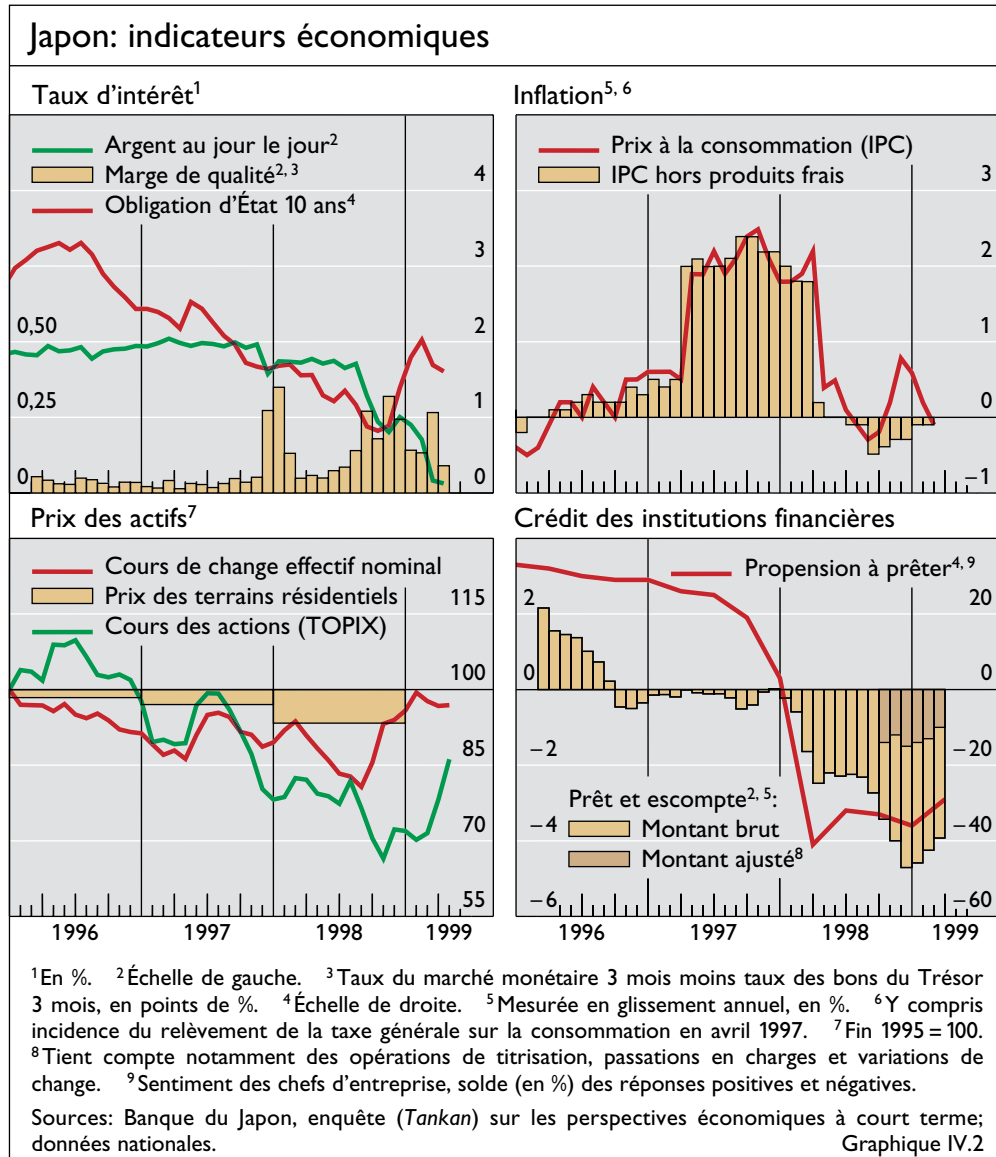
Il importe de privilégier la stabilité des prix intérieurs dès que le calme est revenu sur les marchés

qu'elle redonne la priorité à la stabilité des prix intérieurs dès que le calme est suffisamment revenu sur les marchés.

Japon

L'an passé, la Banque du Japon a dû prévenir le développement possible d'un cycle déflationniste, étant donné les niveaux élevés de capacités excédentaires et d'endettement des entreprises ainsi que la persistance de sérieux problèmes dans le secteur bancaire. Les conditions économiques se sont encore détériorées dans l'ensemble, avec une contraction de 3% du PIB réel en 1998 et la poursuite de pressions à la baisse sur les prix. Sous l'effet du recul des prix des importations et des produits pétroliers, résultant de la situation mondiale, et de l'appréciation du yen à partir d'octobre, les prix à la consommation ont enregistré leur première diminution depuis 1995-96. Les prix de gros intérieurs, en repli depuis 1991, ont continué à décroître.

Nouvelle
détérioration
des conditions ...



... et taux au jour
le jour ramené en
fait à zéro

La détérioration des perspectives économiques s'est produite à un moment où le canal traditionnel de transmission de la politique monétaire, celui des taux d'intérêt, semblait voué à une efficacité limitée. Si le taux d'escompte a été maintenu à 0,5%, la Banque du Japon a décidé, en septembre, d'abaisser à 0,25% le loyer de l'argent au jour le jour, jusqu'alors maintenu légèrement au-dessous du taux d'escompte. Destinée à empêcher un développement supplémentaire des forces déflationnistes, cette mesure a aussi été jugée adéquate pour préserver la stabilité des marchés des capitaux. L'orientation monétaire a été de nouveau assouplie en février 1999, le taux de l'argent au jour le jour ayant été ramené à 0,15% ou en deçà, puis début mars, quand il est tombé à zéro, sous l'effet d'injections massives de liquidités par la banque centrale.

Mesures pour
faciliter le
financement
des entreprises

Pendant la période de turbulences sur les marchés mondiaux des capitaux, à l'automne passé, les préoccupations concernant le risque de contrepartie ont fortement élargi l'écart entre taux interbancaire à trois mois et rendement des bons du Trésor. La Banque du Japon a ainsi été amenée à fournir d'abondantes liquidités. L'écart de rendement s'est alors rétréci, tout en demeurant substantiel. Malgré une accélération de l'expansion de la base monétaire, ces dernières années, le rythme de croissance de M2+CD, principal agrégat, est resté modéré. Les banques se sont montrées de plus en plus réticentes à octroyer des crédits dans un environnement où la solvabilité de la clientèle, voire de certaines d'entre elles, est remise en question. Afin d'améliorer le mécanisme d'allocation des crédits, l'institut d'émission a pris des mesures pour faciliter les opérations de financement des entreprises en augmentant ses opérations de pension sur papier commercial, ce qui a permis aux banques d'accroître leurs activités sur le marché primaire de cet instrument. En outre, la Banque du Japon a mis en place une facilité destinée à refinancer en partie les prêts accordés par les institutions financières au quatrième trimestre.

Les pressions
politiques
peuvent être
contre-productives

Le caractère de plus en plus incitatif de l'orientation monétaire a été contrebalancé, dans une certaine mesure, par la vive appréciation du yen en octobre, puis, à partir de novembre, par l'envolée des rendements des obligations d'État à long terme. Ce dernier phénomène, attribué à l'extension du programme d'émission pour l'exercice 1999 et à l'annonce d'un arrêt des acquisitions de titres par le Trust Fund Bureau, a également fait monter les rendements des obligations d'entreprises et les taux à long terme pour les meilleures signatures. Si elle se prolongeait, cette tendance pourrait déprimer davantage les conditions économiques. Pour la freiner, le monde politique a fait pression sur la Banque du Japon afin qu'elle intensifie ses achats d'obligations d'État. De telles pressions peuvent aller à l'encontre du but recherché si elles donnent le sentiment que l'orientation monétaire relève d'un choix politique. La crédibilité de la banque centrale pourrait ainsi être compromise, ce qui pousserait les taux à la hausse plutôt qu'à la baisse.

Pendant l'année, le gouvernement a pris diverses mesures visant à restaurer la solidité du système financier. Il a, par exemple, nationalisé temporairement Long-Term Credit Bank et Nippon Credit Bank, favorisé la fusion de plusieurs institutions et persuadé les autres de se restructurer pour bénéficier de fonds publics. Bien que la réaction des opérateurs ait été favorable, comme l'indiquent la disparition de la «prime japonaise» et la remontée des cours des

actions des banques, il reste à voir si les établissements parviendront à réaliser les restructurations qu'ils se sont engagés à mettre en œuvre. Un conflit pourrait naître, notamment, entre deux de leurs objectifs: accroître les prêts domestiques et réduire les coûts. Une diminution marquée de leurs opérations internationales pourrait les aider à résoudre ce problème, mais risquerait toutefois d'en faire apparaître d'autres.

Zone euro

Dans les pays participant à l'UEM, la politique monétaire a été dominée, en 1998, par la nécessité d'amener les taux d'intérêt vers un niveau commun en fin d'année. La démarche a été rendue plus complexe par le fait que, malgré l'impressionnante convergence nominale obtenue les années précédentes, les conditions économiques présentaient encore des différences prononcées entre pays. En définitive, les taux directeurs ont convergé à 3%, ce qui a requis de faibles réductions dans les pays où ils étaient les plus bas, mais d'assez importantes dans les autres.

Convergence
des taux à 3%

Dans les mois qui ont précédé l'instauration de l'euro (janvier 1999), la BCE a fait connaître son dispositif de politique monétaire, comprenant un objectif quantifié de stabilité des prix, une valeur de référence pour la croissance monétaire et une évaluation des perspectives d'inflation reposant sur une large gamme d'indicateurs.

Évolution économique et monétaire

Les conditions économiques dans les pays constituant la zone euro sont demeurées inégales durant la période sous revue, une croissance soutenue dans plusieurs économies de moindre dimension coexistant avec une conjoncture faible dans certaines des plus grandes. Avant janvier 1999, les banques centrales ont dû concilier les considérations liées à l'inflation et l'impératif de convergence des taux d'intérêt.

En Irlande, une croissance très dynamique, pour la cinquième année consécutive, s'est traduite par une nouvelle progression de la production au-dessus de son potentiel et par une accentuation des pressions inflationnistes. Durant l'automne, cependant, l'activité s'est ralentie et les pressions inflationnistes se sont atténuées. La hausse des prix refluant, d'un maximum de 3,2% en août à 1,7% en décembre, et les taux d'intérêt devant diminuer pour les besoins de la convergence, la politique monétaire a été assouplie à partir d'octobre. La croissance a également été très forte en Finlande et aux Pays-Bas où, selon les estimations, les écarts de PIB sont devenus positifs. En Finlande, les pressions inflationnistes, qui s'étaient progressivement accumulées en 1997 et au début de 1998, ont commencé à fléchir au printemps après une décélération des prix à l'importation, si bien que l'inflation était tombée au-dessous de 1% fin décembre. Aux Pays-Bas aussi, l'augmentation des prix s'est modérée, pour s'établir à 2% en moyenne sur l'année.

Irlande

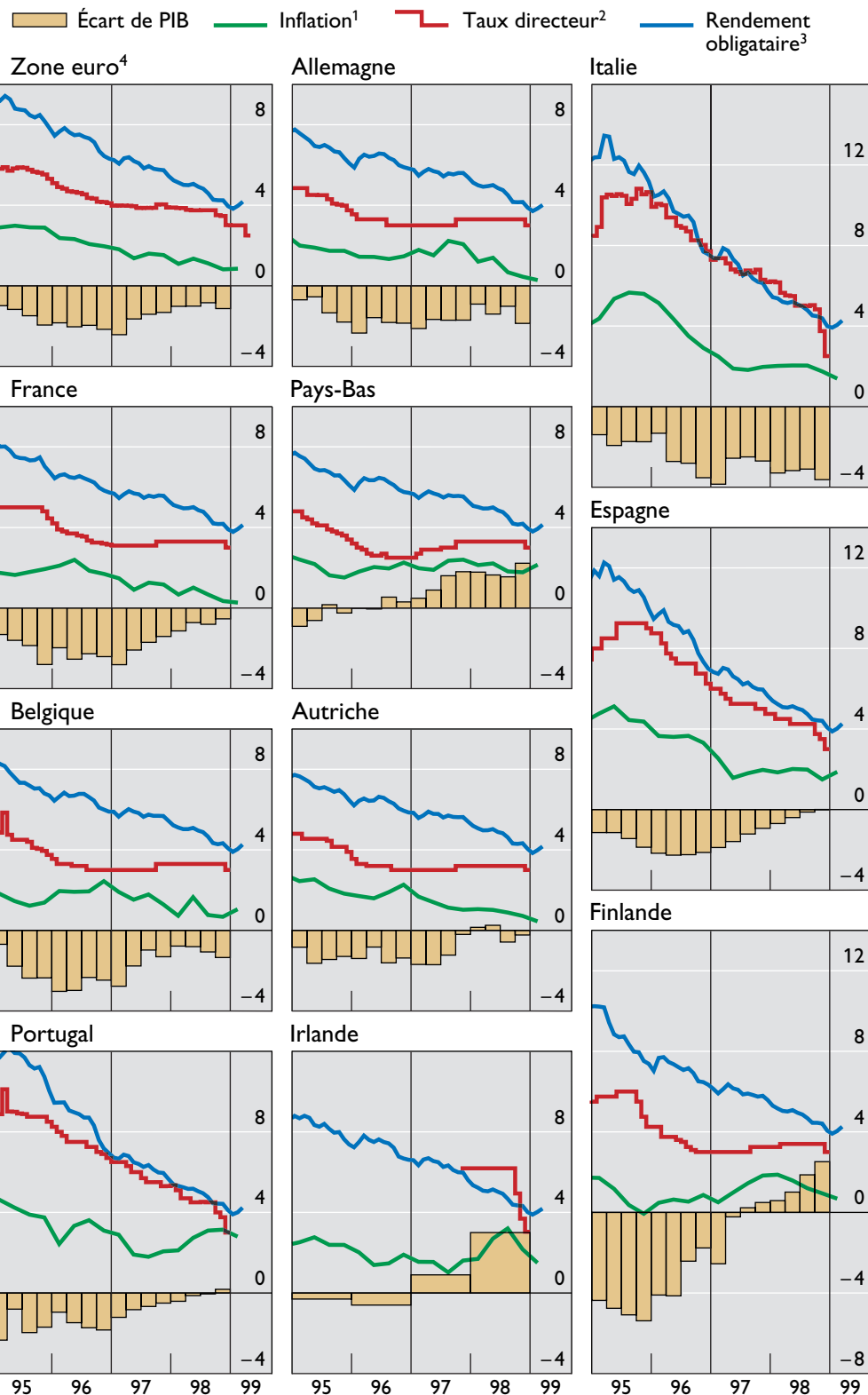
Finlande et Pays-Bas

L'écart de PIB s'est également comblé au Portugal, où la hausse des prix s'est ravivée, passant de 2,3% fin 1997 à 3,2% un an plus tard. L'expansion forte et continue de la production et les pressions concomitantes sur les prix s'expliquent

Portugal

Zone euro: écart de PIB, inflation et taux d'intérêt

En %



¹Variation sur quatre trimestres des prix à la consommation; zone euro: définition harmonisée à partir de 1996; pays: définition nationale. ²Taux des appels d'offres, sauf Belgique (taux central), Pays-Bas (taux des avances spéciales) et Portugal (taux d'intervention). ³Obligation d'État représentative (en général 10 ans). ⁴Hors Luxembourg.

Sources: BCE; OCDE; données nationales; estimations BRI.

Graphique IV.3

en partie par la convergence des taux d'intérêt. Comme les taux officiels ont été ramenés de 6% à 3% entre mi-1997 et fin 1998 alors que l'inflation s'accélérait, les taux réels ont fléchi de plus de 4 points de pourcentage. Une évolution similaire, quoique moins prononcée, s'est produite en Espagne. Étant donné que, sur la même période, les taux directeurs ont été réduits de 5,25% à 3% et que l'inflation n'a guère baissé, les taux courts ont diminué de quelque 2,5 points de pourcentage en termes réels.

Espagne

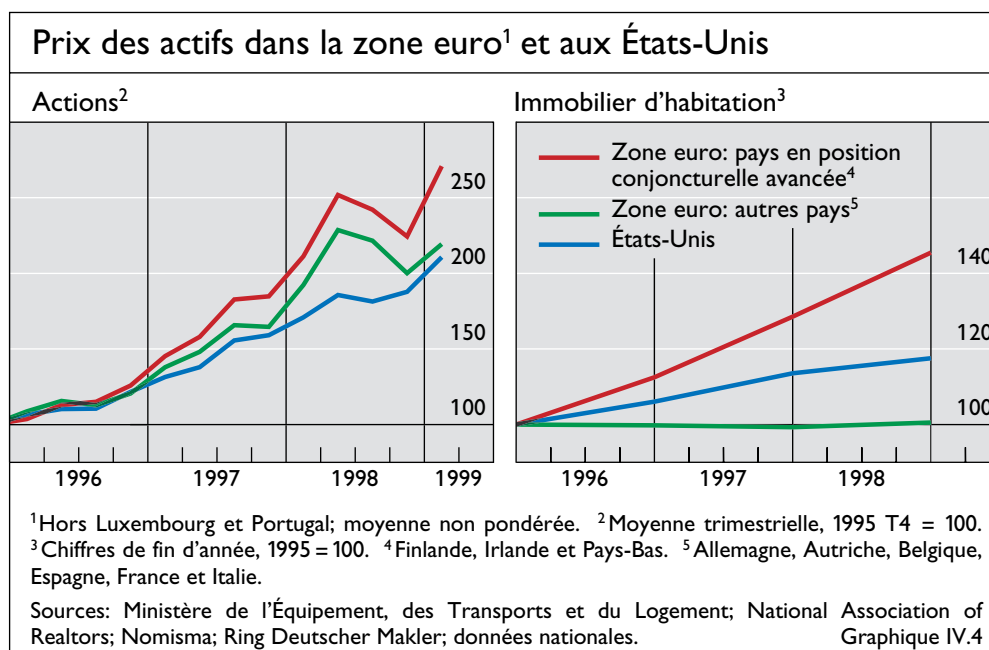
Parmi les trois grandes économies, la France a connu la situation la plus favorable. Avec une croissance de 3,2% en 1998, l'écart de PIB s'est fortement contracté. Pourtant, l'inflation est tombée à 0,3% sur l'année. À l'opposé, l'activité est restée globalement morose en Allemagne et en Italie et s'est détériorée au fil des mois. Après avoir nettement progressé au premier trimestre, la croissance du PIB s'est tassée en Allemagne, Autriche et Belgique, pour se situer à 3% environ sur l'année. En Italie, la croissance a été faible, à seulement 1,4%. Les écarts de PIB élevés demeurant pratiquement inchangés dans ces pays, la hausse des prix s'est généralement ralentie, s'établissant entre 0,4% en Allemagne et 0,7% en Autriche. En Italie, elle a baissé à 1,7%.

Les trois grandes économies: France, Allemagne et Italie

Compte tenu de ces évolutions et de la crédibilité de la stratégie monétaire de la BCE, reconnue sur les marchés des capitaux, les taux d'intérêt de la zone euro ont pu converger à 3% après une réduction coordonnée en décembre 1998. En avril 1999, la BCE a abaissé son taux directeur à 2,5%, dans un environnement de pressions inflationnistes modérées.

Si l'orientation monétaire a reflété l'évolution économique globale dans la zone euro, le processus de convergence a entraîné une baisse des taux d'intérêt plus marquée en Irlande, en Italie, en Espagne et au Portugal, où les taux d'inflation restent relativement élevés. Il convient cependant de ne pas surestimer les conséquences des disparités d'inflation entre pays membres. Certes, elles peuvent menacer la viabilité d'un engagement de change dans un système de taux fixes mais ajustables; toutefois, leur influence n'est pas comparable dans un régime

Baisse des taux plus marquée où l'inflation est relativement élevée



de monnaie unique. En outre, l'incidence de cette diversité régionale est encore limitée par le fait qu'elle reflète des divergences dans la demande et l'évolution des prix des biens du secteur protégé. En revanche, puisqu'il n'est plus possible de modifier les cours de change nominaux pour corriger une évolution constatée des prix relatifs, le poids de l'ajustement est entièrement transféré aux marchés du travail et des biens. Il est d'autant plus important d'encourager la flexibilité des salaires et des prix intérieurs face à une perte de compétitivité.

Évolution
divergente des
prix des actifs

Une autre source de préoccupation pourrait venir d'une évolution disparate des prix des actifs. Comme le montre le graphique IV.4, ceux-ci ont augmenté davantage, en moyenne, en Finlande, en Irlande et aux Pays-Bas, où l'activité a été vigoureuse, que dans le reste de la zone euro. Si les banques centrales s'accordent généralement sur le fait que l'orientation monétaire ne doit pas être directement fondée sur les évolutions des prix des actifs, la possibilité de divergences dans ce domaine donne à penser qu'une politique monétaire commune pourrait aussi conduire à l'apparition de cycles immobiliers régionaux, ainsi qu'on le constate aux États-Unis et au Canada.

Stratégie monétaire de la BCE

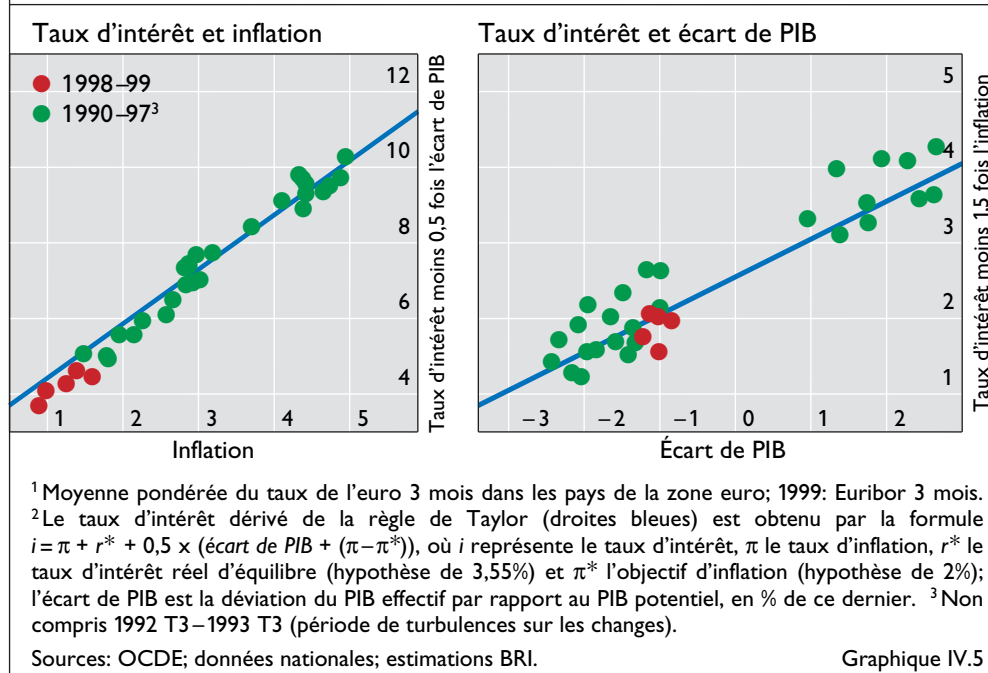
Comme le notait le 68^e Rapport annuel de la BRI, les taux d'intérêt des pays de la zone euro, mesurés par une moyenne pondérée des taux à trois mois, se montraient étroitement corrélés dans le passé avec des moyennes, pareillement pondérées, des écarts de PIB et des indices des prix. Les taux courts, en particulier, semblent avoir évolué selon la règle de Taylor, c'est-à-dire qu'ils se sont élevés de 1,5 point de pourcentage pour une hausse de 1 point d'inflation, et de 0,5 point chaque fois que la production excédait son potentiel de 1 point. Il ressort du graphique IV.5 que cette relation empirique s'est encore vérifiée en 1998 et que l'assouplissement de l'orientation monétaire durant la période sous revue était bien justifié par l'évolution des écarts de PIB et de l'inflation dans l'ensemble de la zone euro.

Bien que la règle
de Taylor se soit
vérifiée ...

Malgré ce parallélisme durable entre le taux d'intérêt moyen de l'UEM et celui qu'implique la règle de Taylor, la BCE ne se fonde pas sur cette relation pour conduire sa politique. Plusieurs arguments font penser qu'une telle attitude serait périlleuse. Premièrement, le «niveau d'équilibre» du taux d'intérêt réel est très incertain; en outre, il pourrait varier dans le temps sous l'effet de divers facteurs, notamment un changement de régime monétaire. Par exemple, s'il existe une relation entre une diminution de l'inflation et une réduction de la prime de risque, il pourrait avoir baissé récemment. Régler l'orientation en fonction de relations antérieures entre taux d'intérêt, prix et écart de PIB risque donc d'aboutir à des conditions monétaires inadéquates. Deuxièmement, l'UEM induira vraisemblablement des changements structurels qui pourraient ôter toute fiabilité aux corrélations précédentes entre écart de PIB et inflation. Avec la monnaie unique, les salaires peuvent devenir plus sensibles aux conditions de compétitivité des pays de la zone et moins aux écarts de PIB. Si, pour un écart de PIB donné, les pressions inflationnistes sont réduites, il conviendrait que la BCE ne réagisse pas aussi vivement qu'en fonction des corrélations passées. Troisièmement, même si le rythme d'inflation et l'écart de PIB fournissent des indications sur les pressions inflationnistes à court terme, plusieurs autres facteurs – dont les

Zone euro: taux d'intérêt effectif¹ et taux calculé selon la règle de Taylor²

En % et points de %



conditions économiques à l'étranger, les modifications de la politique budgétaire et l'évolution des prix à l'importation – jouent également un rôle clé dans le processus d'inflation. Puisque aucune règle simple ne permet de saisir toute la complexité de ce processus, rien ne pourra se substituer au jugement des autorités monétaires.

À l'automne 1998, la BCE a fait connaître le dispositif qu'elle utiliserait pour conduire sa politique monétaire dans le nouvel environnement, encore changeant, créé par l'entrée en vigueur de l'euro. Le pivot en est l'objectif primordial de stabilité des prix. Définir la stabilité des prix pour le public permet de lui fournir un critère clair à l'aune duquel il pourra apprécier le cours de la politique monétaire; la transparence s'en trouve accrue et l'identification des responsabilités de la banque centrale facilitée si l'inflation vient à s'écarter de cet objectif.

La stabilité à moyen terme a ainsi été définie comme une progression de 0–2% sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour la zone euro. Ce choix est révélateur à plusieurs égards. Il signifie que la BCE a adopté la pratique, suivie par de nombreuses banques centrales, consistant à cibler l'IPC, qui fournit rapidement des chiffres bien compris par le public et non soumis à révisions périodiques. L'utilisation d'une mesure de l'inflation pour l'ensemble de l'UEM souligne aussi le fait que la conduite de la politique monétaire de la BCE se fera en fonction des évolutions économiques à l'échelle de la zone euro plutôt qu'à celle des États participants. En déterminant un horizon à moyen terme, la BCE reconnaît les limites du contrôle qu'elle peut exercer sur les mouvements des prix résultant de facteurs temporaires tels que chocs dus aux cours des produits de base ou modifications de la fiscalité. Enfin, cette définition

... le jugement des autorités reste irremplaçable

Annonce d'une stratégie monétaire comportant un objectif primordial de stabilité des prix ...

implique que des périodes de baisse prolongée de l'IPCH ne seraient pas jugées compatibles avec la stabilité des prix.

... une valeur de référence pour la croissance de M3 ...

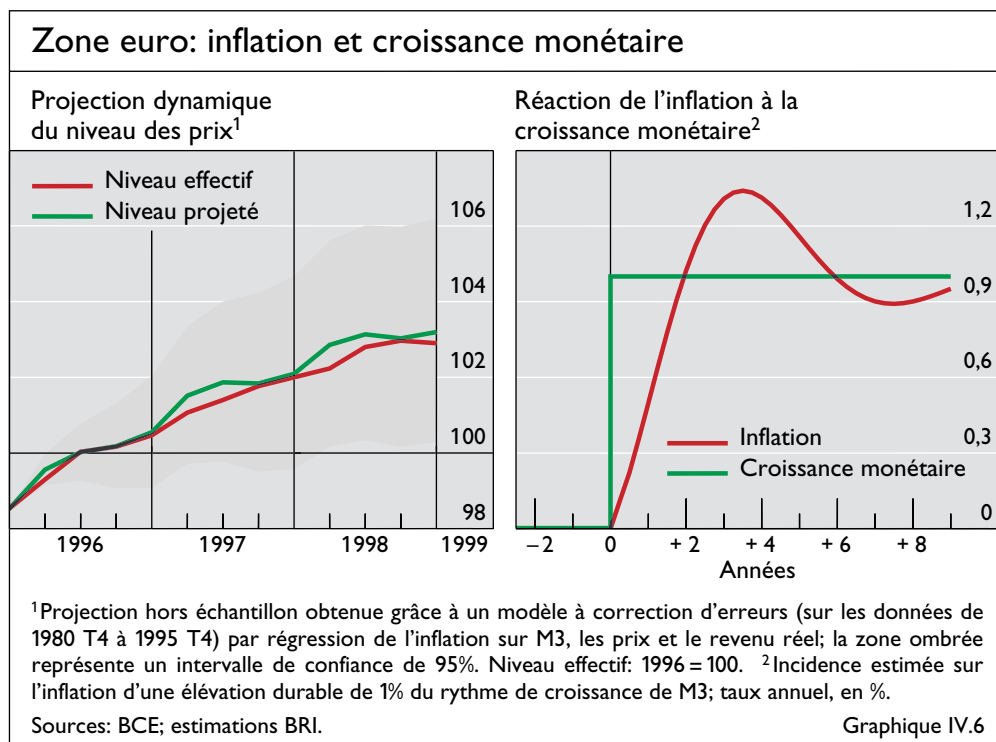
La stratégie que se propose de suivre la BCE pour obtenir la stabilité des prix repose sur deux piliers. L'un est une valeur de référence pour la croissance de M3, fixée à 4,5% pour 1999. Ce choix indique que l'expansion de la masse monétaire constitue un déterminant structurel de l'inflation sur longue période. La BCE a expliqué que cette valeur de référence ne devait pas être considérée comme un objectif, ce qui supposerait, chose peu probable, que l'évolution de l'agrégat monétaire est contrôlable à court terme. Ainsi, une déviation de M3 par rapport à la valeur de référence ne déclencherait pas systématiquement un ajustement des instruments de la BCE; en revanche, elle donnera lieu à une analyse approfondie de ses causes, afin de déterminer s'il peut y avoir un risque pour la stabilité des prix.

Pour conférer un rôle d'indicateur au sentier de croissance de la monnaie au sens large, il faut supposer que les déséquilibres monétaires influencent les rythmes d'inflation futurs. Cette hypothèse est confirmée par une estimation. Le cadre de gauche du graphique IV.6 présente une projection dynamique du niveau des prix dans la zone euro, obtenue à partir d'un modèle de prévision simple. Celui-ci privilégie les origines monétaires de l'inflation, mais ne tient pas compte de variables telles que les prix des produits énergétiques et les prix à l'importation, qui jouent habituellement un rôle important dans la détermination du niveau général des prix à court terme. En dépit de sa simplicité, le modèle n'en prédit pas moins avec une précision raisonnable le niveau des prix dans la zone euro. Le cadre de droite montre comment il prévoit la réaction de l'inflation à une élévation durable de 1% du taux de croissance de M3 euro. La projection indique que, si l'expansion monétaire n'a guère d'impact sur l'inflation en courte période, l'incidence devient importante à moyen terme. De toute évidence, ces résultats ne signifient pas qu'il serait souhaitable, ni même réalisable, de définir un objectif en termes de masse monétaire, surtout si l'on pense que la stabilité de la relation estimée n'est pas garantie. Il n'est d'ailleurs pas exclu que d'autres modèles prévoient encore mieux l'inflation sans faire intervenir la croissance monétaire. Ces résultats confirment néanmoins de manière empirique la validité de l'utilisation de M3 euro comme indicateur de l'inflation à horizon de deux ou trois ans.

... et des perspectives d'inflation reposant sur plusieurs indicateurs

Le second pilier de la stratégie de la BCE est l'évaluation des perspectives d'inflation à partir d'une large gamme d'indicateurs économiques, parmi lesquels les prévisions établies par la BCE, des organisations internationales, des autorités nationales et des acteurs du marché. Contrairement à la pratique suivie par certaines banques centrales – mais non par toutes – qui se sont dotées d'un objectif d'inflation explicite, la BCE n'a pas l'intention de publier ses prévisions, car cela ne lui apparaît pas de nature à renforcer la transparence et la clarté de sa stratégie, étant donné les incertitudes inhérentes au processus d'estimation.

Le recours à une valeur de référence pour la croissance de M3 et à une évaluation des perspectives d'inflation amène à conclure que, en pratique, la conduite de la politique monétaire de la BCE sera voisine de l'approche pragmatique suivie par la Deutsche Bundesbank. Celle-ci réagissait toujours



vigoureusement à l'évolution de l'inflation pour préserver l'objectif final de stabilité des prix, alors qu'elle n'accordait pas la même importance aux déviations de la masse monétaire par rapport à la trajectoire cible lorsque les relations monétaires étaient perturbées par des facteurs temporaires peu dangereux pour les perspectives d'inflation. Il convient également de noter que de nombreuses banques centrales ayant adopté un objectif d'inflation explicite sont aussi très attentives aux agrégats monétaires, qu'elles utilisent comme indicateurs des conditions conjoncturelles. D'une certaine manière, le dispositif stratégique présenté par la BCE n'est donc guère différent d'un régime à objectif d'inflation, sauf que les prévisions d'inflation ne sont pas annoncées et que la croissance de M3 sert de variable informative clé.

Pays à objectif d'inflation explicite

Dans les pays à objectif d'inflation explicite, la politique monétaire a également été influencée par le ralentissement généralisé de l'activité, la baisse des cours des produits de base et énergétiques et l'élévation de la volatilité sur les marchés mondiaux des capitaux. Dans l'ensemble, les conditions monétaires ont été desserrées pendant l'année sous revue. Alors que l'inflation, mesurée par l'indice et par la tendance sous-jacente, était proche du seuil inférieur de la bande-objectif, les autorités ont estimé important de démontrer leur engagement à réagir aussi fermement à un franchissement des limites de la bande par le bas que par le haut. Une telle symétrie d'approche contribue à assurer l'adhésion du public à la politique monétaire, adhésion sur laquelle repose en dernier ressort l'indépendance des banques centrales.

Au Royaume-Uni, où la politique monétaire avait été durcie à plusieurs reprises en raison de la vigueur de la croissance et des préoccupations

Influences diverses sur la politique monétaire

Royaume-Uni

concernant l'inflation, un processus d'assouplissement s'est amorcé en octobre 1998. Les taux d'intérêt ont été abaissés de 7,5% à 7,25%, vu les perspectives moins favorables pour la production mondiale et les exportations britanniques, la hausse brutale des primes de risque sur les marchés des capitaux et la dégradation de la confiance des entrepreneurs et des consommateurs. À mesure que les statistiques confirmaient que le ralentissement économique était plus marqué que prévu, les taux d'intérêt ont été progressivement réduits, de 2 points de pourcentage au total, pour s'inscrire à 5,25% en avril 1999.

Canada

L'inflation au Canada a été proche de la limite basse de la bande de contrôle l'an passé. Si la dépréciation du dollar canadien a fortement renchéri les importations de nombreux biens de consommation (hors énergie) et services, ce facteur a été atténué par une offre excédentaire dans l'économie interne ainsi que par la diminution continue des cours des produits de base et énergétiques. Compte tenu de la spécialisation du pays dans l'exploitation des ressources naturelles, le recul des cours des produits de base pendant l'année a exercé des pressions baissières sur la monnaie. Celles-ci se sont notablement intensifiées après la crise russe, en août, lorsque les turbulences affectant les marchés internationaux des capitaux ont rejilli sur l'économie canadienne. Suite à la vive augmentation de la prime de risque sur les marchés obligataires et à la dépréciation de la monnaie, le taux de base bancaire a été relevé de 1 point fin août, à 6%, malgré le ralentissement tendanciel de l'activité consécutif à l'évolution en Asie. Cette mesure a permis de stabiliser les marchés, et les taux d'intérêt ont été diminués par étapes de 0,25 point en septembre, octobre et novembre, dans le sillage des taux américains, puis en mars 1999. Bien que les taux d'intérêt se soient tendus dans l'ensemble en 1998, l'orientation globale de la politique monétaire a été nettement assouplie, sous l'effet de la baisse du dollar canadien.

Australie

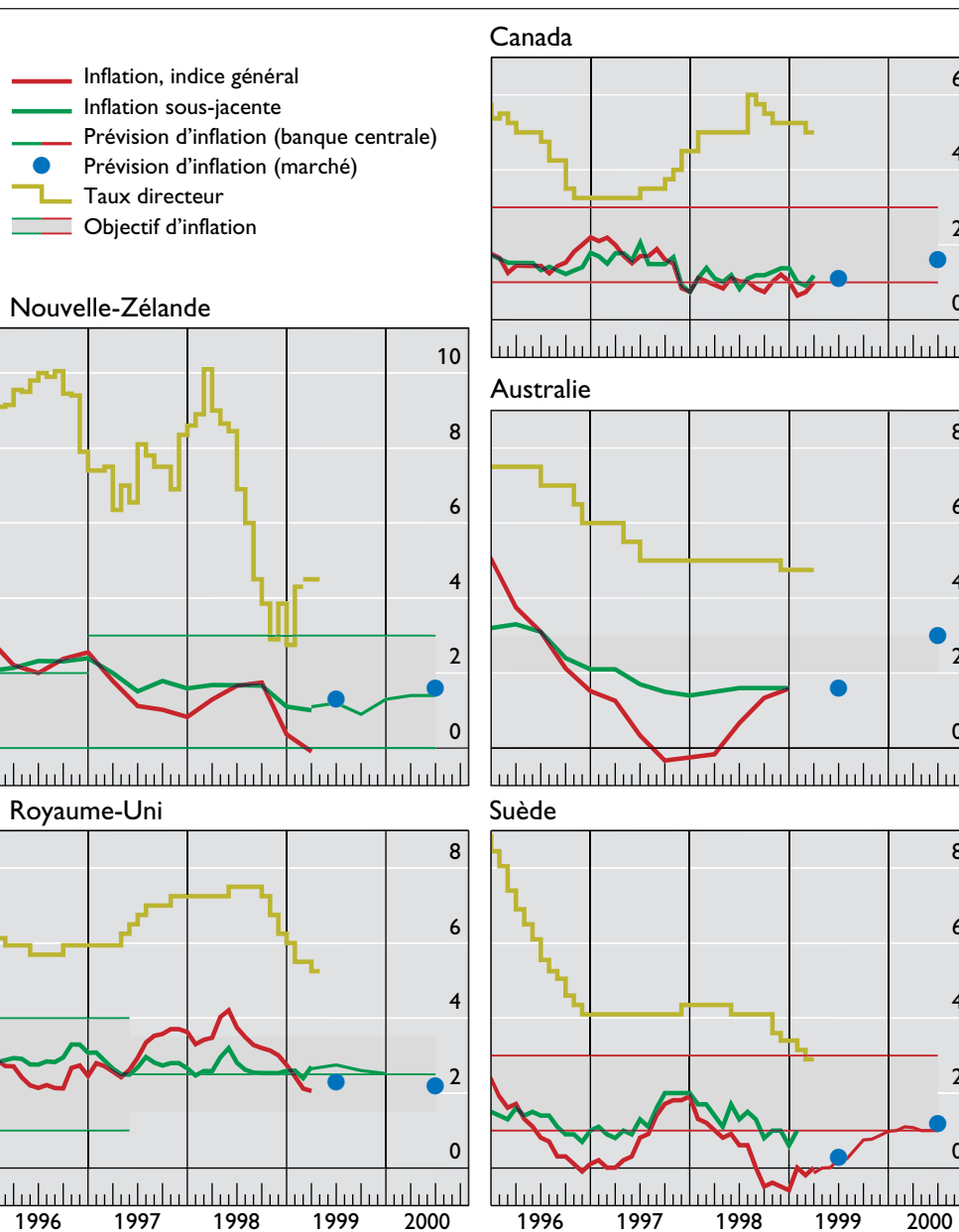
En Australie, où la politique monétaire utilise comme objectif un taux moyen d'inflation de 2–3% sur le cycle, la hausse des prix s'est ravivée, tout en restant inférieure à 2%. Bien que la dépréciation du dollar australien ait majoré les prix de gros à l'importation, l'IPC n'a pas augmenté autant qu'on aurait pu le penser sur la base des expériences antérieures. Compte tenu des bonnes perspectives d'inflation et en prévision des répercussions de la détérioration des conditions économiques mondiales et de la crise asiatique sur le dynamisme de l'économie locale, les taux ont été abaissés de 0,25 point en décembre, à 4,75%, pour soutenir l'activité.

Nouvelle-Zélande

Amorcé fin 1996, l'assouplissement des conditions monétaires globales, mesurées par une moyenne des taux d'intérêt et du cours de change, s'est poursuivi l'an passé en Nouvelle-Zélande, grâce aux perspectives favorables de l'inflation, essentiellement attribuables au large excédent de capacités apparu lors du précédent creux conjoncturel. Contrairement à l'habitude, toutefois, cet assouplissement s'est surtout opéré par le biais d'une baisse des taux d'intérêt, plutôt que par une dépréciation du change. Après les récentes turbulences sur les marchés internationaux des capitaux et l'aversion accrue pour le risque qui en est résultée, les investisseurs ont généralement dénoué leurs positions courtes sur plusieurs devises. Cela a fortifié la monnaie, tout comme l'attitude des opérateurs, qui tablaient sur la fin de la détente monétaire.

Pays à objectif d'inflation explicite: inflation et taux directeur

En %



Taux d'inflation calculé en glissement annuel de l'IPC. Nouvelle-Zélande: inflation sous-jacente = variation de l'IPC hors services de crédit; taux directeur = taux officiel des liquidités (avant mars 1999, argent au jour le jour). Autres pays: se reporter au Rapport annuel BRI de 1998, graphique IV.7 et tableau IV.1. Prévision du marché: variation de l'indice général, sauf Nouvelle-Zélande et Royaume-Uni: inflation sous-jacente; enquêtes de mars 1999.

Sources: © Consensus Economics, Londres; données nationales.

Graphique IV.7

En Suède, où l'économie a marqué le pas et l'inflation est devenue négative sous l'effet de la diminution des taux hypothécaires, la politique monétaire a été assouplie durant la période sous revue. Comme les prévisions indiquent que l'inflation restera au-dessous de la bande de tolérance de 1-3% sur l'ensemble de l'horizon temporel de la Sveriges Riksbank (un à deux ans), le taux des pensions a été abaissé, en plusieurs étapes, de 4,35% en juin 1998 à 2,9% en mars 1999. Les conditions monétaires se sont détendues plus nettement

Suède

encore, car le cours de change s'est également déprécié au second semestre de 1998.

Cours de change et politique monétaire

Le cours de change joue un rôle dans le mécanisme de transmission ...

... et agit sur l'inflation par deux canaux

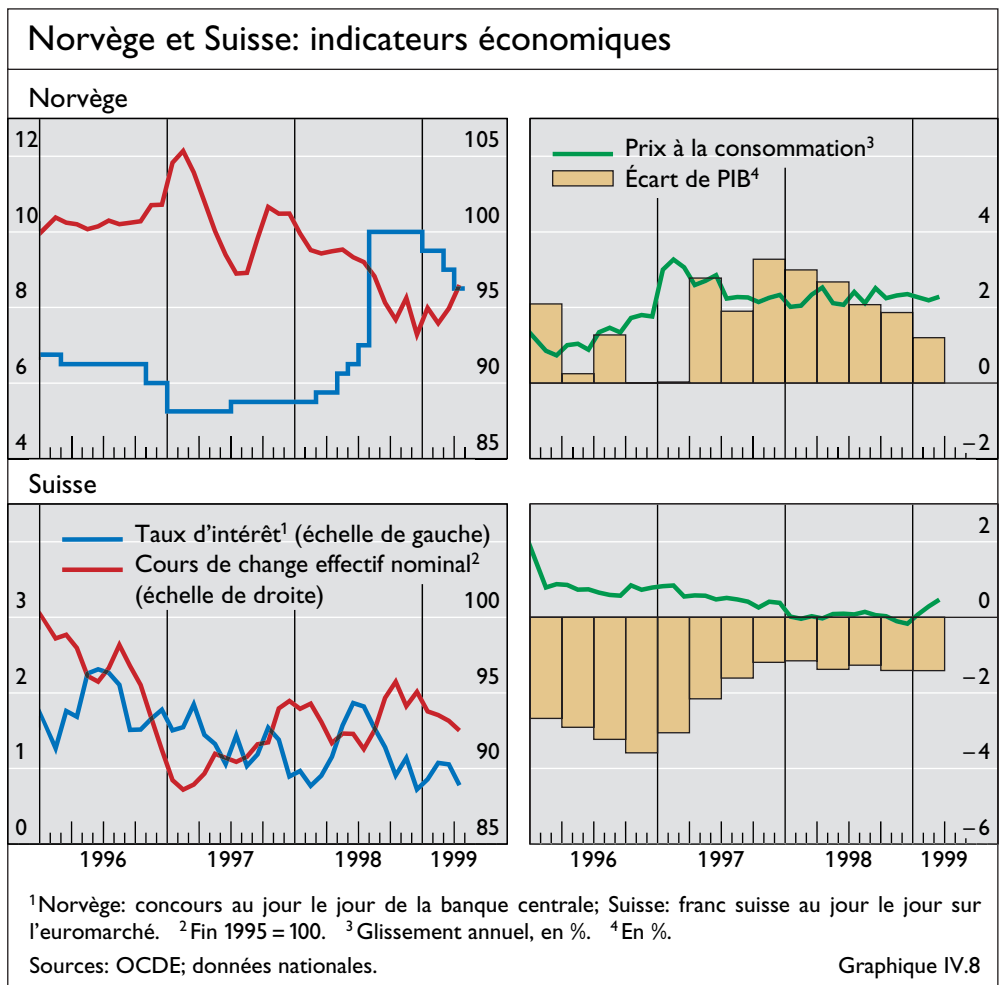
Problèmes découlant de la régulation du change pour compenser un choc endogène sur les prix

L'expérience récente des pays à objectif d'inflation explicite illustre le rôle capital du cours de change dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire. En raison du lien entre cours de change et prix intérieurs, un relèvement des taux d'intérêt officiels exerce sur les prix une influence d'autant plus forte et rapide que l'économie est ouverte. Le cours de change agit sur l'inflation par deux canaux différents: l'un direct, par le coût des biens importés inclus dans l'IPC, l'autre indirect, via l'incidence du cours de change réel sur la demande globale. Cela soulève d'importantes questions quant à l'action des autorités. Étant donné que le canal direct produit des effets relativement rapides, les banques centrales des économies plus ouvertes pourraient, en principe, l'utiliser pour contrôler l'inflation de manière plus précise et sur un horizon plus rapproché. Toutefois, compenser un choc d'origine interne sur le niveau des prix pourrait exiger d'amples mouvements des cours de change nominaux et réels, susceptibles d'avoir un impact profond sur l'activité. Cela pourrait aussi engendrer une instabilité de l'instrument. Pour limiter ces risques, les banques centrales qui se sont dotées d'un objectif d'inflation suivent toujours une approche graduelle et s'accordent un délai avant de compenser tout écart de l'inflation par rapport au niveau désiré. Dans certains cas, l'horizon temporel a été allongé à la lumière de l'expérience: la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande l'a ainsi porté de 6–18 mois, à l'origine, à 18–24 mois. Il est également approprié de différer les réactions lorsque des incertitudes existent sur l'efficacité du mécanisme de transmission et l'état de l'économie. De plus, une telle approche évite de multiplier les réorientations de la politique monétaire; cela est d'autant plus souhaitable qu'il est généralement difficile d'expliquer au public qu'une inflexion se justifie par de nouvelles informations et non par la nécessité de corriger une erreur antérieure.

Utilisation d'un ICM

Le canal du cours de change présente également de l'intérêt pour apprécier et déterminer l'orientation d'ensemble de la politique monétaire, puisque tant le cours de change que les taux d'intérêt affectent la demande globale, l'écart de PIB et l'inflation. Certaines banques centrales se sont même dotées d'un indicateur des conditions monétaires (ICM), défini comme une moyenne pondérée d'un taux à court terme et d'un cours de change, qui leur sert à la fois d'instrument pour la conduite de la politique et d'outil de mesure des effets des changements d'orientation. Dans une telle approche, les variations de change seront plus vraisemblablement contrebalancées par des ajustements des taux courts pour maintenir l'ICM au niveau désiré.

Les banques centrales admettent parfaitement, toutefois, que la politique monétaire ne devrait pas répondre automatiquement à une variation de change. La réaction appropriée dépend, en fait, de l'origine de cette variation: si elle s'explique par une modification de l'économie réelle, les autorités monétaires n'ont pas à intervenir; si elle est due à une poussée inflationniste, elles doivent agir, en revanche. L'une des difficultés de l'utilisation explicite d'un ICM est que les opérateurs peuvent croire, à tort, que la politique monétaire sera



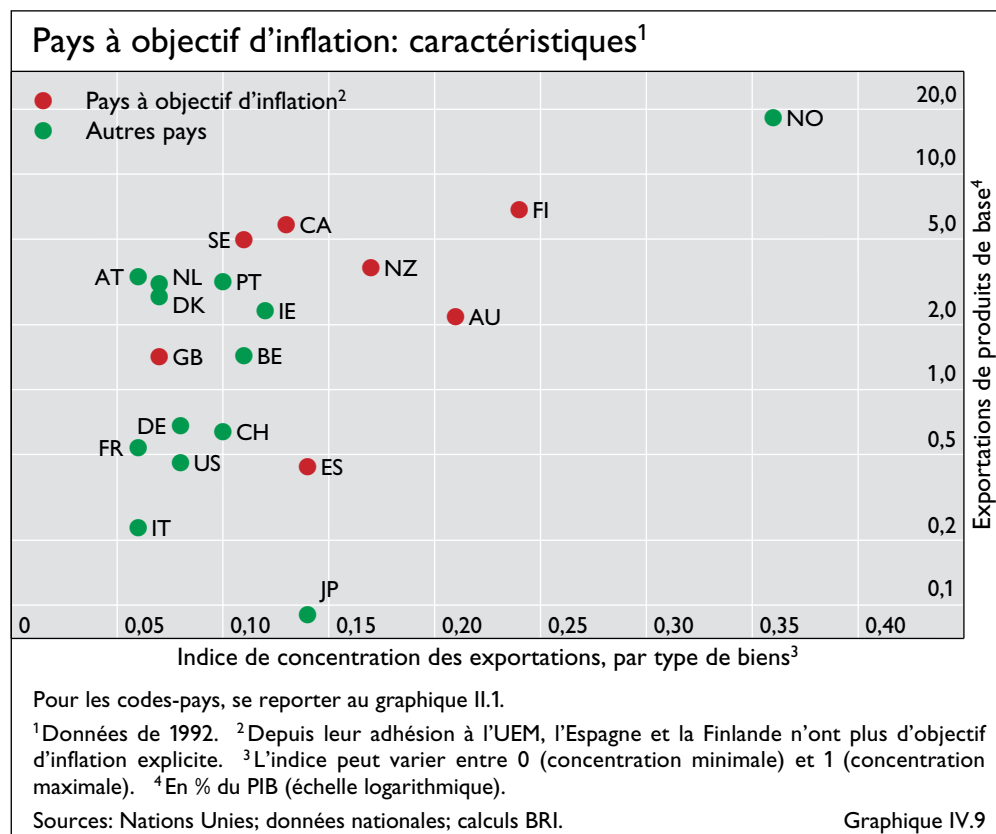
important écart de PIB, il a été jugé essentiel de s'opposer à une appréciation du change pour empêcher toute pression baissière sur les prix en présence d'une croissance insuffisante. La Banque nationale suisse a réagi en fournissant d'abondantes liquidités et en réduisant le taux de l'argent au jour le jour au-dessous de 1%, maintenant ainsi l'orientation expansionniste de ces dernières années.

Importance du cours de change pour la Suisse

Si l'avènement récent de l'euro n'a pas eu de répercussions immédiates sur le change, toute variation durable, en termes réels, du franc suisse à son égard pourrait avoir une incidence majeure sur l'économie helvétique, étant donné l'étroitesse de ses liens commerciaux avec la zone euro. La Banque nationale suisse a fait savoir, par conséquent, qu'elle pourrait s'opposer à de telles variations, selon leur cause et leur ampleur. Un lien permanent n'est toutefois pas envisagé. Comme les marchés des capitaux tablent apparemment sur une appréciation tendancielle du franc suisse, un tel lien se traduirait par un relèvement du niveau général des taux d'intérêt internes, au détriment de certains secteurs économiques.

Cours de change et taux d'intérêt en Norvège

Les variations de change ont également joué un rôle important l'an passé dans la détermination des taux d'intérêt en Norvège, où la politique monétaire vise à maintenir le cours de change par rapport à l'Écu/euro à l'intérieur d'une bande implicite, sans qu'il soit prévu de défendre cette bande en toutes circonstances. Les instructions du gouvernement à la banque centrale stipulent que, si le cours de change variait fortement, la politique monétaire devrait progressivement le ramener à l'intérieur de la bande. Quand la couronne norvégienne a été soumise à des pressions en août 1998, à l'instar des monnaies



d'autres pays dont les exportations comportent une grande part de produits de base, les taux d'intérêt ont été relevés de 3 points en plusieurs étapes. Sur l'année, ils ont été augmentés de 4,5 points au total pour limiter la dépréciation de la couronne. Même si ce durcissement a pu s'avérer justifié pour prévenir une surchauffe de l'économie, il illustre les difficultés inhérentes au ciblage du cours de change dans les pays où les termes de l'échange peuvent fluctuer largement. En fait, comme le suggère le graphique IV.9, les pays dont les exportations comportent surtout des produits de base et sont concentrées sur une gamme étroite de marchandises ont généralement adopté un objectif d'inflation explicite. Une telle approche n'oblige la banque centrale à réagir aux variations de change que lorsqu'elles ont une incidence sur l'évolution des pressions inflationnistes.

Politique monétaire dans un contexte de stabilité des prix

La stabilité des prix et la perspective de devoir parfois conduire la politique monétaire alors que les prix baissent soulèvent des questions pour les banques centrales. Il s'agit notamment de savoir si un objectif explicite de stabilité des prix permet d'empêcher la formation d'anticipations de baisses supplémentaires et, dans ce cas, de déterminer les avantages respectifs des objectifs en termes de niveau des prix et d'inflation. Il importe également d'établir si la politique monétaire perd de son efficacité lorsque les prix diminuent. (Le chapitre II analyse les conséquences, pour la politique monétaire, d'une accentuation de la rigidité des prix nominaux consécutive au recul de l'inflation ces dernières années.)

L'une des principales sources de préoccupation, lorsque la stabilité des prix est acquise, est qu'une baisse des prix s'auto-entretienne et que s'instaure une spirale déflationniste. À présent, les risques d'un tel engrenage ne semblent pas grands. Premièrement, seuls l'Australie, le Japon, la Suède et la Suisse ont enregistré récemment un repli des prix à la consommation – mais sur un ou deux trimestres uniquement. Encore faut-il signaler que l'inflation sous-jacente n'est pas devenue négative. Deuxièmement, le faible niveau d'inflation a essentiellement résulté d'une chute des cours des produits de base et du pétrole, qui a réduit les prix à l'importation. Comme cette chute reflète en partie l'incidence du ralentissement mondial sur la demande de matières premières, elle peut s'avérer temporaire. D'ailleurs, le retournement des cours des produits de base depuis le début de 1999 fait penser que l'inversion du processus est peut-être amorcée. Troisièmement, les banques centrales veillent de plus en plus, ces dernières années, à maintenir l'inflation sur une trajectoire proche d'un objectif explicite ou implicite, et elles ont souligné la nécessité de réactions symétriques, quel que soit le sens de l'écart par rapport à cet objectif. Au vingtième siècle, les épisodes de forte contraction des prix ont été directement associés à des mesures de politique monétaire. Le rétablissement de l'étalon-or à son niveau d'avant-guerre dans de nombreux pays, durant les années 20, et une politique monétaire inadaptée pendant la grande dépression en sont deux exemples, dont, sans nul doute, les banques centrales ont su tirer des enseignements. L'importance croissante qu'elles accordent, partout dans le monde, au maintien de l'inflation à

Risque d'une spirale déflationniste ...

... atténué par l'importance croissante de la stabilité des prix dans l'orientation monétaire

un niveau faible mais légèrement positif devrait réduire le risque d'apparition d'épisodes de déflation.

Rétrospective

L'une des difficultés que pose l'évaluation des conséquences d'un recul des prix et de ses implications pour les autorités tient au fait qu'il n'en existe pratiquement aucun exemple depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Il est donc nécessaire de se référer au passé plus lointain. Le tableau IV.1 indique les taux moyens d'augmentation des prix et de la production pour dix pays à partir de 1882, en précisant dans des colonnes distinctes les périodes de déflation. Étant donné que des perturbations transitoires peuvent avoir une grande influence sur le niveau des prix, la déflation a été définie comme une période d'au moins deux années consécutives de baisse de l'IPC. En outre, puisque les épisodes de déflation peuvent être de nature différente selon qu'ils se situent avant la Première Guerre mondiale ou durant l'entre-deux-guerres, le tableau présente séparément les périodes 1882–1913 et 1923–39. Il va sans dire que, pour interpréter ce tableau, il ne faut pas oublier que les données historiques sont vraisemblablement de moins bonne qualité que les statistiques d'aujourd'hui et que la structure des économies a changé radicalement depuis une centaine d'années, car la part des services, dont le comportement cyclique est peut-être plus stable, s'est nettement accrue.

Fréquentes baisses des prix avant la Première Guerre mondiale, sans chute de la production

Le tableau montre que les phases de baisse des prix étaient tout à fait habituelles avant la Première Guerre mondiale. Ce qui surprend davantage, c'est que la croissance est restée chaque fois positive, avec cependant un léger ralentissement par rapport aux périodes de hausse des prix. Entre les guerres, en revanche, les épisodes de déflation ont été associés à une contraction de la production, ce qui paraît toutefois entièrement dû à la grande dépression. Comme il est raisonnable de penser que cette évolution a été provoquée, ou accentuée, par des politiques monétaires erronées, il est intéressant de faire abstraction de la période 1930–33; on constate alors que les taux de croissance étaient également positifs en moyenne les autres années. Les chiffres permettent donc de conclure que c'est surtout à cause de la grande dépression que la déflation est réputée exercer un effet de contraction sur la production.

Une exception: la grande dépression

On est tenté de chercher à comprendre pourquoi, à l'exception du début des années 30, les périodes de baisse des prix ne se sont pas accompagnées d'une chute de la production. Deux explications viennent à l'esprit. Puisque le recul des prix peut provenir d'une contraction de la demande globale ou d'une expansion de l'offre globale, une première hypothèse est que les prix ont diminué en présence d'une évolution relativement favorable de l'offre. On pense, bien sûr, à la diffusion d'innovations technologiques comme les chemins de fer et l'électricité à la fin du dix-neuvième siècle et, plus récemment, l'informatique et les télécommunications. La seconde hypothèse est que les prix n'avaient pas fléchi suffisamment ou assez longtemps pour enclencher un engrenage d'anticipations. Cela est corroboré par le fait que les taux d'intérêt à long terme ne se sont généralement pas beaucoup détendus pendant ces périodes (sauf lors de la grande dépression), vraisemblablement parce que les opérateurs des marchés financiers considéraient qu'il s'agissait de phénomènes temporaires.

Déflation: rétrospective					
	Périodes de déflation ¹		Autres périodes		Pour mémoire: nombre d'années de déflation
	Prix	Production	Prix	Production	
	variation annuelle, en %				
1882 – 1913					
États-Unis	-3,7	-1,2	1,4	4,4	5
Japon ²	-3,7	1,8	4,4	2,7	4
Allemagne	-2,0	4,0	1,8	2,6	8
France	-1,1	2,1	0,2	1,6	2
Italie	-1,2	1,3	1,4	2,2	14
Royaume-Uni	-3,0	1,4	1,0	1,9	8
Canada	-4,7	1,1	1,1	4,6	3
Belgique	-4,2	1,6	1,5	2,1	8
Suède	-2,8	2,0	2,2	3,3	12
Danemark	-3,5	2,8	1,8	3,0	10
Moyenne	-3,0	1,7	1,7	2,8	7
1923 – 39					
États-Unis	-4,2	-3,8	1,8	7,3	8
Japon	-6,7	0,9	5,7	6,6	8
Allemagne ³	-6,4	-2,2	1,6	7,1	4
France	-5,8	-1,9	10,2	3,7	5
Italie	-5,4	1,1	6,1	3,4	8
Royaume-Uni	-3,1	0,6	1,9	4,1	9
Canada	-6,2	-8,6	0,6	6,6	4
Belgique	-5,6	-1,1	8,7	2,6	5
Suède	-3,0	2,7	1,5	4,2	8
Danemark	-5,0	2,3	3,0	3,5	7
Moyenne	-5,1	-1,0	4,1	4,9	7
1923 – 39, sauf 1930 – 33					
États-Unis	-1,6	1,1	1,8	7,3	4
Japon	-4,2	0,5	6,3	7,9	6
Allemagne ⁴	–	–	1,6	7,1	0
France	-6,1	-1,8	11,1	4,4	2
Italie	-5,5	3,1	6,1	3,4	4
Royaume-Uni	-2,3	1,8	1,9	4,1	5
Canada	–	–	0,6	6,6	0
Belgique	-3,8	1,3	9,6	2,7	2
Suède	-3,3	5,9	1,5	4,2	4
Danemark	-5,8	3,0	2,9	3,5	4
Moyenne	-4,1	1,9	4,4	5,1	4

¹ Au minimum deux années consécutives de baisse des prix. ² 1885–1913. ³ 1926–38. ⁴ 1926–29 et 1934–38.

Sources: B. R. Mitchell, *International Historical Statistics: Europe 1750–1993*, Macmillan, 1998; US Department of Commerce, Bureau of the Census, *Historical Statistics of the US*, 1975.

Tableau IV.1

Ancrage des anticipations

L'hypothèse selon laquelle la grande dépression aurait été aggravée par la tendance de la baisse des prix à entraîner des anticipations de nouvelles baisses

Importance de l'ancrage des anticipations

souligne combien il est important pour les banques centrales d'essayer d'ancrer les anticipations d'inflation à un niveau faible, afin de les rendre moins sensibles à l'évolution de la conjoncture. En outre, dans la mesure où la détermination des prix dépend des prévisions d'inflation, fournir à celles-ci un repère à long terme peut réduire l'incidence d'un tassement de l'activité sur les prix.

Choix de l'objectif visé: niveau des prix ou inflation?

Pour tenter de prévenir un engrenage de baisse des prix provoqué par les anticipations, les banques centrales peuvent adopter une définition chiffrée de la stabilité des prix. Plusieurs sont allées récemment jusqu'à se fixer un objectif d'inflation explicite, sur lequel repose leur dispositif de politique monétaire. Toutefois, lorsque le but est de compenser une baisse des prix, on peut se demander s'il n'y aurait pas avantage à retenir le niveau des prix comme objectif explicite (qui pourrait être relevé de temps à autre). Dans ce cas, la banque centrale doit alors corriger toute déviation constatée par rapport à l'objectif. Cette différence pourrait avoir son importance dans une situation de diminution imprévue des prix. En régime d'objectif d'inflation, la banque centrale est simplement tenue de ramener la hausse des prix dans la fourchette cible. Avec un objectif de niveau des prix, elle doit aussi faire remonter l'indice des prix. Par conséquent, une baisse inattendue pourrait se traduire par un taux d'inflation prévu à court terme plus élevé. En corollaire, les taux d'intérêt réels anticipés pourraient être plus faibles et l'orientation monétaire plus incitative. Cela peut expliquer pourquoi le seul exemple de mise en œuvre d'une telle stratégie – par la Sveriges Riksbank lorsqu'elle a brièvement abandonné sa parité de change en 1931 – correspond à une situation où la politique monétaire avait principalement pour tâche de contrer les tendances déflationnistes.

Rôle essentiel de la crédibilité

De toute évidence, l'objectif – quel qu'il soit – doit être perçu comme crédible pour être efficace. Il serait donc préférable qu'il soit en place bien avant qu'une phase de recul des prix ne se produise. Annoncer un objectif explicite lorsque de fortes pressions baissières se sont déjà développées risque de mettre les autorités en situation de ne pas pouvoir tenir leur engagement.

Implications d'une inflation faible

Rigidité possible à la baisse des salaires nominaux ...

Il est largement admis qu'un faible niveau d'inflation est souhaitable parce qu'il est favorable à la croissance économique. Toutefois, avec des taux proches de zéro dans plusieurs pays, les banques centrales pourraient se voir confrontées plus fréquemment à de brefs épisodes de diminution des prix. Deux aspects préoccupants retiennent l'attention. Tout d'abord, les salaires nominaux pourraient présenter une rigidité à la baisse, auquel cas un fléchissement du niveau des prix pourrait faire augmenter les salaires réels, ce qui pèserait sur l'emploi et l'activité. Deuxièmement, les taux d'intérêt nominaux ne peuvent devenir négatifs; si les prix commencent à décroître sous l'effet d'un choc freinant la demande, les taux d'intérêt réels se tendront, ce qui pourrait réduire encore la demande globale.

... qui ne doit pas être surestimée

Les faits ne permettent ni de confirmer ni d'infirmer la rigidité à la baisse des salaires nominaux, mais il existe au moins deux raisons pour lesquelles l'importance d'une telle viscosité ne doit pas être surestimée. Les périodes de recul des prix ayant été rares dans un passé récent, il n'est guère surprenant que les réductions des salaires nominaux aient été inhabituelles. Si les taux moyens

d'inflation demeureraient durablement proches de zéro, la flexibilité des salaires nominaux à la baisse pourrait alors s'accroître. En outre, l'effet de la rigidité se trouve atténué par le fait que les coûts unitaires de main-d'œuvre peuvent diminuer, même si les salaires nominaux restent constants, à condition que la productivité augmente.

On ne sait pas davantage si la politique monétaire est moins efficace – et alors, dans quelle mesure – en période de décrue des prix, du fait que les taux d'intérêt nominaux ne peuvent être inférieurs à zéro. Ce qui importe sans doute le plus, dans le mécanisme de transmission, ce ne sont pas les taux courts réels constatés, mais plutôt les taux longs réels anticipés. Comme on l'a vu, une baisse des prix ne serait donc vraiment préoccupante que si elle durait assez longtemps pour générer des anticipations de baisses supplémentaires. Il ne faut pas oublier non plus que la politique monétaire agit sur la demande globale non seulement par le canal des taux d'intérêt réels, mais aussi par les effets de change et la disponibilité du crédit. Ramener à zéro les taux courts nominaux pourrait parfaitement suffire à stimuler la demande en dépréciant la monnaie – sous réserve, évidemment, que cette stratégie ne soit suivie que par très peu de pays. Enfin, même avec des taux d'intérêt nominaux voisins de zéro, les mesures de politique monétaire destinées à faciliter l'octroi de crédits seront probablement efficaces.

Les taux nominaux ne peuvent descendre au-dessous de zéro

Les épisodes de baisse prolongée des prix n'en constituent pas moins un problème sérieux, dans la mesure où ils affectent la valeur des actifs. L'aspect particulièrement préoccupant à cet égard est la dévalorisation des garanties remises en nantissement des prêts bancaires. Les prix des actifs étant inversement corrélés aux taux d'intérêt réels, une augmentation de ces derniers pour cause de déflation pourrait avoir une incidence majeure sur la valeur des garanties; ceci provoquerait un durcissement des conditions de crédit et pourrait alors accentuer les forces de récession. Comme l'illustre l'expérience récente du Japon, où le recul des prix des actifs depuis le début de la décennie a fragilisé les banques, c'est par ses répercussions sur le système bancaire qu'une chute du niveau des prix pourrait avoir le plus d'influence sur les conditions économiques.

Rôle des prix des actifs