

## IV. Politique monétaire dans les pays industriels avancés

### Faits saillants

La période sous revue a été caractérisée par un climat d'incertitude et une inflexion majeure de l'orientation monétaire. Dans de nombreux pays, les taux d'intérêt à court terme ont généralement continué à se tendre début 2000, en raison de la vigueur de la croissance et de tensions inflationnistes. En cours d'année, cependant, la perception d'une décélération rapide de l'activité a entraîné un vaste retournement de tendance sur les taux d'intérêt. Au commencement de 2001, comme il apparaissait de plus en plus nettement que divers pays connaissaient un ralentissement marqué, la plupart des banques centrales ont abaissé leurs taux directeurs. Malgré ce changement d'orientation, les taux longs se sont, dans l'ensemble, détendus dans les grands pays industriels, au point d'inverser les courbes des rendements. Des conditions plus normales ont toutefois pu être restaurées après mars 2001.

C'est aux États-Unis que les modifications des conditions économiques et des marchés financiers ont été les plus manifestes. La politique a continué à se durcir au premier semestre 2000, mais la situation s'est retournée début 2001, lorsque des signes d'une chute brutale de l'activité sont apparus. La Réserve fédérale a procédé à deux baisses de taux inattendues entre deux séances régulières du Comité fédéral de l'open market (CFOM), en partie pour redresser la situation sur les marchés financiers, qui influencent sans doute plus le niveau de la demande aux États-Unis que dans les autres pays.

Au Japon, la politique de taux zéro a été abandonnée en août, car la banque centrale estimait que la reprise avait acquis une dynamique propre et que le risque de déflation devenait moins préoccupant. Comme les pressions baissières sur les prix se sont accentuées à l'automne et que l'activité a fortement diminué en fin d'année, elle a également assoupli les conditions monétaires début 2001. L'érosion des cours des actions, progressive mais de grande ampleur, s'avérait particulièrement inquiétante: elle risquait de rejallir sur la stabilité du système financier, puisque rien n'indiquait clairement que la restructuration avait vraiment commencé.

Dans la zone euro, l'inflation, au printemps 2000, est demeurée proche de 2%, limite supérieure de la fourchette de stabilité des prix définie par l'Eurosystème. Elle s'est toutefois accélérée, en été d'abord, puis à l'automne, sous l'effet de la hausse des prix pétroliers et de la dépréciation de l'euro. En réaction, les taux directeurs ont été progressivement relevés. Lorsque ces influences se sont inversées, l'inflation a diminué, mais aucun signe tangible de ralentissement de l'activité n'est apparu jusqu'au début de 2001. Estimant,

sur la base de ses projections, que le taux d'inflation tarderait à revenir à l'intérieur de la fourchette de stabilité, l'Eurosystème a, jusqu'en mai, choisi de ne pas abaisser ses taux.

Dans de nombreux pays à objectif d'inflation explicite, le mouvement des taux d'intérêt s'est également inversé. La première moitié de la période a vu s'achever la phase de resserrement monétaire. La hausse du taux d'inflation enregistrée fin 2000 dans la plupart de ces économies a été attribuée à des facteurs temporaires comme le renchérissement du pétrole; aussi n'a-t-il pas été jugé nécessaire de durcir encore l'orientation de la politique. Début 2001, toutefois, les principales banques centrales concernées ont réduit leurs taux, en raison de la révision en baisse des prévisions de croissance pour le futur proche.

Que l'inflation ait pu être abaissée et maintenue à un faible niveau dans le monde entier, en présence d'une expansion continue des marchés financiers, n'est pas sans conséquences pour les banques centrales. Un problème particulier tient au choix des indicateurs guidant le réglage des taux directeurs. Dans ce domaine, elles ont expérimenté diverses variables représentatives de l'économie réelle et, de plus en plus, des marchés financiers. Par ailleurs, la communication externe joue un rôle croissant et les autorités sont appelées à tenir davantage compte des réactions du marché lorsqu'il s'agit de choisir le moment le plus approprié pour leurs décisions.

## États-Unis

La période étudiée a été délicate pour les autorités. Durant les trois premiers trimestres de 2000, les tensions inflationnistes semblaient s'accumuler, alors que les cours des actions et divers autres indicateurs financiers laissaient présager une baisse imminente de la consommation et de l'investissement. En outre, l'incertitude sur les gains de productivité futurs assombrissait les perspectives concernant l'inflation, les profits et la solidité à court terme des marchés des capitaux. Puis, en fin d'année, de nouvelles statistiques ont annoncé un ralentissement spectaculaire de l'activité, dont l'intensité et la durée restaient particulièrement incertaines. Décider du rythme de la détente, alors qu'un rebond inopportun des cours des actions n'était pas exclu, nécessitait de s'en remettre, plus que de coutume, à des appréciations subjectives sur l'économie et la psychologie du marché.

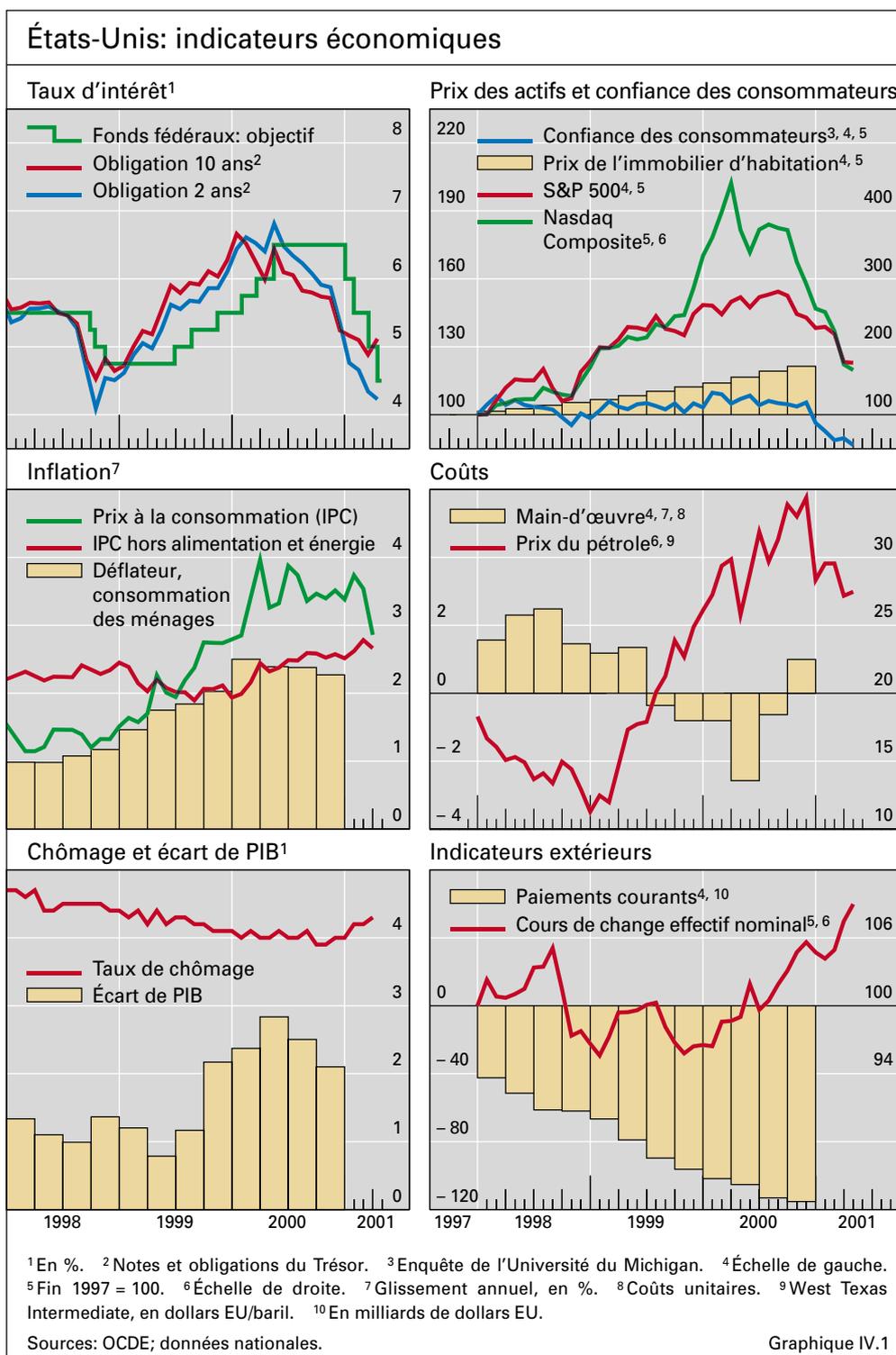
Le début de la période a marqué la dernière phase d'une année de resserrement monétaire par la Réserve fédérale. Le relèvement de 50 points de base de l'objectif des fonds fédéraux en mai 2000, après une augmentation cumulée de 1¼ point depuis juin 1999, s'inscrivait dans une stratégie visant à freiner de façon mesurée l'expansion rapide de la demande globale et ses effets possibles sur l'inflation. À la fin du printemps et en été, les indicateurs avancés laissaient toutefois entrevoir un ralentissement de l'activité. Le CFOM a ainsi été amené à interrompre la hausse de son taux-objectif, tout en conservant un penchant restrictif. Le risque d'une poussée d'inflation est, de fait, demeuré sa préoccupation majeure pendant tout l'automne. D'un côté, les

Tensions  
inflationnistes

Resserrement  
monétaire jusqu'en  
mai 2000 ...

... le risque  
d'inflation étant  
encore présent  
à l'automne

mesures de l'inflation sous-jacente se maintenaient autour de 2%, niveau jugé compatible avec la stabilité des prix, et les signes de ralentissement économique s'accumulaient. De l'autre, le niveau toujours élevé des prix pétroliers justifiait des révisions en hausse des anticipations d'inflation à long terme, tandis que les tensions persistantes sur le marché du travail – qui se traduisaient par une progression des rémunérations et des coûts unitaires de main-d'œuvre – menaçaient d'aviver encore l'inflation sous-jacente.



En décembre, des signes de ralentissement notable de l'économie sont apparus: ample contraction des ventes de détail; accumulation excessive de stocks; érosion marquée du patrimoine des ménages; chute prononcée de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise. Simultanément, les conditions se sont nettement détériorées sur les marchés des actions et des obligations d'entreprise (chapitre VI).

Signes d'un net  
ralentissement  
fin 2000

Le CFOM, qui avait abandonné son penchant restrictif en décembre pour tenir compte du risque accru de décélération économique, a abaissé les taux le 3 janvier 2001. Le choix de la date (entre deux séances) et l'ampleur de la détente (deux fois plus importante que d'ordinaire) ont surpris les marchés: les cours des actions sont montés en flèche, tandis que ceux des obligations à long terme chutaient. Cette décision inattendue avait probablement pour but de démontrer la rapidité de réaction des autorités et, par là, de renforcer la confiance des consommateurs et des opérateurs. Après une nouvelle réduction de 50 points de base du taux des fonds fédéraux lors de la réunion du CFOM de fin janvier, et au vu de l'amélioration constante de la situation des marchés financiers (à l'exception des cours des actions), il semblait possible d'éviter un ralentissement économique prolongé. Mi-février, la Réserve fédérale prévoyait, en tenant compte des effets de l'assouplissement monétaire déjà intervenu, que le taux annuel de croissance ne descendrait guère, en 2001, au-dessous de sa trajectoire à long terme estimée et que l'inflation (fondée sur l'indice des dépenses de consommation des ménages) se situerait autour de 2%. Au fil du temps, toutefois, les signes d'une détérioration plus durable et plus grave se sont accumulés. Le CFOM a encore abaissé les taux de 50 points de base, une première fois lors de sa réunion de mars, puis le 18 avril, après une consultation entre deux séances, et à nouveau le 15 mai. Le taux des fonds fédéraux a ainsi été réduit de 250 points de base au total sur les cinq premiers mois de l'année, fait sans précédent depuis la guerre. Alors que l'écart entre taux longs et courts avait eu tendance à diminuer en 2000, le processus s'est inversé début 2001, suite à l'assouplissement de la politique monétaire; ainsi, le rendement de l'obligation du Trésor à 10 ans s'est tendu, augmentant de 56 points de base entre le 23 mars et le 20 avril.

Réduction-surprise  
des taux début  
2001 ...

... vite suivie de  
quatre autres  
baisses

L'évolution de la politique monétaire des États-Unis au cours des derniers trimestres a alimenté, comme les années précédentes, un débat concernant une éventuelle augmentation du niveau soutenable des gains de productivité (voir ci-après la section sur les indicateurs de la politique monétaire). Durant la phase de resserrement, la Réserve fédérale avait été soucieuse d'obtenir des estimations exactes de l'écart de PIB pour évaluer les conséquences inflationnistes d'une forte demande globale. En revanche, lorsque, au quatrième trimestre 2000, les cours des actions ont continué de baisser et que la croissance s'est nettement ralentie, les autorités et les marchés se sont un moment interrogés sur les perspectives à court terme des gains de productivité. Ils ont privilégié un scénario de gains durables avec des retombées positives sur les bénéficiaires, les cours des actions et les dépenses. Dans ce schéma, certains déséquilibres constatés dans l'économie américaine seraient donc plus viables qu'on aurait pu le croire (chapitre II). Néanmoins, si le maintien de gains de productivité élevés devait impliquer une diminution

Persistance de  
l'incertitude sur  
les gains de  
productivité

des horaires de travail, de l'emploi et du revenu des ménages, la confiance des consommateurs risquerait de s'en ressentir.

## Japon

Face à la croissance notable du PIB et à l'augmentation de la production industrielle au printemps 2000, la Banque du Japon s'est trouvée devant un choix délicat. Devait-elle abandonner la politique de taux zéro adoptée un an auparavant et, dans ce cas, à quel moment? Son Conseil de politique monétaire était de plus en plus persuadé que la diminution constante des prix à la consommation reflétait essentiellement une évolution de l'offre, notamment sous l'effet de la déréglementation et de la modification des circuits de distribution, et qu'en outre l'incidence baissière de la faiblesse de la demande semblait s'atténuer. Alors que le rythme annuel du recul des prix (hors produits frais) était demeuré à 0,3% au printemps et que des signes de reprise apparaissaient, le taux-objectif du jour le jour était relevé à 0,25% en août. Même si ce geste représentait un léger resserrement, la Banque du Japon faisait valoir que les conditions monétaires conservaient globalement un caractère incitatif.

Durant l'automne et l'hiver, toutefois, l'activité a de nouveau fléchi et la baisse sous-jacente des prix à la consommation s'est accélérée. Les rendements obligataires longs, restés stables pendant la majeure partie de l'année, sont revenus de 1,8% en octobre à 1,7% en décembre et ont touché 1,1% début mars 2001. Cette diminution laisse penser que les marchés financiers anticipaient une poursuite du ralentissement conjoncturel. En outre, il apparaissait de plus en plus clairement que l'encours des prêts non productifs n'avait pas été véritablement réduit puisqu'il se reconstituait au fur et à mesure des annulations de créances.

Ces développements ont eu deux causes principales. Premièrement, la forte baisse des exportations vers les pays d'Asie, essentiellement due à l'impact du ralentissement américain sur ces économies, a entraîné une diminution de la production industrielle au premier trimestre 2001. Deuxièmement, la nouvelle érosion de la capacité de prêt des banques, provoquée par la chute des cours des actions depuis le printemps 2000, a entravé la reprise naissante. En effet, les banques ne pouvaient plus guère, comme par le passé, compenser, dans leurs résultats, leurs pertes sur prêts par des plus-values sur actions, dont les cours (mesurés par l'indice Nikkei) s'inscrivaient, au printemps 2001, à leurs plus bas niveaux depuis quinze ans.

Compte tenu de cette dégradation de la situation économique et de la probabilité croissante d'une récession aux États-Unis, la Banque du Japon a adopté, début février 2001, des mesures supplémentaires de soutien à l'économie. Pour accroître l'offre de liquidités, elle a institué une facilité d'avances sur titres permettant aux banques d'emprunter, à leur initiative, au taux d'escompte officiel, ramené de 0,5% à 0,35%. Ce geste a eu pour résultat de plafonner le taux au jour le jour sur le marché interbancaire. Puis, le même mois, l'objectif du jour le jour a été réduit à 0,15% et le taux officiel d'escompte à 0,25%. La reprise semblant interrompue, la banque centrale a pris, en mars,

Baisse des prix  
mais relèvement  
des taux

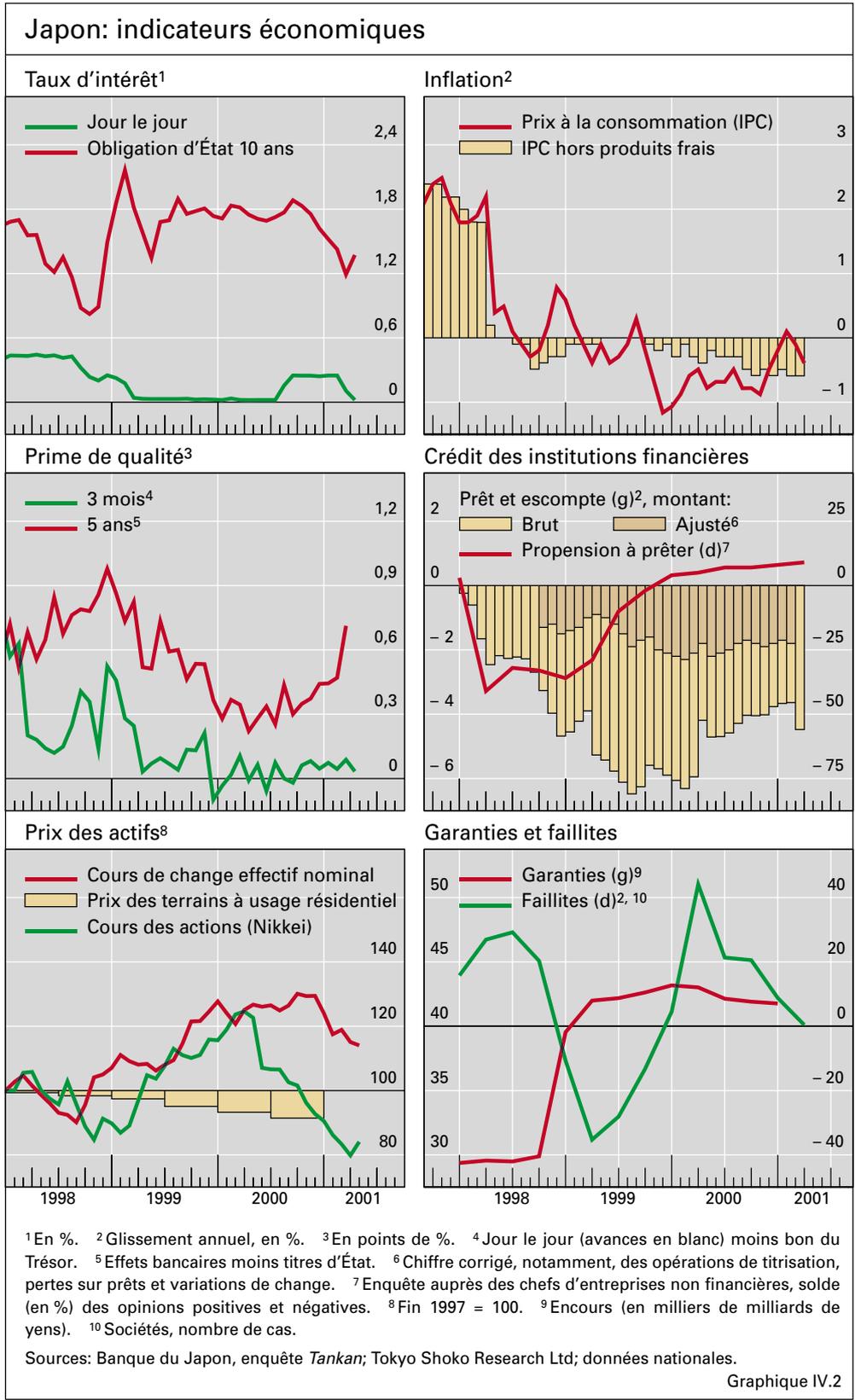
Fléchissement  
de l'activité ...

... sous l'effet du  
ralentissement aux  
États-Unis et de la  
chute des cours  
des actions

Assouplissement  
monétaire en  
février ...

... et en mars

de nouvelles initiatives. Elle a modifié son objectif opérationnel, délaissant le jour le jour pour cibler l'encours des comptes courants détenus sur ses livres par les établissements de crédit, et a porté ce volume de ¥4 000 milliards à ¥5 000 milliards, de sorte que le jour le jour est revenu à près de 0,05%.



En même temps que les inflexions d'orientation décidées en mars, la Banque du Japon a annoncé un «ciblage de l'IPC», consistant à maintenir la nouvelle politique jusqu'à ce que la baisse des prix à la consommation soit enrayerée, sans doute pour convaincre l'opinion que les taux d'intérêt resteraient longtemps très faibles et induire ainsi une détente sur l'ensemble de la courbe des rendements. Si la banque centrale japonaise est demeurée réservée au sujet de l'instauration d'un objectif explicite d'inflation à moyen terme, cette annonce soulignait cependant qu'elle veillait de plus en plus à éviter une nouvelle diminution des prix.

Détente par  
accroissement  
des liquidités

Avec un jour le jour pratiquement à zéro, la banque centrale n'avait plus de marge de manœuvre sur les taux. Elle estimait peu probable, en outre, qu'une augmentation des liquidités en circulation puisse soutenir l'activité, étant donné la fragilité du système financier et des entreprises. En particulier, un gonflement de la base monétaire par des achats massifs d'obligations d'État n'était guère de nature à inciter les banques à accroître leurs prêts, en raison du mauvais état de leurs bilans et de la faiblesse de la demande de crédits. Au surplus, une baisse du yen par des achats de devises, pour stimuler les exportations, pourrait placer certaines sociétés dans l'incapacité de répercuter le renchérissement des importations du fait de l'apathie de la demande intérieure. Une dépréciation de la monnaie risquerait donc de laminer les marges bénéficiaires dans quelques secteurs, de freiner ainsi l'activité et de créer des problèmes pour les autres économies d'Asie.

Importance des  
réformes

La politique monétaire ayant une efficacité restreinte et la politique budgétaire étant entravée par le gonflement rapide de la dette publique ces dernières années, le retour de la croissance semble lié de plus en plus à des réformes axées sur un assainissement général des bilans des établissements financiers et des entreprises. Le succès d'une telle stratégie paraît, en outre, conditionné par un accroissement durable de la rentabilité des activités bancaires de base. Or, si le faible niveau des taux d'intérêt est de nature à favoriser la demande, il a aussi pour effet de réduire les incitations à restructurer, puisque les prêts non productifs peuvent être refinancés à un coût minime. C'est pourquoi il est d'autant plus important de compléter la politique de taux faibles par des incitations à faire aboutir les réformes structurelles.

## Zone euro

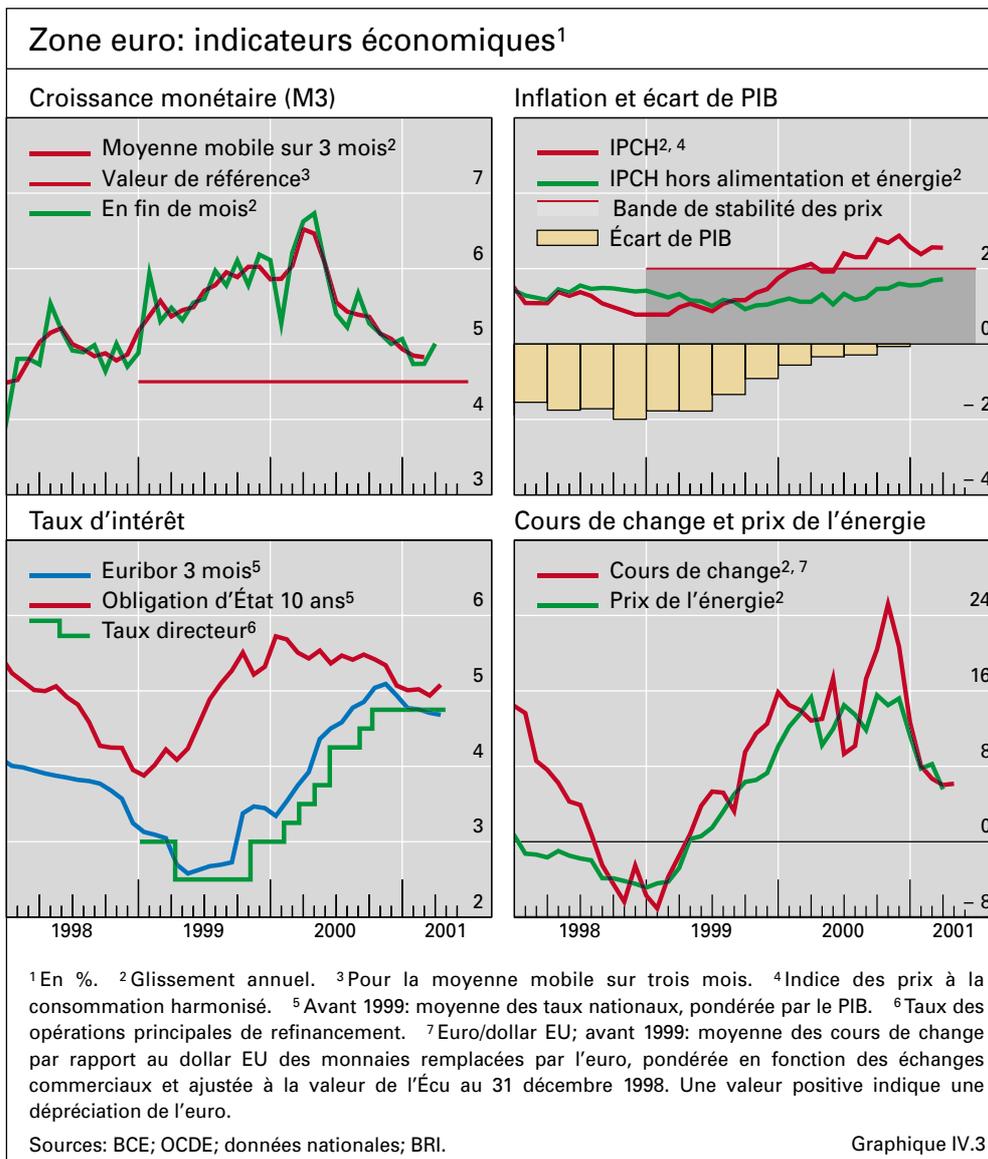
L'environnement monétaire a également été délicat l'an dernier dans la zone euro, où les perspectives d'inflation ont encore évolué rapidement. Jusqu'à l'automne 2000, le principal défi, pour la BCE, a été d'empêcher la poussée d'inflation liée à l'énergie d'entrer dans les rémunérations contractuelles et d'exercer des effets secondaires. Elle s'est donc essentiellement attachée à savoir dans quelle mesure le ralentissement touchant les États-Unis, et l'économie mondiale en général, freinerait l'activité et réduirait les tensions sur les prix dans la zone euro. La situation était, en outre, rendue plus complexe par l'affaiblissement de l'euro, susceptible de s'accélérer. Si le change ne

L'affaiblissement  
de l'euro ajoute  
à la complexité

constitue pas un objectif de la politique monétaire, il influence les tensions inflationnistes par une action directe sur les prix des importations et indirectement, le cas échéant, à travers les anticipations d'inflation (chapitre V).

Début 2000, la BCE a poursuivi sa politique de resserrement progressif amorcée fin 1999. L'inflation mesurée par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui avait touché un minimum de 0,8% en janvier 1999, n'a cessé d'augmenter par la suite, culminant à 2,9% en novembre 2000. Cette accélération s'explique essentiellement par l'envolée des prix pétroliers et la dépréciation de 16% de l'euro entre janvier 1999 et décembre 2000. Elle s'est accompagnée d'une vive hausse des prix des importations: 22% sur les douze mois se terminant en septembre 2000. Bien que l'inflation sous-jacente (mesurée par l'IPCH hors alimentation et énergie) soit demeurée très sage, le taux des opérations principales de refinancement a été relevé par étapes, de 3,0%, début 2000, à 4,75%, à l'automne. Pendant quelques mois, le Conseil des gouverneurs a conservé une attitude prudente, malgré le fort ralentissement de l'économie américaine et les signes

Hausse de l'inflation due aux prix pétroliers et à la dépréciation de l'euro



d'atténuation des tensions inflationnistes dans la zone euro. Devant la modération salariale et la révision en baisse des perspectives de croissance, la BCE a réduit ses taux en mai 2001.

Déterminants  
de la politique  
monétaire

Plusieurs facteurs peuvent expliquer l'attitude de l'Eurosystème. En définissant le cadre opérationnel de sa politique, le Conseil des gouverneurs avait déclaré qu'un franchissement temporaire du seuil de 2% ne devrait pas être considéré comme incompatible avec la stabilité des prix. Il a pu toutefois estimer qu'il lui fallait réagir, même modérément, pour que sa crédibilité, qui ne peut se prévaloir d'une longue expérience, ne soit pas entamée. En outre, la croissance de M3 – premier pilier du dispositif opérationnel de l'Eurosystème – au-delà de la valeur de référence de 4,5% appelait à la prudence. La sensibilité des salaires aux variations des prix et aux tensions sur le marché du travail, traditionnelle dans de nombreuses économies d'Europe continentale, a également joué un rôle. Avec la poursuite de la baisse du chômage dans la zone euro (de 9,5% en janvier 2000 à 8,6% en décembre), une accélération de l'inflation risquait de renforcer les anticipations de hausse des prix et de se répercuter, dans un second temps, sur le marché du travail.

Risque d'effets  
secondaires

En fait, les rendements des obligations à long terme sont demeurés stables autour de 5,5% pendant une grande partie de l'année 2000, puis ont commencé à diminuer, pour s'inscrire à 4,9% à mi-mars 2001. Dans un sens, cette évolution peut s'expliquer par un mimétisme avec les taux longs aux États-Unis, que confirme la tendance haussière affichée ensuite par les rendements obligataires tant dans ce pays qu'en Europe. D'un autre côté, elle pourrait indiquer que la poussée d'inflation n'a pas influencé les anticipations, car la politique de stabilité de l'Eurosystème est restée crédible pour les marchés financiers comme pour le grand public. Cette dernière interprétation semble étayée par l'absence de signes de répercussions, à ce jour, de l'accélération de l'inflation sur les coûts de main-d'œuvre.

Crédibilité de la  
politique monétaire

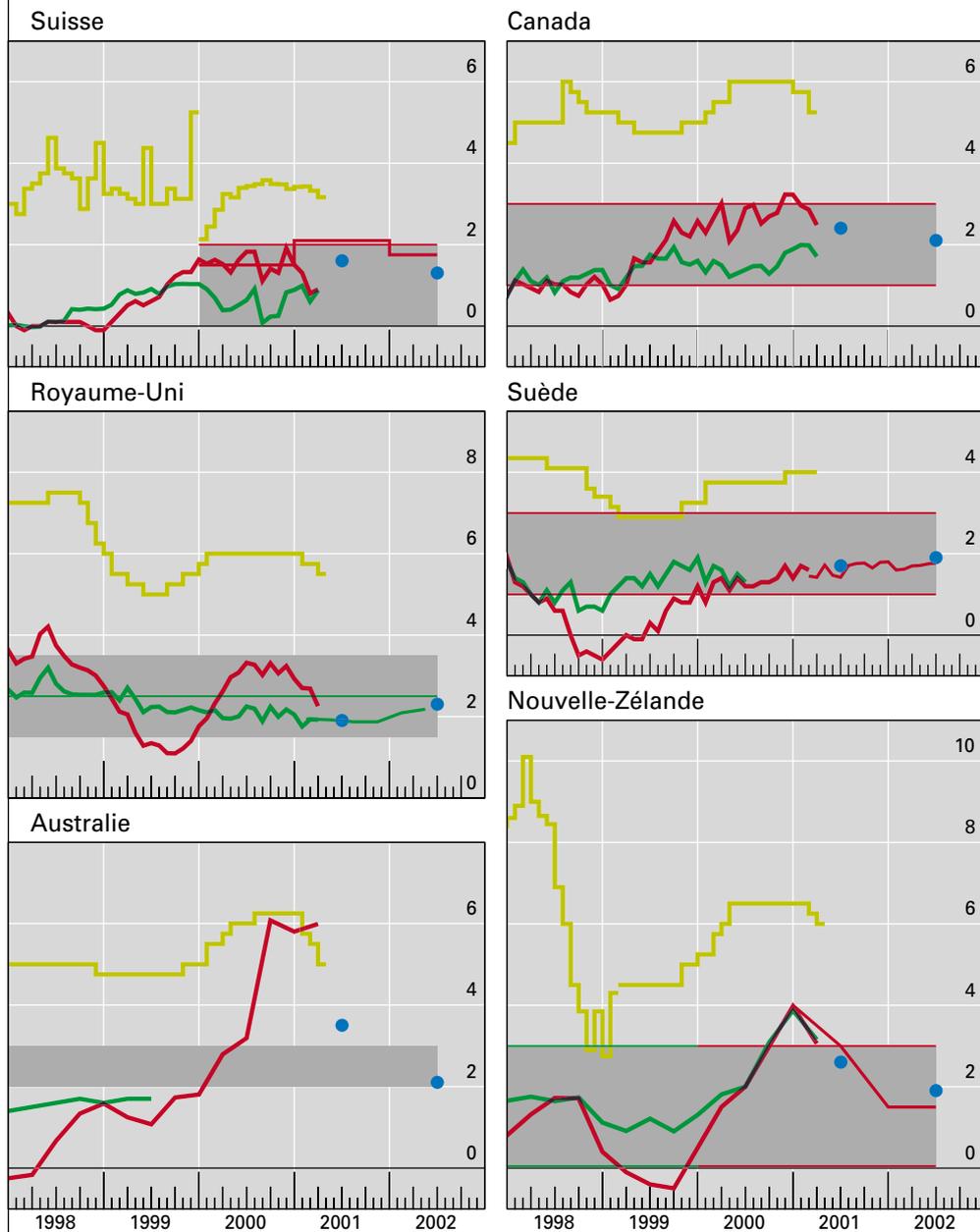
## Pays à objectif d'inflation

Dans beaucoup de pays industriels, la politique monétaire repose explicitement sur un objectif quantifié d'inflation. Les banques centrales ont été de plus en plus nombreuses à adopter une telle stratégie, comme l'ont fait l'Islande et la Norvège en mars 2001.

Au premier semestre 2000, les banques centrales de la plupart des pays à objectif d'inflation ont mis en œuvre la dernière étape du resserrement général amorcé en 1999; elles ont ensuite maintenu les taux assez stables jusqu'en fin d'année. La Banque d'Angleterre s'est abstenue pratiquement toute l'année de modifier ses taux directeurs, car, malgré une forte demande intérieure et un marché du travail toujours tendu, l'inflation sous-jacente ne semblait guère devoir augmenter. Début 2001, les taux d'intérêt se sont orientés à la baisse. Les taux directeurs ont été réduits en Australie, au Canada, en Nouvelle-Zélande, au Royaume-Uni et en Suisse, car l'inflation demeurait modérée, tandis que la croissance paraissait appelée à tomber au-dessous de son rythme tendanciel, à cause surtout d'une évolution semblable dans les grands pays industriels.

## Pays à objectif d'inflation: inflation et taux directeur<sup>1</sup>

— Inflation IPC      — Préviation (banque centrale)       Objectif  
— Inflation sous-jacente<sup>2</sup>      ● Préviation (marché)<sup>3</sup>      — Taux directeur<sup>4</sup>



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.

<sup>1</sup> 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 (auparavant, pour l'Australie et la Nouvelle-Zélande également). <sup>2</sup> Suisse et Canada: IPC hors alimentation et énergie (et taxes pour le Canada); Royaume-Uni: indice des prix de détail hors paiements d'intérêts hypothécaires; Suède: IPC hors taxes, 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. <sup>3</sup> Pour l'année; IPC (Royaume-Uni: inflation sous-jacente), enquêtes d'avril 2001. <sup>4</sup> Suisse: Libor 3 mois, la bande-objectif étant de 50 points de base de part et d'autre (avant 2000: taux lombard); Canada: plafond de la fourchette opérationnelle; Royaume-Uni et Suède: taux des prises en pension; Australie: taux des liquidités; Nouvelle-Zélande: taux des liquidités (avant mars 1999: jour le jour).

Sources: © Consensus Economics; données nationales.

Graphique IV.4

Les taux d'intérêt suivent le cycle américain

Durant la période sous revue, comme les deux années précédentes au moins, l'évolution des taux courts dans les pays industriels à objectif d'inflation a reflété celle des fonds fédéraux américains. En fait, la plupart de ces économies se trouvaient au même stade conjoncturel que les États-Unis. Le Canada constitue un bon exemple à cet égard. À partir de novembre 1999, presque toutes les modifications des taux directeurs canadiens ont immédiatement suivi celles du taux des fonds fédéraux. Étant donné que les quatre cinquièmes du commerce du Canada s'effectuent avec les États-Unis et que les deux pays ont des marchés financiers étroitement liés, leurs politiques monétaires présentent une évolution semblable, sans être totalement identique.

Vigueur de la demande globale en 2000

Comme la similitude des cycles de taux le suggère, les banques centrales à objectif d'inflation ont été confrontées à des problèmes communs. Jusqu'à l'automne 2000, elles ont surtout paré au risque de surchauffe, la demande étant estimée supérieure à l'offre. En outre, les marchés du travail apparaissaient tendus, même si les variations généralement modérées des coûts unitaires de main-d'œuvre ne semblaient pas témoigner d'augmentations salariales allant au-delà des gains de productivité. Pour ne pas laisser se développer des tensions inflationnistes sous-jacentes, plusieurs banques centrales ont ainsi poursuivi leur politique restrictive; cela a été le cas au Canada, en mai 2000, avec un relèvement de 50 points de base du principal taux directeur (quatrième resserrement depuis novembre 1999), ainsi qu'en Australie, entre avril et août 2000 (après un durcissement de 75 points de base), et en Nouvelle-Zélande, avec une hausse totale de 75 points de base, en avril et mai. La croissance a également été plus rapide que la moyenne en Suède l'an dernier, mais la Riksbank a estimé pouvoir attendre la fin de l'année pour majorer ses taux.

Questions communes aux banques centrales: incertitudes persistantes sur les gains de productivité ...

La première question qui s'est posée aux autorités était de savoir si les gains de productivité enregistrés aux États-Unis depuis 1995, généralement considérés comme acquis, allaient se concrétiser aussi dans leur économie. L'enjeu était de taille puisque les incertitudes sur la tendance de la productivité du travail compliquaient l'évaluation du potentiel de production ainsi que des tensions inflationnistes et, partant, de l'orientation monétaire appropriée. Dans la plupart des pays à objectif d'inflation, on ne décelait que des gains de productivité limités et relativement récents, qui, de surcroît, semblaient plutôt attribuables à des facteurs conjoncturels. L'Australie constituait l'exception notable, avec des gains très importants pendant toute la décennie. Au Royaume-Uni, néanmoins, des membres du Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre, présumant une amélioration de la productivité à long terme, ont déclaré avoir penché pour un abaissement des taux en 2000. En Suède, la pause dans le resserrement des taux, en 2000, s'explique également par la conviction que le niveau soutenable des gains de productivité était plus élevé, à cause notamment des bons résultats du secteur informatique.

... influence de la hausse des prix pétroliers ...

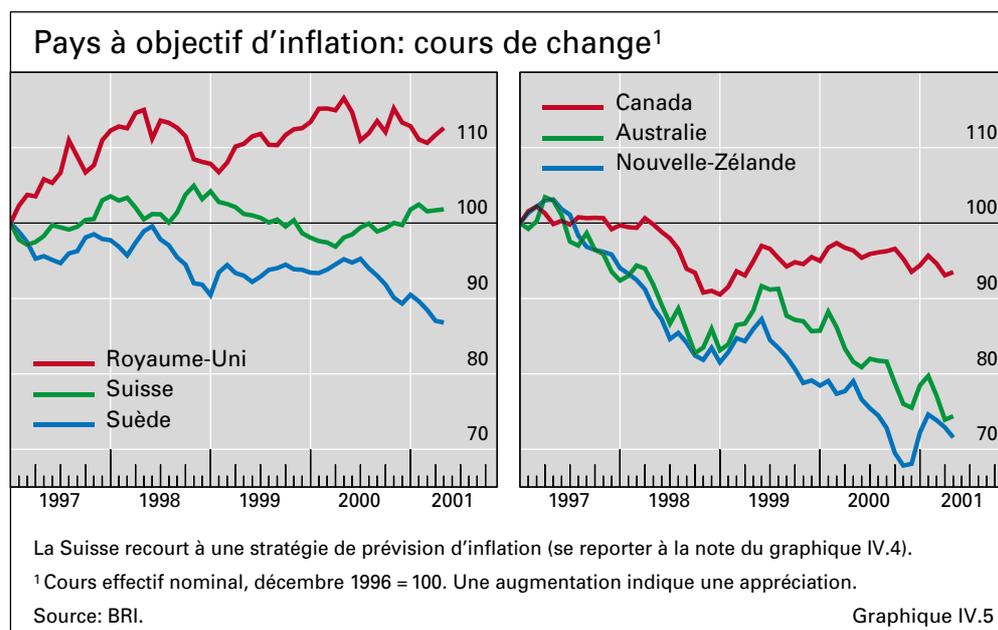
La deuxième question concernait l'attitude à adopter face à la nouvelle envolée des prix pétroliers, après le milieu de l'année, qui a ensuite poussé le taux d'inflation au-delà de l'objectif dans la plupart des pays. Les conditions monétaires n'ont pas été resserrées, le sentiment général étant que le choc pétrolier était temporaire. Plusieurs des banques centrales concernées ont toutefois déclaré que, si elles ne comptaient pas réagir aux effets primaires,

elles pourraient intervenir si les indicateurs signalaient des effets secondaires. La Banque de Réserve d'Australie a maintenu ses taux quand, au troisième trimestre 2000, l'alourdissement de la fiscalité et le renchérissement du pétrole ont nettement ravivé l'inflation. Au Canada, la facture pétrolière n'a guère affecté les anticipations d'inflation à long terme, qui sont demeurées proches du point médian de la fourchette-objectif de la banque centrale. En fin d'année, le recul des prix pétroliers a allégé les tensions inflationnistes dans la majorité des pays, réduisant fortement la probabilité d'effets secondaires.

En troisième lieu, les autorités ont été attentives à l'évolution des cours de change. Pendant la plus grande partie de 2000, l'une des préoccupations majeures au Royaume-Uni concernait le déséquilibre sectoriel croissant causé par la fermeté de la livre par rapport à l'euro; celui-ci se traduisait par des résultats médiocres pour certains secteurs exportateurs, tandis que la demande intérieure augmentait rapidement. Une diminution des taux aurait pu faire baisser la livre, et soutenir ainsi les industries exportatrices, mais elle aurait également stimulé la demande intérieure, déjà trop vigoureuse. Comme les anticipations continuaient de miser sur la réalisation de l'objectif d'inflation, la Banque d'Angleterre a choisi de maintenir à 6% son principal taux directeur.

L'Australie et la Nouvelle-Zélande, dont la monnaie se dépréciait très sensiblement, ont également accordé beaucoup d'attention au cours de change. En fait, l'influence de la dépréciation sur l'orientation de la politique monétaire a été moindre que par le passé. Dans ces deux pays, la banque centrale, estimant que les répercussions des fluctuations de change sur l'inflation s'étaient récemment atténuées, était plutôt portée à attendre pour voir si le taux d'inflation sous-jacente serait affecté. En revanche, la Banque nationale suisse a jugé que ces répercussions restaient importantes. La hausse du franc suisse vis-à-vis de l'euro a opportunément freiné les tensions inflationnistes nées, au premier semestre 2000, de la faiblesse antérieure du cours de change nominal.

... et évolution  
surprenante des  
cours de change



Révision en baisse  
des prévisions de  
croissance, début  
2001

Durant la seconde moitié de la période sous revue, les perspectives d'inflation se sont améliorées, les prévisions de croissance étant revues en baisse dans la plupart des pays, et ce pour deux raisons principales: le ralentissement prévu de l'activité mondiale et le durcissement antérieur des conditions monétaires. Toutefois, le tassement anticipé était moindre qu'aux États-Unis, comme l'était la probabilité d'un retournement conjoncturel brutal. En effet, les déséquilibres financiers étaient généralement moins évidents, notamment sur les marchés du crédit et des actifs. Certains secteurs faisaient toutefois exception: en Australie, par exemple, les prix des logements ont atteint des sommets et, au Canada, la dette des ménages et des entreprises a frôlé ses maximums historiques, en pourcentage du PIB (chapitre II).

Détente au  
Canada ...

... au  
Royaume-Uni ...

... et en Australie

Les prévisions de décélération de la croissance et la stabilité de l'inflation sous-jacente ont finalement incité de nombreuses banques centrales à desserrer leurs taux. Au Canada, le ralentissement avait peut-être débuté, sous l'effet notamment de la diminution de la demande en provenance des États-Unis. Un tassement de la consommation et de l'investissement était en outre à redouter, comme dans ce pays. La Banque du Canada a donc commencé à abaisser ses taux en janvier 2001. Au Royaume-Uni, le Comité de politique monétaire, lors de sa séance de janvier, jugeait encore le risque d'une poussée d'inflation aussi important que le danger représenté par l'apparition d'une croissance apathique. Après un recul temporaire de l'inflation à près d'un point de pourcentage au-dessous de l'objectif, la banque centrale a cependant desserré sa politique monétaire, d'abord en février, puis en avril et mai, minorant chaque fois ses taux de 0,25 point. En Australie, où la demande intérieure était déjà faible, le ralentissement du quatrième trimestre aux États-Unis et au Japon a conforté l'idée d'un fléchissement durable de l'activité. La Banque de Réserve a réduit le jour le jour à trois reprises entre février et avril, considérant cette détente compatible avec un retour de l'inflation à l'intérieur de la fourchette-objectif de 2-3% dans les deux années suivantes.

## Repenser la conduite de la politique monétaire

La modification qui a le plus marqué l'environnement macroéconomique, ces vingt dernières années, a probablement été le processus mondial de désinflation. S'il ne fait pas de doute que de nombreux facteurs ont contribué à pérenniser une faible inflation (chapitres II et III), l'engagement croissant des banques centrales à l'égard de la stabilité des prix s'est avéré déterminant.

Difficulté de  
trouver des  
indicateurs  
fiables

Malgré leur succès dans ce domaine, les banques centrales ont dû, non sans difficultés, trouver des indicateurs fiables pour guider la régulation des taux directeurs. Depuis l'effondrement du système de Bretton Woods et la généralisation de régimes de changes flexibles, la recherche de tels indicateurs constitue une priorité pour des institutions devant conduire une politique monétaire plus active. Dans les années 70, un objectif de croissance de la masse monétaire servait communément à la fois de point d'ancrage nominal explicite aux anticipations et de variable d'information pour fixer l'orientation. Toutefois, dans la plupart des pays, la libéralisation et l'innovation financières

ont fini par affecter la fiabilité des agrégats monétaires comme indicateurs avancés de l'évolution économique. Aujourd'hui, dans les grands pays industrialisés, seul l'Eurosystème accorde toujours un rôle prééminent aux indicateurs monétaires – qui constituent l'un des deux piliers de sa stratégie. Au cours des années 80, les banques centrales ont étendu la gamme des variables d'information sur lesquelles s'appuient leurs décisions, et les indicateurs de l'économie réelle – tels que les mesures des capacités de production sous-jacentes et du PIB potentiel – ont bénéficié d'un regain de faveur. Par la suite, la fixation et la poursuite d'objectifs d'inflation publiés ont permis, dans de nombreux pays, de mettre en œuvre de manière transparente et crédible une stratégie monétaire fondée sur un large éventail d'indicateurs. Néanmoins, la clarification de l'objectif de la politique monétaire a sans doute accru l'urgence de disposer d'indicateurs fiables.

Étant donné la diversité des expériences des banques centrales, il pourrait sembler irréaliste d'imaginer qu'elles puissent utiliser un ensemble commun de tels indicateurs pour conduire leur politique monétaire. Au surplus, le développement des marchés des capitaux, ces dernières années, a élargi la gamme des variables d'information disponibles et, partant, la probabilité de choix différents. Outre ces implications majeures en termes d'options tactiques, le rôle accru des marchés a rendu nettement plus complexe la communication avec le public sur les changements d'orientation.

#### *Choix des indicateurs*

Le niveau exceptionnellement bas de l'inflation dans de nombreux pays industriels, depuis le milieu des années 90, a contraint les banques centrales à réexaminer leurs indicateurs traditionnels ainsi que les modèles utilisés pour évaluer les tensions inflationnistes. Le cas le plus frappant est celui des États-Unis, où la croissance a été bien supérieure et le chômage bien inférieur aux tendances habituelles. Comme les banques centrales considèrent généralement que le processus d'inflation suit la courbe de Phillips, le comportement atypique de la production et du chômage par rapport à leur niveau estimé d'équilibre à long terme explique en grande partie pourquoi les prévisions d'inflation sont systématiquement surévaluées depuis quelque temps.

L'incertitude croissante concernant le PIB potentiel constitue l'un des problèmes majeurs. Depuis quelques années, on s'attache à comprendre l'évolution de la productivité globale des facteurs et à voir notamment dans quelle mesure les augmentations de productivité constatées reflètent des facteurs plus structurels que conjoncturels. Il n'est pas toujours admis, cependant, que les estimations du stock de capital et de la population active sont essentielles pour évaluer le PIB potentiel. La mesure du stock de capital, par nature très délicate, l'est encore plus en période de mutations technologiques, car le capital installé peut devenir rapidement obsolète et son exploitation non rentable, ce qui complique l'appréciation du taux d'utilisation des capacités. De même, les variations des taux d'activité et les tendances démographiques peuvent avoir des répercussions sur l'offre effective de main-d'œuvre et, de ce fait, sur les capacités de production. En outre, le calcul du NAIRU, également

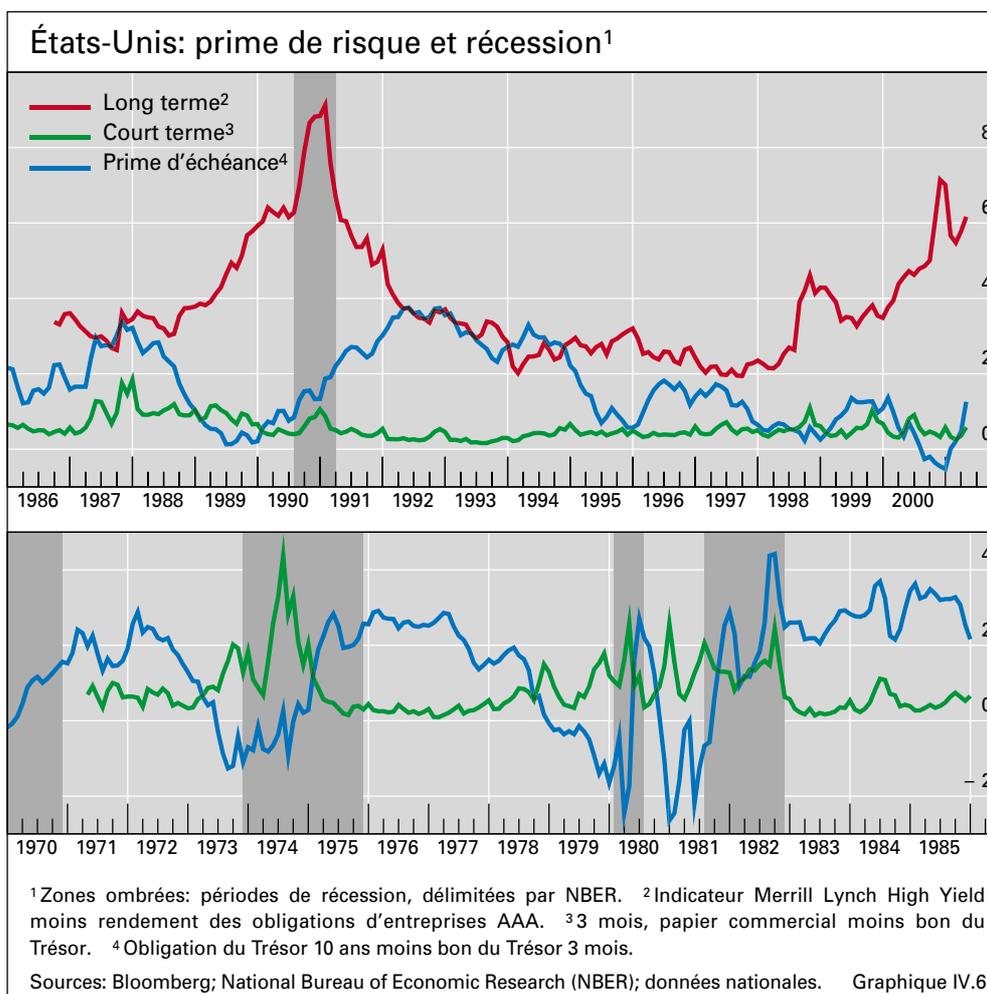
Manque de fiabilité des indicateurs traditionnels ...

... dû en partie à la difficulté de prévoir les gains de productivité

essentiel pour déterminer la contribution de la main-d'œuvre au PIB potentiel, peut être faussé par certaines influences (baisse des prix des produits de base ou appréciation de la monnaie, par exemple), qui réduisent temporairement les tensions sur les prix et les anticipations d'inflation. Ce genre de difficultés conduit de nombreux analystes à recourir à des méthodes purement statistiques pour estimer le PIB potentiel. Si beaucoup de banques centrales ont fait de même, elles hésitent, à juste titre, à fonder leur politique monétaire sur de tels indicateurs, qui ne fournissent aucune information concernant les forces économiques sur lesquelles reposent les estimations.

Étant donné notamment les difficultés que présentent l'interprétation des indicateurs de l'économie réelle et l'importance croissante des marchés financiers dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire, les banques centrales s'appuient de plus en plus sur des indicateurs financiers pour guider leur action. Un premier exemple en est fourni par les diverses primes de risque. Par le passé, la prime d'échéance (écart taux longs-taux courts) annonçait correctement ce que serait l'activité économique dans de nombreux pays. En outre, aux États-Unis, l'écart de taux entre papier commercial et bons du Trésor semblait aussi avoir une valeur prédictive. Or, les variations de ces deux écarts sont étroitement liées aux inflexions de la politique monétaire. Ainsi, une forte diminution de la prime d'échéance,

Supériorité possible  
des indicateurs  
financiers



conduisant à une inversion de la courbe, est couramment allée de pair avec un relèvement notable des taux directeurs. Comme la plupart des phases de récession, depuis le début des années 70, paraissent avoir été provoquées par un resserrement monétaire face au risque d'inflation, la prime d'échéance était bien de nature à pronostiquer un ralentissement imminent de l'économie.

En corollaire, toutefois, la prime d'échéance ne permet pas de prévoir un ralentissement qui ne serait pas essentiellement induit par la politique monétaire, comme ce fut le cas, à partir de 1990, aux États-Unis. Le fléchissement de l'activité avait alors été annoncé par une forte augmentation de la prime de qualité sur obligations d'entreprise. Cette prime semble même constituer, depuis peu, un bon indicateur de la croissance. Elle est de nature, en effet, à traduire des variations (engendrées parfois par la politique monétaire) des conditions de crédit qui influencent les décisions d'investissement des petites et moyennes entreprises. Elle est sans doute plus précise que les autres écarts de rendement, dans la mesure où ses fluctuations ne sont pas spécifiquement liées à l'orientation monétaire mais reflètent aussi d'autres déterminants du cycle conjoncturel.

Prime de qualité

Les fluctuations du cours de change nominal et la variation des prix des importations qui en découle sont également utilisées, dans de nombreux pays, pour évaluer les tensions inflationnistes. En effet, ces mouvements ont une incidence directe sur l'inflation et influencent la fixation des salaires et l'évolution des prix des produits non soumis à la concurrence internationale. Toutefois, comme indiqué ci-avant et au chapitre II, l'expérience récente donne à penser que les répercussions des fluctuations de change sur l'inflation sont à présent plus limitées ou plus tardives, ce qui pourrait les rendre moins importantes pour la conduite de la politique monétaire.

Cours de change

Enfin, comme on l'a vu précédemment, les agrégats de monnaie ou de crédit jouent un rôle variable depuis trente ans dans la conduite de la politique monétaire. Les banques centrales, à de notables exceptions près, s'interrogent de plus en plus sur la capacité de ces agrégats d'annoncer les fluctuations à court terme de l'inflation et de la production. De surcroît, leur valeur informative semble varier d'un système financier à l'autre. Ainsi, les agrégats monétaires larges seront vraisemblablement plus utiles dans les pays où les banques représentent la principale source de financement externe des investissements. En revanche, dans les pays (États-Unis et Royaume-Uni, par exemple) où les entreprises se financent essentiellement par émission d'actions et de titres de dette, des indicateurs tels que les agrégats larges de crédit, les cours des actions et les primes de risque seront sans doute plus pertinents. Nonobstant ces différences, le suivi d'agrégats de crédit et de monnaie peut encore servir à évaluer les menaces à long terme sur la stabilité financière (chapitre VII).

Agrégats monétaires

### *Communication avec les marchés financiers*

Le développement rapide des marchés financiers n'a pas seulement élargi la gamme des indicateurs potentiels pour la politique monétaire, il a également posé des défis sur le plan de la communication pour les banques centrales. Ainsi, les autorités ont généralement mis l'accent sur la transparence, afin

Annnonce immédiate  
des changements  
d'orientation

d'éviter que leur action ne surprenne les marchés. Si, dans les années 80, quelques banques centrales, dont la Réserve fédérale américaine et la Banque de Réserve d'Australie, conduisaient leur politique monétaire en guidant le taux au jour le jour vers un objectif non divulgué, aujourd'hui, la plupart annoncent immédiatement le moindre changement. Elles font part aussi plus rapidement de leurs décisions, en précisant leurs raisons. En outre, certaines banques centrales, y compris la BCE et la Banque du Japon l'an passé, ont commencé à publier leurs projections ou prévisions concernant l'inflation et d'autres variables.

L'utilité d'annoncer  
d'éventuelles  
mesures ...

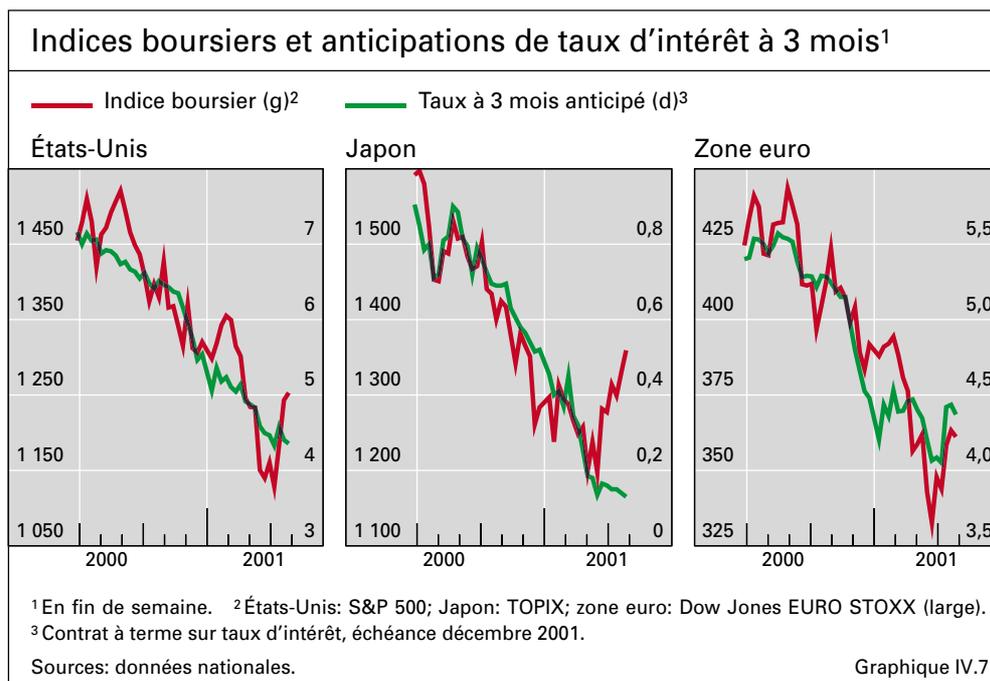
Convient-il néanmoins d'améliorer encore la communication? Les avis divergent sur la question de savoir si les banques centrales doivent préparer les marchés aux mesures qu'elles vont prendre, par exemple en annonçant, comme le CFOM, un «penchant», en indiquant la direction possible de leur prochaine initiative, voire en publiant leurs projections sur l'évolution probable des taux. Cela pourrait permettre aux banques centrales d'influencer les taux longs de manière plus efficace et de renforcer ainsi l'effet des impulsions monétaires sur l'économie. Toutefois, plusieurs éléments portent à croire que la difficulté est plus grande et la démarche moins souhaitable qu'on ne le pensait.

... n'est pas  
évidente ...

Premièrement, la tâche des responsables devient beaucoup plus complexe, voire ingérable, s'ils doivent déterminer à la fois le niveau présent des taux directeurs et leur évolution la plus probable, surtout s'ils se réunissent fréquemment. Deuxièmement, il est possible que leurs opinions divergent sur les décisions qu'ils pourraient être amenés à prendre. De nombreuses banques centrales confient la conduite de la politique monétaire à un comité (institutionnel ou non) qui examine la situation de l'économie et les développements vraisemblables à court terme. Un accord est ensuite trouvé sur le niveau des taux d'intérêt à appliquer, soit par consensus, soit par vote. Avec ce dispositif, il serait difficile d'adopter une position ferme sur la trajectoire future des taux. Troisièmement, une banque centrale dont la politique ne confirmerait pas de telles annonces s'exposerait à voir sa crédibilité entamée. Et même si cela se justifiait par de nouvelles informations, les marchés pourraient tout simplement avoir une interprétation différente des événements. Ainsi, en donnant des indications sur les futures inflexions de sa politique, la banque centrale risque de limiter inutilement sa marge de manœuvre ultérieure.

... si ce n'est,  
peut-être, dans  
des circonstances  
exceptionnelles

Ces considérations font penser qu'il n'y aurait guère d'avantages à fournir des indications précises sur les futurs changements d'orientation sauf, peut-être, dans des circonstances exceptionnelles. Ceci pourrait être approprié, par exemple, lorsque les taux sont loin de leur niveau normal, comme ce fut le cas aux États-Unis au début des années 90, où le taux des fonds fédéraux était maintenu à un bas niveau en raison des difficultés du secteur financier. Dans une telle situation, faire revenir les taux à des niveaux plus acceptables sans avertissement préalable risquerait d'accroître la volatilité des marchés. Toutefois, au lieu d'annoncer les inflexions possibles de la politique monétaire, il pourrait être préférable de préciser dans quelles conditions les taux seraient modifiés, en laissant les marchés financiers élaborer leurs propres



anticipations et voir eux-mêmes si ces conditions sont réalisées. C'est la stratégie qu'a suivie la Banque du Japon en déclarant que sa politique de détente, amorcée en mars 2001, se poursuivrait jusqu'à ce que la variation annuelle du niveau des prix devienne nulle ou positive.

Les banques centrales doivent également s'interroger, dans leur stratégie de communication, sur les moyens d'indiquer aux marchés les facteurs qui prédominent dans leurs décisions quand de nombreuses variables se modifient en même temps. Il arrive souvent, par exemple, que les cours des actions baissent lorsque la croissance est sur le point de fléchir, alors que la banque centrale réduit les taux d'intérêt pour prévenir le ralentissement prévu. Les marchés peuvent avoir l'illusion que cette mesure vise à soutenir les prix des actifs, surtout si le ratio richesse/revenu est élevé, si les actions représentent une part importante du patrimoine et si l'économie réelle est un élément clé des perspectives d'inflation. Le graphique IV.7 illustre la portée concrète de ce problème: il montre que, lorsque les marchés des actions des trois grandes économies ont chuté, l'an passé, les anticipations sur le niveau des taux courts ont aussi diminué.

#### *Choix tactiques de la politique monétaire*

Le développement des marchés financiers a également des conséquences pour les choix tactiques de la politique monétaire, notamment quand il s'agit de déterminer à quel moment procéder aux changements d'orientation. Comme indiqué ci-avant, les décisions concernant les taux d'intérêt sont souvent prises par un comité de politique monétaire selon un calendrier publié à l'avance. La Banque du Canada a remarqué, l'année dernière, lorsqu'elle a commencé à fixer des dates d'annonces, que cette pratique réduit l'incertitude des opérateurs puisque, sauf circonstances exceptionnelles, ils n'ont pas à se préoccuper de décisions inattendues dans l'intervalle. Toutefois, dans un tel

Annonces à dates fixes

ystème, il convient de s'interroger sur les avantages et inconvénients qu'il y a à modifier la politique monétaire entre deux séances, comme l'a fait la Réserve fédérale aux États-Unis avec ses réductions de taux début janvier et mi-avril 2001. Certes, la nécessité d'une telle action dépend de la fréquence des réunions (les comités en auront sans doute rarement besoin s'ils se réunissent deux fois par mois, tels ceux de la Banque du Japon et de la BCE), mais les banques centrales souhaitent conserver cette possibilité, notamment pour faire face à une tourmente financière risquant d'entraîner des modifications radicales des perspectives économiques.

L'effet de surprise mis en cause

La question est liée à celle, plus vaste, de savoir si les banques centrales devraient éviter de surprendre les marchés financiers. En règle générale, elles devraient agir dans la continuité et faire clairement part de leurs intentions pour ne pas provoquer de surprise. Une inflexion inattendue de la politique monétaire risque de perturber les marchés, si ceux-ci pensent que la banque centrale cache des informations négatives ou qu'elle a perdu le contrôle des événements. Toutefois, il peut arriver que ses intentions diffèrent profondément des anticipations du marché. À l'évidence, une banque centrale ne saurait renoncer à une politique qu'elle juge appropriée pour la simple raison que les intervenants ne l'anticipent pas, mais ce fait peut être pris en compte dans le choix de la tactique. D'un côté, il est parfois bon qu'elle prenne une mesure ferme, même entre deux réunions de comité, afin de clarifier ses intentions et de ne pas paraître l'otage du marché. De l'autre, ce souci de ne pas perturber les opérateurs peut rendre souhaitable l'application progressive d'une modification de taux désirée mais inattendue pour le marché.

Lissage des taux d'intérêt: une pratique avérée ...

Sur le sujet connexe du lissage des taux, la question est de savoir si les banques centrales doivent normalement utiliser cette pratique, qui consiste à opérer par petites touches successives dans la même direction quand elles disposent d'informations nouvelles, au lieu de réagir par un mouvement de

Périodicité des comités monétaires et lissage des taux directeurs				
	Périodicité des comités de politique monétaire <sup>1</sup>	Ampleur des modifications de taux <sup>2</sup>	Fréquence moyenne des modifications	Intervalle moyen (en semaines)
Australie	mensuelle	3,5	5,6	111
Canada	8 fois par an	2,1	6,7	52
États-Unis	8 fois par an	2,0	6,0	84
Japon <sup>3</sup>	bimensuelle	.	.	.
Royaume-Uni	mensuelle	2,0	4,8	65
Suède	mensuelle	1,6	8,5	60
Zone euro	bimensuelle	1,5	3,0	39
<i>Allemagne</i>	<i>bimensuelle</i>	<i>0,4</i>	<i>4,9</i>	<i>20</i>

Taux directeurs: Australie, taux des liquidités (1990–2001); Canada, plafond de la fourchette opérationnelle (1994–2001); États-Unis, objectif des fonds fédéraux (1990–2001); Japon, jour le jour (avances en blanc, 1990–2001); Royaume-Uni, taux des prises en pension (1990–2001); Suède, taux des prises en pension (1994–2001); zone euro, taux des facilités permanentes (1999–2001); Allemagne, taux des prises en pension (1990–98).

<sup>1</sup>Pratique actuelle. <sup>2</sup>Moyenne des valeurs absolues, en points de %. <sup>3</sup>Pas de changement d'orientation de la politique monétaire entre mars 1991 et août 2000.

Tableau IV.1

grande ampleur. Certains éléments montrent qu'elles le font effectivement (tableau IV.1). Toutefois, le phénomène observé pourrait résulter d'une modification progressive de l'opinion de la banque centrale sur la situation de l'économie plutôt que d'une volonté d'ajuster graduellement l'instrument de la politique lui-même.

Un argument en faveur de l'approche graduelle tient au fait qu'une inflexion de la politique monétaire peut exercer une influence accrue sur les variables financières et la demande globale si les marchés s'attendent à la voir se poursuivre. Le lissage peut donc accroître l'efficacité de l'orientation monétaire en permettant à la banque centrale d'atteindre l'effet recherché sur la demande tout en réduisant la volatilité des taux. Un deuxième argument est que le lissage aide les opérateurs à comprendre comment la banque centrale réagit aux informations. Lorsque les taux changent brutalement de direction, les observateurs peuvent avoir plus de mal à discerner le facteur déterminant pour l'orientation globale de la politique monétaire. Troisièmement, dans le même ordre d'idées, le lissage contribue également à éviter une perte de crédibilité de la banque centrale, les marchés pouvant voir dans de fréquents renversements de taux un manque de confiance ou de cohérence dans la conduite de la politique. Il existe toutefois un argument contraire: si la banque centrale surestime la nécessité d'une action progressive, elle risque d'appliquer avec un certain retard les mesures qui s'imposent, ce qui peut alors amplifier les variations de l'inflation et de la production.

Avec le développement des marchés financiers, les autorités peuvent être amenées à tenir compte davantage des conditions qui y règnent pour déterminer le moment qui se prête le mieux à leur action. Ainsi, lorsque la liquidité de marché est limitée (par exemple, en fin d'année ou dans des situations particulières comme le passage à l'an 2000), il est possible qu'une banque centrale s'abstienne de modifier les taux pour éviter une réaction brutale des opérateurs. De même, en cas de turbulences, la banque centrale doit d'abord évaluer tous les aspects, notamment les diverses implications pour l'économie réelle. Si elle opte pour une intervention, celle-ci peut aller d'un soutien de liquidité sélectif à une réduction des taux, comme l'a fait la Réserve fédérale après la chute du marché boursier en 1987 et pendant la période de forte volatilité qui a suivi le moratoire sur la dette russe en 1998. De telles mesures, aussi bénéfiques soient-elles, risquent toutefois d'être interprétées, à tort, comme un soutien des autorités en faveur des prix des actifs, qui ont également tendance à baisser en période de tensions.

... arguments  
pour ...

... et contre

Conditions de  
marché et moment  
des inflexions de  
la politique