

IV. Politique monétaire dans les économies industrielles avancées

Faits marquants

Durant la période considérée, la politique monétaire des économies industrielles a été expansive, en réaction à la timidité du redressement économique en 2002 et aux risques de fort repli de l'activité dans un environnement plus incertain. En particulier, les décideurs ont dû s'efforcer de soutenir les dépenses de consommation, contrer l'incidence sur la demande des inquiétudes financières à la fin de 2002 et ranimer la confiance dans un climat de risques géopolitiques début 2003.

Aux États-Unis, les effets persistants des déséquilibres antérieurs ont continué de peser lourdement sur les chances d'une forte reprise. Dans ce contexte, la Réserve fédérale a maintenu son taux-objectif constant sur la majeure partie de la période, ne procédant qu'à un seul assouplissement, fin 2002. De son côté, la BCE a, dans un premier temps, conservé des taux plus élevés, car l'inflation demeurerait source de préoccupations, puis les a abaissés quand la croissance a marqué un fléchissement imprévu. Le Japon présente un environnement particulier : l'activité a montré des signes de stabilisation, mais avec un avenir toujours très incertain. La Banque du Japon a donc poursuivi et intensifié sa politique d'assouplissement quantitatif. Dans les autres pays industriels, la situation s'est révélée plus mitigée, quelques banques centrales relevant leurs taux en anticipation de tensions inflationnistes.

S'il est généralement admis que la croissance repartira dans un environnement de faible inflation, les économies semblent toujours menacées par divers déséquilibres. Dès lors, il n'est pas impossible que la morosité perdure, scénario dans lequel la déflation pourrait déborder des frontières de l'Asie. À la fin de ce chapitre, une section spéciale examine le risque de déflation et ses conséquences pour les banques centrales des économies industrielles avancées.

Synthèse des évolutions

États-Unis

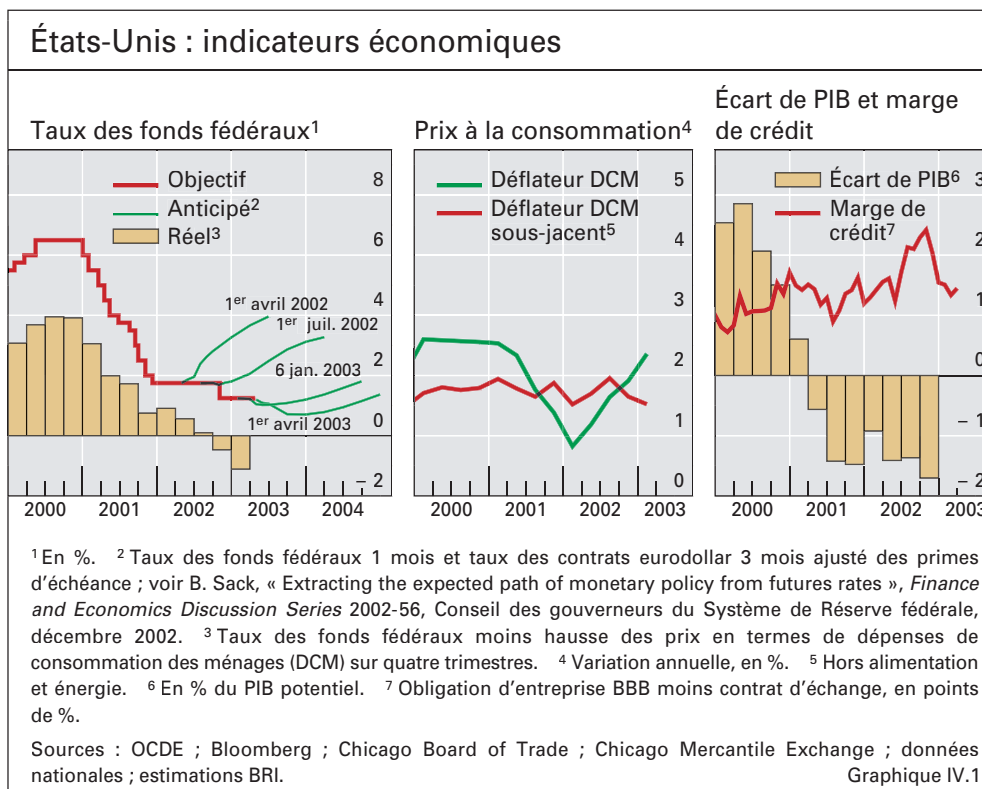
Face à une activité obstinément atone, à des risques économiques et géopolitiques et à un éventuel grippage du mécanisme de transmission de la politique monétaire, la Réserve fédérale a maintenu son orientation très accommodante durant la période analysée. Cependant, à mesure que les conditions économiques évoluaient, elle a jugé nécessaire de procéder à plusieurs ajustements.

La politique monétaire est restée très accommodante aux États-Unis

Les fonds fédéraux abaissés à leur plus bas niveau depuis 40 ans

Début 2002, le Comité fédéral de l'open market (CFOM) a modifié son évaluation des risques : jusque-là essentiellement attentif à la faiblesse de l'économie, il estimait alors plus équilibrées les perspectives de croissance et d'inflation. Les dépenses de consommation avaient mieux résisté qu'escompté et le cycle des stocks était devenu plus favorable. Avec cette embellie et un taux directeur à 1,75 % seulement, les marchés s'attendaient à un relèvement significatif du taux-objectif des fonds fédéraux à brève échéance (graphique IV.1). En août, toutefois, le CFOM avait révisé à la baisse ses prévisions sur l'ampleur de la reprise et les tensions inflationnistes, plaçant à nouveau l'accent sur le risque d'une croissance inférieure au potentiel. En novembre, les conditions s'étaient suffisamment affaiblies pour justifier une détente de 50 points de base, plus marquée que prévu. Avec une hausse des prix proche de 2 % en glissement annuel, le taux des fonds fédéraux corrigé de l'inflation est ainsi tombé à quelque -1 % pour la première fois depuis le milieu des années 70.

En raison de son effet négatif sur les dépenses, la production et l'emploi, la montée des incertitudes a été citée comme l'un des principaux motifs de cette décision de novembre. L'inquiétude des marchés consécutive aux scandales financiers et aux irrégularités comptables a également constitué un frein inhabituel, qui s'est manifesté par un tassement des cours des actions et une augmentation des marges de crédit (chapitre VI). Le CFOM a quelque peu surpris en accompagnant cette détente d'une évaluation équilibrée des risques, ce qui a apparemment suscité une certaine hésitation parmi les opérateurs quant à la véritable opinion du CFOM sur l'orientation prochaine du taux directeur.



Début 2003, le taux directeur a été maintenu, malgré les incertitudes accrues entourant les perspectives économiques à court terme. Cependant, le CFOM a temporairement renoncé à son habitude d'annoncer son appréciation des risques à l'issue de ses séances régulières. Dans un communiqué de presse, il a déclaré qu'il lui était impossible de formuler une information utile, parce que la situation était devenue trop insaisissable. En mai, toutefois, il avait renoué avec sa pratique antérieure, précisant que les préoccupations lui semblaient plutôt venir de la faiblesse de l'activité. Si la probabilité d'un retour rapide à une croissance durable était jugée assez neutre, il concluait que celle – certes minime – d'une chute non souhaitable de l'inflation l'emportait sur le risque d'un mouvement inverse.

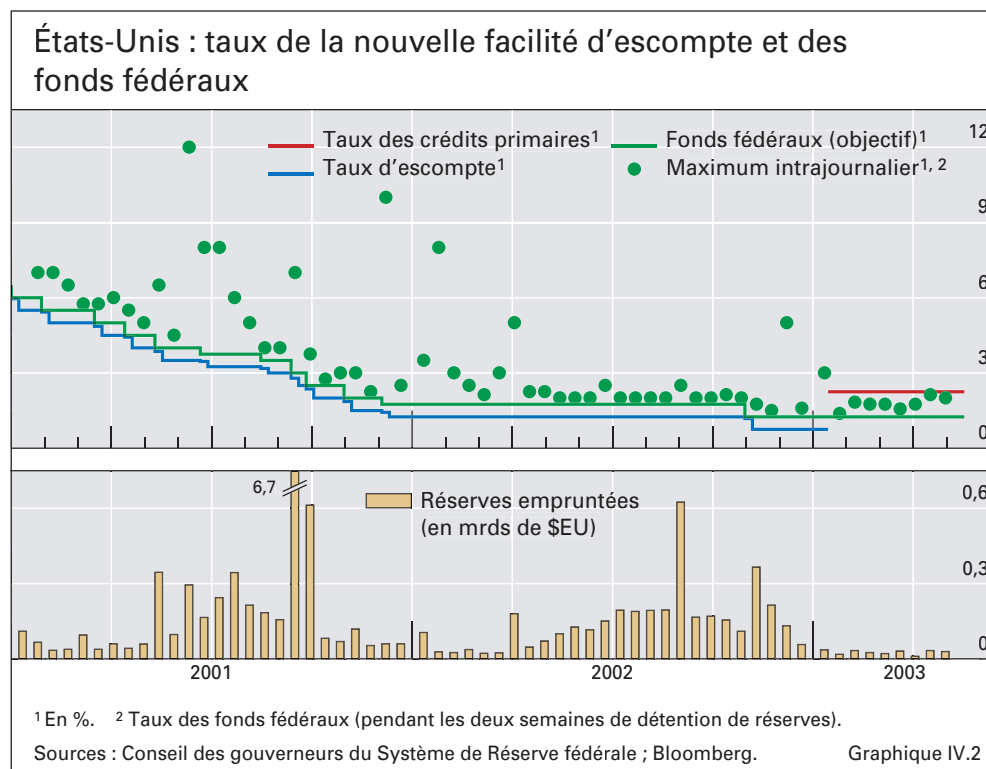
Intensification des incertitudes, surtout géopolitiques

Deux autres aspects stratégiques ont particulièrement retenu l'attention pendant la période considérée : la déflation et l'efficacité de la politique monétaire. La perspective d'une déflation, bien que peu vraisemblable, ne pouvait être complètement exclue, étant donné la modération des prix, l'atonie économique persistante, les déséquilibres financiers potentiellement graves et une reprise encore fragile. Durant la période, les responsables de la Réserve fédérale ont affirmé que, même dans l'hypothèse peu probable de taux nominaux tombant à zéro, il existait d'autres instruments jugés suffisants pour combattre la déflation (voir ci-après).

Les autorités attentives aux préoccupations concernant la déflation ...

La timidité de la reprise a aussi soulevé des interrogations sur l'efficacité de la politique monétaire dans un tel environnement. Il ne fait guère de doute que des postes comme les dépenses d'investissement et l'immobilier commercial se sont montrés particulièrement décevants. En outre, la confiance des entreprises et des consommateurs a paru assez peu sensible à la baisse des taux. Si cela peut s'expliquer par les incertitudes croissantes, le recul des

... et aux interrogations sur l'efficacité de la politique monétaire



places boursières et la nécessité d'assainir les bilans des entreprises ont également pesé. Ces évolutions, conjuguées à la chute du dollar, ont semblé provoquer un certain repli vers la qualité, mais en bon ordre et dans des limites maîtrisables (chapitre VI). D'une manière générale, la persistance de ces tendances adverses appelait des taux directeurs plus bas qu'à l'ordinaire, afin de donner la stimulation souhaitée. Il n'en demeure pas moins que l'orientation monétaire a produit un effet positif sur plusieurs autres secteurs sensibles au niveau des taux, tels que le logement, les produits et services connexes et les biens de consommation durables, notamment les véhicules à moteur (chapitre II). Jusqu'ici, rien ne prouve donc que, dans l'ensemble, cette politique soit restée sans effet.

La Réserve fédérale a adopté une facilité d'avances sur titres

En janvier 2003, la Réserve fédérale a adopté un nouveau dispositif pour son guichet de l'escompte, remplaçant les crédits d'ajustement et les avances exceptionnelles par une facilité d'avances sur titres comparable à celles d'autres grandes banques centrales. Les « crédits primaires », qui constituent maintenant son principal instrument, consistent à accorder, à la demande des établissements de dépôt dont le bilan est sain, des liquidités à un taux d'intérêt supérieur à l'objectif des fonds fédéraux (graphique IV.2). La nouvelle formule supprime une bonne partie du fardeau administratif du mécanisme d'escompte. Son taux devrait également servir de plafond à la volatilité intrajournalière des fonds fédéraux. Cette refonte n'était pas destinée à traduire une évolution de l'orientation monétaire, qui reste déterminée, pour l'essentiel, par le taux-objectif des fonds fédéraux.

Zone euro

Orientation monétaire prudemment incitative dans la zone euro

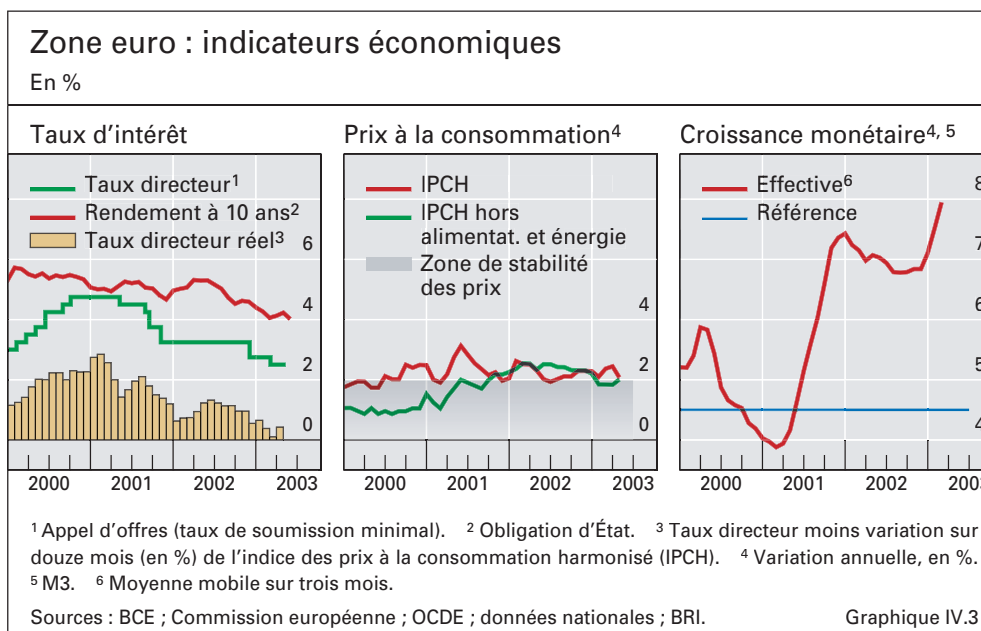
Dans la zone euro, le taux directeur est resté inchangé pendant la majeure partie de 2002 (graphique IV.3). L'environnement s'est caractérisé par une croissance étonnamment faible et une inflation obstinément élevée, excédant la limite de stabilité des prix de la BCE. Pour un temps, cette dernière s'est montrée particulièrement préoccupée par la possibilité que les anticipations d'inflation demeurent ancrées au-dessus de ce plafond.

Les tensions inflationnistes ont été préoccupantes au premier semestre 2002 ...

L'opinion de la BCE sur les risques d'instabilité des prix s'est cependant modifiée en cours d'année. À l'été 2002, l'expansion persistante de la masse monétaire, l'évolution des salaires et la perception par le public des effets inflationnistes du passage à l'euro fiduciaire ont conduit la BCE à considérer que les risques d'inflation étaient en hausse. Elle est revenue à un point de vue plus neutre au début de l'automne, alors même que la tendance de la masse monétaire et des salaires demeurait défavorable et que le prix du pétrole augmentait. Début novembre, elle a jugé que les risques de dégradation de la conjoncture, en raison du haut degré d'incertitude sur la croissance, avaient clairement pris le dessus.

... mais ensuite les risques pour l'activité ont été plus sensibles

En décembre, la BCE a abaissé de 50 points de base son taux principal de refinancement, estimant que les tensions inflationnistes se dissipaient sous l'effet de l'atonie de l'activité et de risques de plus en plus manifestes de dégradation. Pendant ce temps, la croissance de M3 restait bien supérieure à sa valeur de référence (4,5 %). La BCE a expliqué que cette progression était essentiellement due à des ajustements de portefeuille suscités par la montée



des incertitudes économiques, les tensions sur les marchés financiers et le recul des taux d'intérêt. Néanmoins, l'écart persistant de M3 par rapport à sa référence amenait à s'interroger : combien de temps faudrait-il pour que la demande de monnaie au sens large redevienne suffisamment stable pour servir d'indicateur fiable à la politique monétaire ?

Une baisse supplémentaire des taux directeurs a été décidée début mars 2003, en anticipation d'une nouvelle modération des tensions inflationnistes, sous l'effet d'une croissance toujours atone et de l'appréciation de l'euro. Face aux grandes incertitudes géopolitiques, la BCE, comme la Réserve fédérale, a indiqué qu'il était difficile d'évaluer le rapport des risques à brève échéance. En outre, l'orientation et les résultats à attendre de la politique monétaire à moyen terme étaient jugés soumis à d'autres décisions stratégiques dans la zone euro, notamment la poursuite de l'assainissement budgétaire et des réformes sur les marchés du travail et des produits.

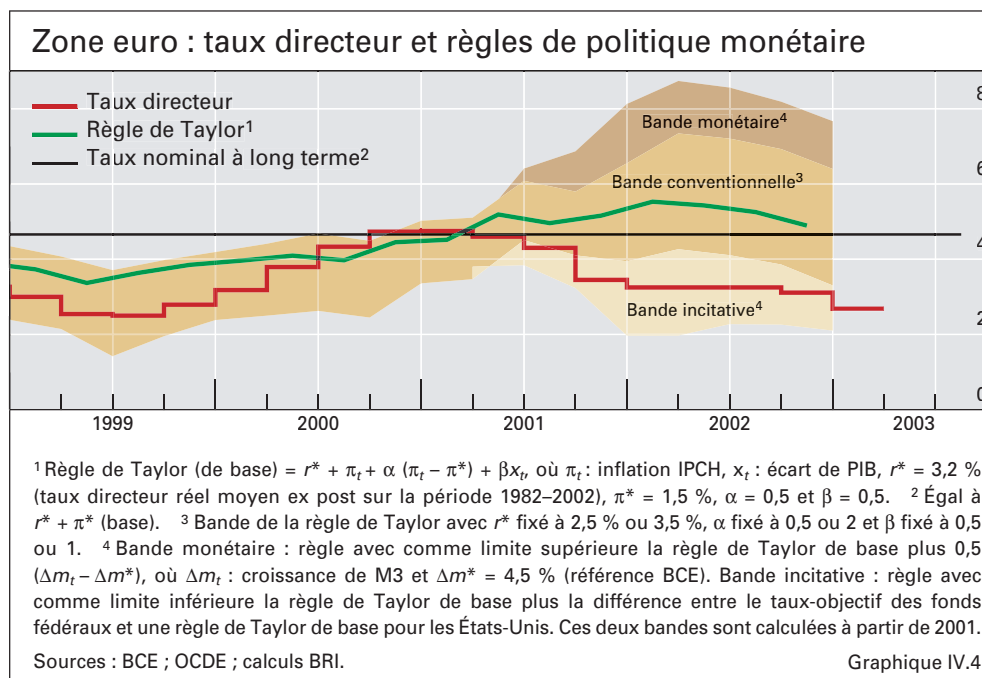
Pendant une bonne partie de la période étudiée, la politique de la BCE a été critiquée pour son orientation jugée trop restrictive, particulièrement par rapport à celle de la Réserve fédérale. Il est possible que des différences touchant aux mécanismes de transmission monétaire et au cadre de la politique aient joué un rôle à cet égard, notamment parce que la BCE accorde une priorité plus explicite à la stabilité des prix et une place plus importante aux agrégats de monnaie. En même temps, les spécificités de l'environnement économique européen pouvaient expliquer le maintien de taux relativement plus élevés qu'aux États-Unis.

Il y a d'ailleurs lieu de penser que, étant donné les circonstances propres à leur économie, la BCE et la Réserve fédérale ont mené des politiques assez concordantes. Le graphique IV.4 illustre une évaluation de la politique suivie dans la zone euro. Il représente le taux directeur effectif en rapport avec ses valeurs possibles selon diverses définitions de la règle de Taylor. D'après ces mesures, non seulement le taux directeur a été inférieur à son niveau neutre sur le long terme mais, en outre, la politique de la BCE se révèle plus incitative

Les taux ont été abaissés début 2003

L'orientation de la BCE a été critiquée pour sa rigueur excessive ...

... ce que ne confirment pas les références conventionnelles



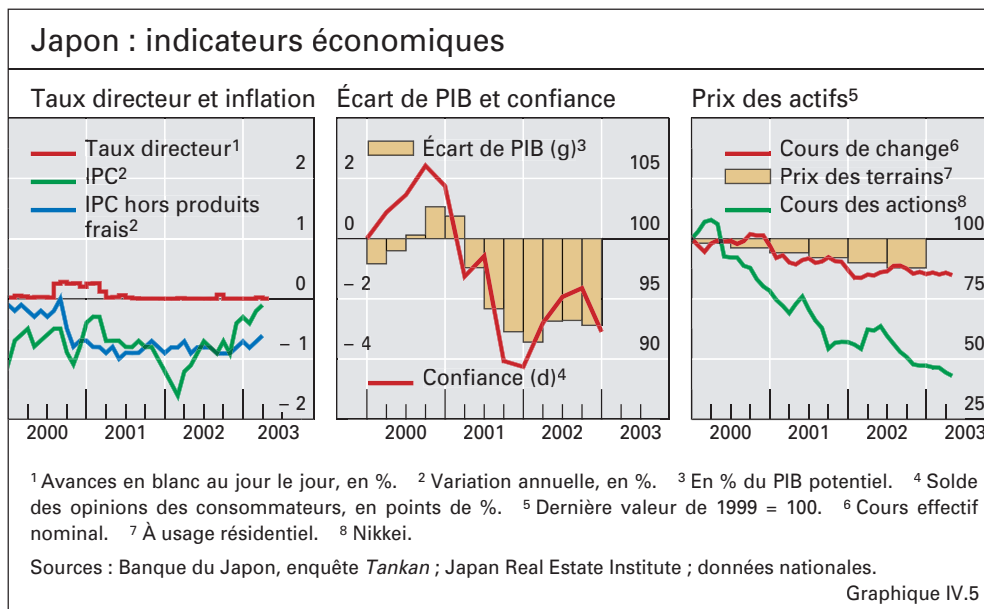
que la bande définie par la règle de Taylor conventionnelle. La conclusion est encore plus nette si le calcul suppose que la politique réagit directement à la croissance de l'agrégat M3, en plus de l'inflation et de l'écart de PIB. Cependant, comme aux États-Unis, où le taux des fonds fédéraux est, lui aussi, resté inférieur aux niveaux découlant de l'application de la règle de Taylor, l'orientation particulièrement stimulatrice au regard de ces références simples pourrait être considérée justifiée par plusieurs circonstances inhabituelles : effondrement antérieur des cours des actions ; situation géopolitique ; éventualité même de toucher le seuil du taux zéro ; soit autant de facteurs qui ne s'intègrent pas facilement à des cadres d'action conventionnels.

En mai 2003, la BCE a présenté les résultats de son évaluation de stratégie de politique monétaire. Tout en conservant sa définition de la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs a précisé qu'il entendait maintenir le taux d'inflation proche de 2 % à moyen terme, exprimant ainsi sa volonté de se prémunir contre la déflation. En outre, confirmant l'approche des deux piliers, il a souligné que ceux-ci relèvent de deux horizons distincts de la politique monétaire. Les risques pour la stabilité des prix à court-moyen terme seront évalués dans le cadre d'une analyse économique, avec un regard particulier sur les chocs subis par la zone euro et les projections des principales variables. L'analyse de l'agrégat monétaire permettra de s'assurer de la tendance de l'inflation sur le moyen-long terme.

Japon

Pendant la période considérée, la déflation, quoique modérée, s'est prolongée au Japon avec un recul de l'IPC sous-jacent à un peu moins de 1 % (graphique IV.5). Parallèlement, l'économie nipponne a donné quelques signes de stabilisation en 2002, sous l'effet de la demande extérieure. Dans ce contexte, la Banque du Japon a maintenu sa politique d'assouplissement quantitatif, ce qui a contribué à ancrer les taux courts à un niveau quasiment nul. Initialement

La Banque du Japon a poursuivi l'assouplissement quantitatif



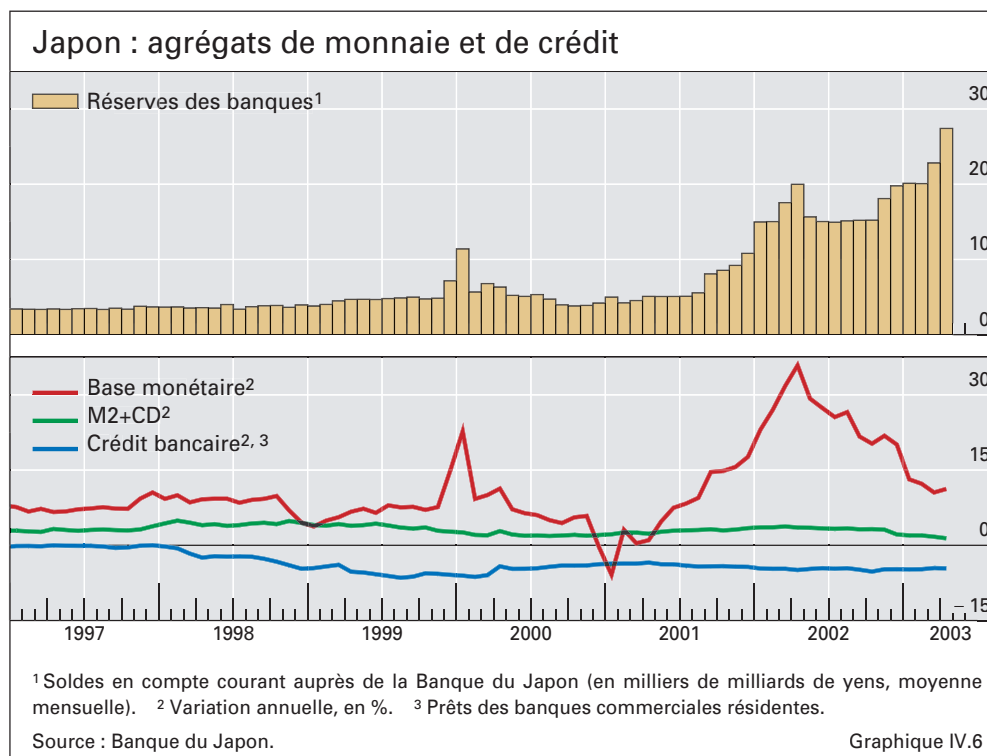
fixé à ¥10 000–15 000 milliards, l’objectif pour l’encours des comptes courants a été porté à ¥15 000–20 000 milliards en octobre (graphique IV.6). En outre, la Banque du Japon a augmenté d’environ 20 % ses achats fermes d’obligations d’État à long terme. La croissance de la base monétaire s’est ralentie au second semestre 2002, même si le rythme de progression de l’agrégat large (M2+CD) est resté constant, à quelque 3 %. Le crédit commercial a continué de se contracter, reflétant la tendance de l’investissement en capital fixe des entreprises, qui s’efforcent de redresser leur bilan, ainsi que les critères de prêts plus restrictifs appliqués par les établissements financiers.

L’assouplissement s’est poursuivi début 2003 devant les risques accrus pour la reprise, suite au raffermissement du yen face au dollar et aux tensions géopolitiques. En outre, les cours des actions et les prix de l’immobilier commercial et résidentiel ne cessaient de baisser. Lors d’une réunion extraordinaire, en mars, le Conseil de la Banque du Japon a réaffirmé son intention d’injecter massivement des liquidités dans l’économie, même au-delà de l’objectif d’encours des comptes courants. Il a également annoncé qu’il relevait, de ¥2 000 milliards à ¥3 000 milliards, le plafond de ses rachats d’actions aux banques privées. Il a aussi créé un comité chargé de traiter les éventuelles réactions négatives des marchés à l’évolution de la guerre en Irak. La Banque du Japon a de nouveau augmenté son objectif pour les comptes courants, à ¥22 000–27 000 milliards en avril, puis à ¥27 000–30 000 milliards en mai.

Étant donné que la déflation persiste et que l’économie japonaise ne présente aucun signe évident de rebond, certains se sont interrogés sur l’efficacité de l’assouplissement quantitatif. Avec d’autres initiatives, comme l’abaissement des critères d’acceptation des sûretés, le rachat d’actions aux banques est venu compléter le programme d’assouplissement quantitatif. Cette mesure avait notamment pour objet de contribuer à protéger les bilans des banques contre une nouvelle baisse des cours. Les autorités espéraient aussi, plus généralement, restaurer la confiance dans le marché des actions.

Mise en œuvre de nouvelles mesures non conventionnelles

Doutes sur l’assouplissement quantitatif ...



Jusqu'ici, ces rachats sont restés relativement limités. Plus fondamentalement, la décision de la Banque du Japon d'acheter des actions pourrait être également motivée par la volonté de souligner la gravité des problèmes financiers du pays.

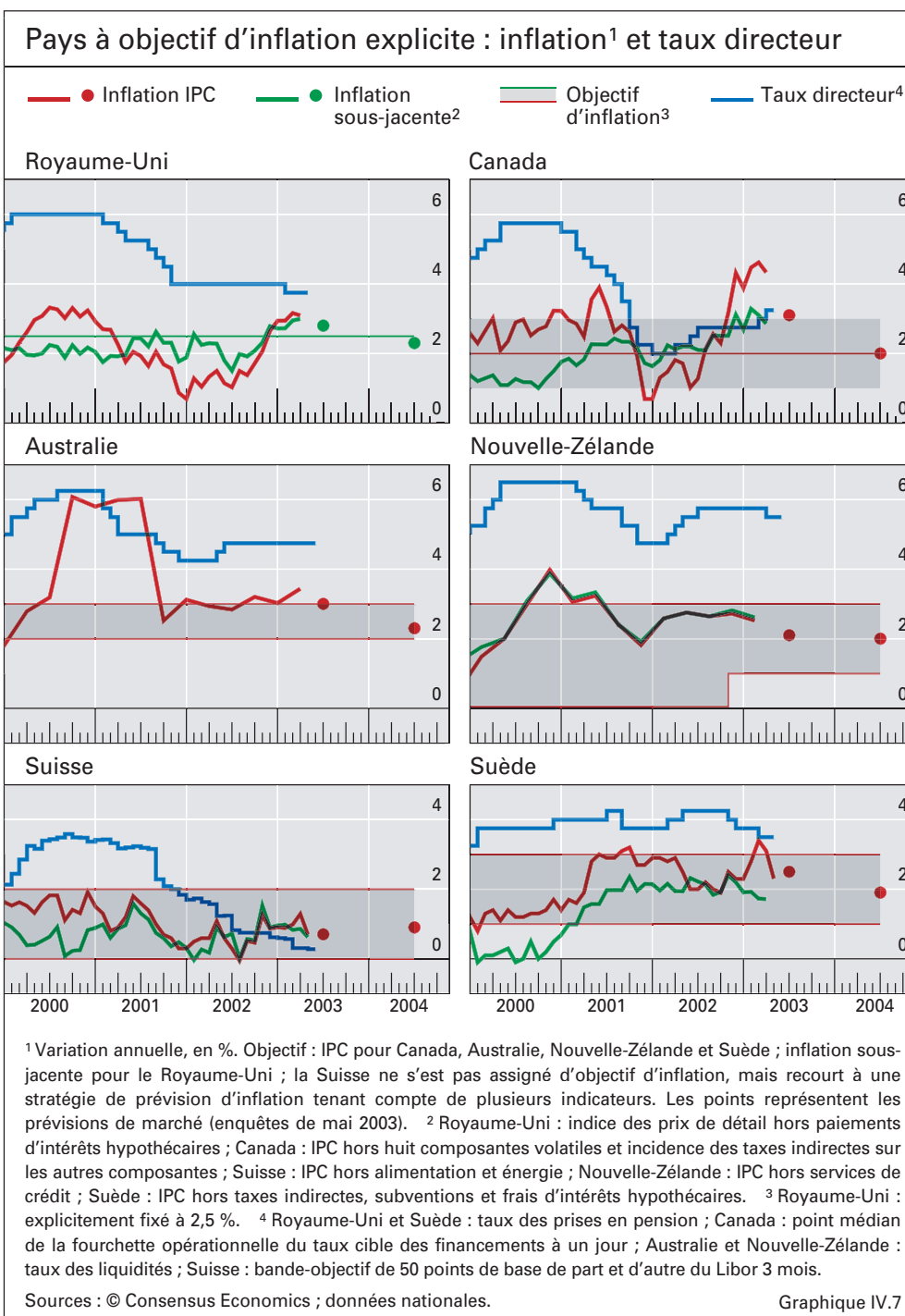
... et appels en faveur de mesures plus radicales

La Banque du Japon a continué d'être fortement incitée à s'attaquer plus radicalement à la déflation. Une possibilité a reçu un large soutien : étendre ses achats d'actifs à risque aux titres adossés à des actifs, aux fonds immobiliers et aux fonds de créances cotés en Bourse. En avril 2003, la Banque du Japon a d'ailleurs fait connaître son intention d'acquérir des titres adossés à des prêts et créances à recouvrer, afin d'apporter directement des ressources aux petites et moyennes entreprises. Il a aussi été suggéré d'adopter un objectif d'inflation, même si la Banque du Japon s'est déjà engagée à maintenir sa politique de taux zéro et d'assouplissement quantitatif jusqu'à ce que les prix cessent de régresser. D'autres ont également préconisé des mesures monétaires visant une dépréciation du yen, de manière à compléter la politique de change formulée par le ministère des Finances. En fait, les autorités sont intervenues à plusieurs reprises sur les changes, surtout début 2003, mais davantage pour endiguer l'appréciation du yen face au dollar que pour en favoriser la baisse.

Pays à objectif d'inflation

Politique monétaire incitative dans l'ensemble

Dans les pays à objectif d'inflation explicite, la banque centrale a généralement maintenu une orientation accommodante pendant la période analysée. Plusieurs facteurs communs expliquent cette attitude : le ralentissement mondial de la demande, les incertitudes géopolitiques et les effets persistants du recul antérieur des cours des actions. Cette politique incitative a été mise



en œuvre, alors même que les tensions inflationnistes à court terme étaient globalement élevées, voire en hausse (graphique IV.7). Dans une certaine mesure, ces tensions ont été attribuées au renchérissement de l'énergie et à d'autres évolutions défavorables de l'offre. Elles ont été perçues comme de nature temporaire, de sorte que leurs effets se dissiperaient vraisemblablement sur la période de prévision et que les taux d'inflation diminueraient, considérant surtout l'appréciation du cours de change et la morosité économique.

Les évolutions propres à chaque pays soulignent les autres défis majeurs auxquels les autorités ont dû faire face l'an dernier. Le ciblage de l'inflation en

Taux directeurs généralement stables au second semestre 2002

présence de grandes incertitudes n'est pas le moindre d'entre eux, par exemple face à des risques liés à une envolée des prix immobiliers. Devant une production demeurant en deçà de son potentiel et une inflation fluctuant autour de son objectif de 2½ %, la Banque d'Angleterre n'a pas modifié son taux directeur pendant la majeure partie de la période. Elle était quelque peu réticente à l'abaisser, en raison des tensions nées de la demande intérieure et d'une éventuelle aggravation des déséquilibres dans le secteur des ménages, découlant en particulier de la flambée du marché du logement. Après un resserrement monétaire début 2002, la Banque du Canada, la Banque de Réserve d'Australie et la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande se sont abstenues de modifier leurs taux pendant un certain temps – mesure de précaution qui s'explique par les risques significatifs de détérioration de l'activité, malgré une croissance intérieure soutenue et une diminution des capacités non utilisées. L'appréciation du cours de change et une modération des perspectives de croissance mondiale ont contribué à maintenir l'inflation à un niveau proche de la limite supérieure de la fourchette cible. La Banque de Réserve d'Australie et, dans une moindre mesure, celle de Nouvelle-Zélande ont été amenées à se montrer plus attentives aux problèmes pouvant résulter de la montée rapide des prix du logement. En Suède, la Riksbank a conservé un taux directeur à près de 4 % en 2002. Elle a principalement veillé à éviter que la hausse des prix, qui persiste à la limite supérieure de la fourchette cible, ne s'incruste dans des anticipations d'inflation plus forte.

Les incertitudes géopolitiques ont contribué au reflux des taux

Plusieurs banques centrales ont trouvé des raisons d'assouplir leur politique en 2003, surtout avec la détérioration des perspectives économiques internationales et la perte de confiance liée à la montée des incertitudes juste avant la guerre en Irak. La Banque d'Angleterre a abaissé son taux directeur de 25 points de base en février, à 3,75 %, niveau le plus bas depuis 1955. Pour prévenir tout risque de dégradation de la production, la Riksbank a réduit son taux des prises en pension de 25 points de base, mi-mars. De son côté, la Banque nationale suisse a réagi au tassement de l'activité internationale en ramenant sa bande-objectif pour le Libor 3 mois à 0 %–0,75 %, mais le taux au jour le jour est tombé jusqu'à 0,29 %. Disposant d'une marge de manœuvre restreinte à court terme, les autorités helvétiques ont également annoncé leur intention d'intervenir, si nécessaire, sur les changes pour stimuler la demande. La Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande a réduit son taux de 25 points de base, lorsque l'allègement des tensions inflationnistes lui a paru plus assuré. En revanche, l'accélération persistante de l'inflation a conduit la Banque du Canada à relever son taux de 50 points de base début 2003.

Taux proches du seuil zéro en Suisse

Des ajustements sectoriels pourraient s'avérer encore nécessaires

Même si la reprise mondiale se confirme, les économies à objectif d'inflation resteront placées devant plusieurs difficultés. Tout d'abord, les évolutions temporaires défavorables du côté de l'offre, l'an passé, comme les sommets atteints par les prix du pétrole et les tarifs des services dans certains pays, pourraient attiser l'inflation. Dans la pratique, ces évolutions, même si elles persistaient, ne devraient toutefois pas affecter les prix autant que dans les années 70. Depuis, les anticipations se sont mieux ancrées à un niveau inférieur, en partie grâce à la crédibilité, durement acquise, des politiques

suivies dans ce domaine. La mise en place des objectifs d'inflation a assuré les agents économiques que les autorités ne laisseront plus les prix grimper inexorablement.

Ensuite, l'envolée des prix du logement dans certains pays amène à s'interroger. Si, comme au Royaume-Uni, en Australie et en Nouvelle-Zélande, elle s'inscrit dans une tendance à long terme, la banque centrale n'a pas besoin d'y prêter une attention particulière. Si, au contraire, ce mouvement n'était pas tenable, et devait donner lieu à une correction substantielle, les décideurs pourraient être confrontés à une phase d'ajustement potentiellement déstabilisatrice. En présence d'autres déséquilibres financiers, un recul marqué des dépenses pourrait même conduire à la déflation si le niveau de départ de l'IPC était suffisamment bas.

Préoccupations suscitées par les prix du logement

Risques de déflation et leurs conséquences

Le terme de déflation – baisse du niveau général des prix – était tombé en désuétude durant la majeure partie de l'après-guerre, période de forte inflation, mais depuis peu il resurgit de plus en plus souvent dans les discussions des décideurs. L'action des autorités est parvenue à juguler l'inflation, de sorte qu'il suffirait aujourd'hui d'une grave récession pour que la plupart des pays industriels avancés connaissent la déflation. En fait, étant donné les distorsions dans la mesure des indices standards de prix, la fréquence des trimestres de « déflation effective » s'est notablement accrue (tableau IV.1 ; chapitre III). L'expérience récente du Japon ainsi que l'époque de la Grande dépression montrent clairement qu'un environnement d'inflation faible, à première vue dépourvu de tout danger, peut faire place à une déflation porteuse de perturbations.

La déflation est devenue source de préoccupations générales

En période déflationniste, l'une des grosses difficultés pour les banques centrales réside dans le fait que les taux d'intérêt nominaux ne peuvent pas descendre au-dessous de zéro. Cette contrainte incontournable du seuil zéro dépend *in fine* de la gravité de la déflation et du niveau du taux d'intérêt réel naturel. Ce dernier varie dans le même sens que le taux de croissance potentiel de la production et diffère selon les pays. Le principal problème des banques

Déflation effective : fréquence ¹ , 1960 T1–2002 T4						
	1960–69	1970–79	1980–89	1990–99	2000–01	2002
Inflation affichée	13,7	3,0	7,5	11,8	22,1	28,9
Déflateur du PIB ²	8,7	2,0	5,3	15,4	32,2	34,7
Inflation sous-jacente ³	3,5	1,6	3,4	14,7	31,3	17,9
Services hors logement ⁴	4,0	1,3	2,2	12,2	28,6	16,1
Hausse des prix de gros ⁵	27,6	7,6	23,1	35,2	25,0	57,3

¹ Nombre de trimestres (en %) pendant lesquels la hausse annuelle a été inférieure à 1% pour les indices respectifs dans les économies suivantes : Allemagne, Argentine, Belgique, Brésil, Canada, Chili, Chine, Colombie, Corée, États-Unis, France, Hong-Kong RASS, Indonésie, Italie, Japon, Malaysia, Mexique, Pays-Bas, Pérou, Royaume-Uni, Singapour, Suède, Suisse, Taiwan (Chine), Thaïlande et Venezuela. ² Hors Argentine, Chili, Chine, Colombie, Pérou, Singapour et Venezuela. ³ Hors pays de la note 2 et Brésil, Hong-Kong RASS, Indonésie, Malaysia et Taiwan (Chine). ⁴ Hors pays de la note 2 et Hong-Kong RASS, Malaysia, Taiwan (Chine) et Thaïlande. ⁵ Hors Chine et Hong-Kong RASS.

Tableau IV.1

centrales serait la nécessité de recourir à des moyens non conventionnels pour assouplir leur orientation si les taux nominaux à court terme tombaient à zéro.

Puisqu'il vaut mieux se préparer au pire, même s'il n'est pas certain, cette section tire quelques enseignements des épisodes de déflation passés, en examinant particulièrement le rôle de la politique monétaire et du seuil zéro.

Problèmes posés par la déflation

La déflation est incompatible avec les objectifs des banques centrales

Les banques centrales jugent la déflation indésirable, car elle va à l'encontre de leur mission qui consiste à favoriser la prospérité par la stabilité des prix. En pratique, la plupart d'entre elles estiment que la stabilité des prix correspond à un taux d'inflation faible mais positif. Cet objectif reflète les habituels coûts économiques engendrés par l'inflation en période de hausse conjoncturelle, et par la déflation lors d'un retournement de cycle : distorsion des prix relatifs et redistribution arbitraire de la richesse, par exemple. De plus, la déflation entraîne d'autres coûts qui, pour une large part, dépendront des conditions économiques propres à chaque épisode.

Les coûts de la déflation sont fonction des circonstances

D'une part, la déflation peut, dans certains cas, être relativement bénigne. Dans une économie caractérisée par la flexibilité des marchés du travail et des produits, une déflation modérée peut n'être ni plus coûteuse ni plus risquée qu'une inflation dépassant dans des proportions comparables le taux souhaité par la banque centrale. Elle peut donc ne pas être considérée comme un événement appelant des mesures exceptionnelles. Ainsi, un pays enregistrant une inflation moyenne peu élevée est susceptible de connaître de brefs épisodes de déflation, au gré des fluctuations cycliques normales de l'activité, suite à des chocs de demande et d'offre. Un tassement inattendu de la demande peut provoquer un ralentissement économique qui, à son tour, freine l'inflation, parfois au point de mener à la déflation. De la même façon, une évolution favorable de l'offre, par exemple des gains de productivité rapides ou une baisse des prix des biens intermédiaires importés, peut créer des pressions déflationnistes lorsque les prix des produits s'inscrivent en repli, tandis que les coûts unitaires de main-d'œuvre restent contenus. Cette forme de déflation induite par l'offre est peut-être la moins grave de toutes, puisqu'elle tendrait à s'accompagner d'une forte croissance de la production ainsi que d'une hausse des prix des actifs physiques et financiers.

La déflation peut entraîner des perturbations ...

D'autre part, la déflation peut être plus pernicieuse que l'inflation, en raison de différentes asymétries. Premièrement, si les salaires nominaux sont particulièrement rigides à la baisse, les corrections sur les marchés du travail en sont entravées. Dans ce cas, les salaires réels augmentent, ce qui a pour effet de ralentir la reprise ou d'accentuer les forces dépressives en aggravant le chômage et en comprimant la croissance du revenu. Deuxièmement, la déflation par la dette – c'est-à-dire le renchérissement, imputable à la déflation, du service réel des prêts nominaux – peut peser sur la demande ; cependant, cet effet ne diffère guère, en soi, de celui d'une désinflation inattendue. La dégradation de leur situation financière pourrait inciter des emprunteurs à réduire leurs dépenses pour assainir leurs comptes, rendre plus difficile le recours à un financement externe et, dans le cas extrême, accroître les faillites et éroder gravement la qualité des actifs des établissements financiers.

Troisièmement, la déflation peut empêcher la politique monétaire de stimuler efficacement l'activité économique lorsque le seuil zéro est atteint, puisque les taux réels augmentent si les agents anticipent une accélération de la déflation. En l'absence d'impulsion monétaire, les risques pour la croissance sont plus grands et la reprise est plus lente.

La déflation pourrait avoir des répercussions particulièrement perturbatrices si elle est précédée par une accumulation de dettes importantes et accompagnée de fortes baisses des prix des actifs. La correction des déséquilibres financiers pourrait même déclencher une spirale déflationniste. Dans ce scénario extrême, un enchaînement de déflation par la dette, une érosion importante de la valeur des garanties et des ratios emprunts/capitaux propres, un ancrage des anticipations de déflation risqueraient d'avoir de graves conséquences pour le système financier, avec notamment des faillites d'établissements financiers et un dysfonctionnement des marchés. L'issue pourrait en être très dommageable, avec une contraction de la production et une envolée du chômage. La Grande dépression aux États-Unis constitue un excellent exemple de ces processus, aggravés par la mise en œuvre de politiques peu adaptées.

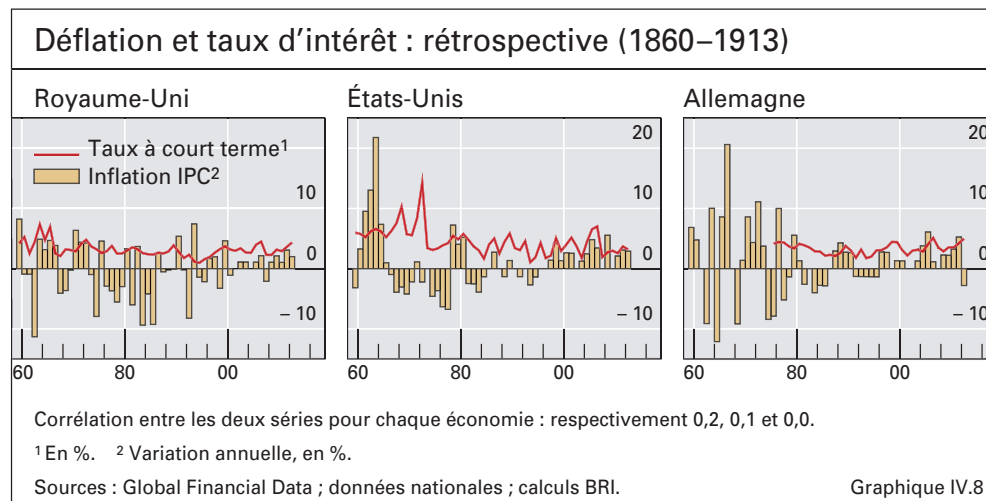
... surtout si elle s'accompagne de baisses des prix des actifs

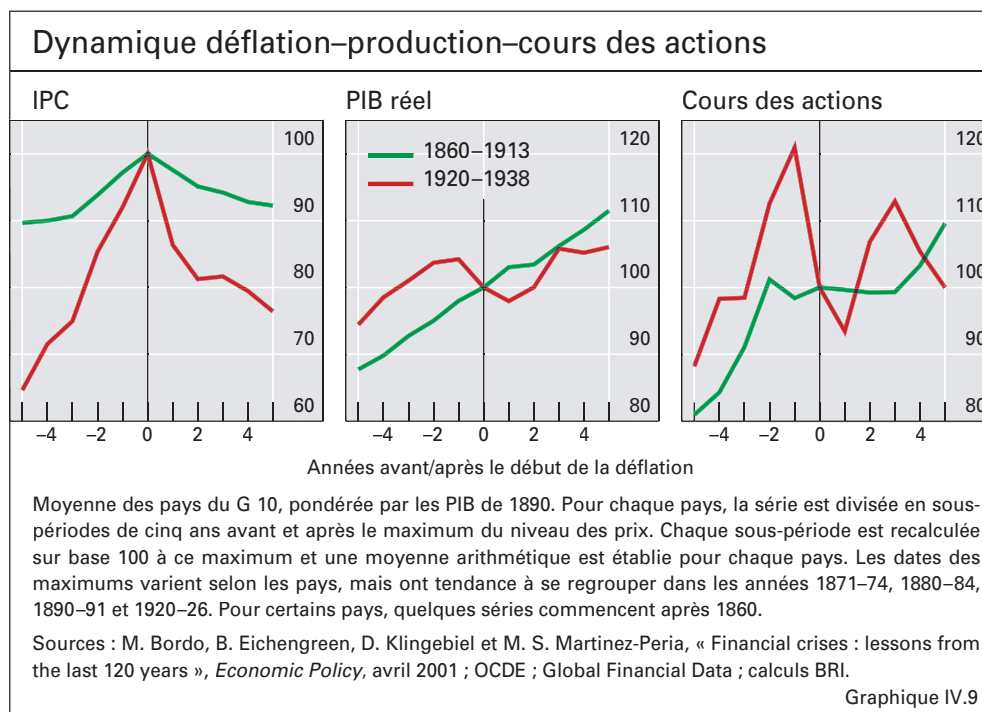
Rappel historique

Les antécédents de déflation, en particulier au dix-neuvième siècle et au début du vingtième, permettent de mieux comprendre la nature du phénomène et les défis qu'il représente pour les autorités monétaires. Plusieurs conclusions se dégagent.

Le plus frappant, c'est que les épisodes de déflation étaient beaucoup plus nombreux que dans l'histoire récente. Ainsi, la déflation a été aussi fréquente que l'inflation de 1860 à 1900 au Royaume-Uni, aux États-Unis et en Allemagne (graphique IV.8), pour partie en raison des règles de fonctionnement du système monétaire d'alors. Dans le cadre de l'étalon-or, chaque pays appliquait une parité faisant correspondre la monnaie nationale à un poids d'or fixe, ce qui limitait les tensions inflationnistes. Le niveau des prix ne pouvait donc pas augmenter continuellement, contrairement à ce qui s'est passé dans la dernière moitié du vingtième siècle, à moins d'un gonflement

Les épisodes de déflation ont été fréquents dans le passé





persistant des réserves d'or. Au fil du temps, les phases d'inflation et de déflation ont donc alterné et, sur la durée, les prix ont eu tendance à être relativement stables.

Une faible déflation n'empêchait pas de bons résultats économiques

Il est également intéressant de noter que, dans un certain nombre de pays, la déflation s'est rarement accompagnée d'une décélération manifeste du PIB réel. En effet, sous réserve de l'exactitude des statistiques annuelles anciennes, la production a généralement continué de croître, même après les pics du niveau des prix (graphique IV.9). Plusieurs explications sont possibles : la relative flexibilité des salaires nominaux, la nature du régime monétaire, le mode de formation des anticipations de prix (voir ci-après) et un endettement traditionnellement modéré. La Grande dépression constitue l'exception notable, avec un affaissement de la production, un effondrement des prix des actifs et d'importantes tensions financières. Dans un contexte historique large, il serait approprié de considérer que cette crise est unique, en ce sens que de nombreux facteurs économiques et politiques particulièrement défavorables se sont conjugués pour engendrer la plus grave contraction jamais observée au cours des cent dernières années.

Par le passé, les phases de déflation ont été le plus souvent inattendues

Les données historiques montreraient également que, au dix-neuvième siècle, les déflations, y compris les plus profondes, n'avaient généralement pas été anticipées. Plus fondamentalement, il apparaît que les anticipations de prix ne s'adaptaient que lentement aux développements économiques. Malgré l'absence de données d'enquêtes pour la période, le comportement des taux d'intérêt nominaux livre des indications corroborant indirectement cette hypothèse. Les taux nominaux à court terme étaient remarquablement stables, en dépit d'amples retournements des prix (graphique IV.8) ; et cette stabilité était encore plus évidente pour les taux longs nominaux. Une explication résiderait dans le fait que les anticipations d'inflation ne se montraient guère sensibles à l'évolution constatée des prix, car celle-ci était habituellement

communiquée avec retard, la théorie sous-jacente aux indices de prix agrégés en était encore à ses débuts et celles relatives à la détermination des taux d'intérêt nominaux étaient soit embryonnaires, soit mal connues. Autre explication possible, et complémentaire : les anticipations ne faisaient que refléter la nature du système monétaire. Inflation et déflation étant moins tenaces avec l'étalon-or (comme noté ci-avant), les erreurs d'anticipation à court terme tendaient généralement à se compenser sur la durée, d'où un faible coût en moyenne.

La déflation au dix-neuvième siècle et au début du vingtième présente une quatrième caractéristique, un peu plus surprenante : le seuil zéro n'a quasiment jamais été atteint. En effet, sauf entre les guerres, les taux courts ont rarement été proches de zéro. Cette situation tient probablement en partie à la lenteur de l'évolution des anticipations, mais également au régime monétaire. Avec l'étalon-or, le taux directeur (escompte) était le plus souvent maintenu autour de sa tendance historique et ajusté à la hausse uniquement lorsque la parité-or était menacée.

Le seuil zéro n'était généralement pas atteint

Les leçons de l'histoire

Considérée sous l'angle approprié, l'histoire peut fournir des enseignements aux décideurs d'aujourd'hui. Il est à noter tout d'abord que, dans la situation actuelle de régime monétaire fiduciaire, les politiques destinées à endiguer et stabiliser l'inflation ont un effet très comparable à celui des règles implicites imposées par l'étalon-or, malgré des différences évidentes entre les deux systèmes. Dans les deux cas, une évolution des prix déclenche une intervention, qui limite effectivement leur dérive. À l'époque de l'étalon-or, les réserves en devises et en or quittaient tout naturellement les pays à inflation relativement forte. De nos jours, les banques centrales prennent des mesures pour ajuster les conditions monétaires intérieures. Différence fondamentale, le cadre actuel de la politique monétaire permet généralement au niveau des prix de s'orienter durablement à la hausse, alors que, par le passé, les réserves d'or fournissaient un point d'ancrage pour les prix sur le long terme.

Incidence du régime monétaire

Les données historiques comportent, en outre, des enseignements plus spécifiques quant à la probabilité de déflation et de taux zéro, et permettent aussi de déterminer si les problèmes économiques liés à la déflation sont susceptibles d'être plus ou moins graves aujourd'hui.

Premièrement, malgré les progrès de l'analyse économique et des capacités de prévision, l'histoire récente laisse à penser qu'il ne faut pas sous-estimer le risque d'une déflation non anticipée. En Asie, par exemple, la déflation a été dans une large mesure inattendue, une croissance plus faible que prévu ayant anéanti les anticipations de hausse des prix (tableau IV.2).

La déflation non anticipée reste une vraie préoccupation

Deuxièmement, il faut se garder de conclure du passé que le seuil zéro ne jouerait pas de rôle important (graphique IV.8). La politique monétaire est nettement plus interventionniste aujourd'hui. Certes, cette évolution tend à réduire d'emblée le risque de déflation, car les autorités monétaires sont mieux à même de réagir de manière préventive aux événements économiques. En revanche, il est plus probable que, en période de ralentissement de l'activité, les banques centrales rapprocheront leur

Le seuil zéro pourrait être devenu plus contraignant

Déflation : épisodes en 2002					
	Variation des prix			Croissance de la production	
	Valeur observée ¹	Prévision ^{1, 2}	Erreur de prévision ^{2, 3}	Valeur observée ¹	Erreur de prévision ^{2, 3}
Économies en déflation ⁴	-0,8	1,6	-2,3	4,8	-0,8
Chine	-0,7	2,5	-3,2	8,0	-0,1
Hong-Kong RASS	-3,0	2,5	-5,5	2,3	-2,5
Japon	-0,9	0,0	-0,9	0,3	-1,6 ⁵
Singapour	-0,4	2,0	-2,4	2,2	-4,3
Taiwan, Chine	-0,1	1,8	-1,9	4,0	-1,7

¹ Variation annuelle moyenne, en %. ² Consensus, janvier 2001. ³ En points de %. ⁴ Pondération par les PIB et PPA de 2000. ⁵ Erreur probablement due en partie à une modification de la méthodologie de la comptabilité nationale au Japon.

Sources : © Consensus Economics ; données nationales ; calculs BRI. Tableau IV.2

taux directeur de zéro si l'inflation menace de descendre sous le taux désiré. C'est ce qu'ont déjà fait la Banque du Japon avec les taux courts et, plus récemment, la Banque nationale suisse avec son taux directeur.

La formation des anticipations joue un rôle essentiel

Troisièmement, il semble à présent que les anticipations soient plus sensibles aux évolutions économiques. Les données historiques indiquent, en effet, un degré de corrélation croissant, sur la durée, entre inflation et taux d'intérêt nominaux. Dans la mesure où elles reposent sur une information plus rapidement disponible, les anticipations risquent davantage, au début de la déflation, d'aller plus facilement dans le sens d'une poursuite de la baisse des prix. La capacité des cadres monétaires actuels à endiguer et stabiliser l'inflation doit, par conséquent, être crédible pour que les anticipations réagissent moins à une dynamique des prix à court terme indésirable. L'étalon-or, surtout à son apogée, entre 1880 et 1913, a joué un rôle d'ancrage stable. Une question clé se pose aujourd'hui : la crédibilité des objectifs d'inflation, explicites ou non, aura-t-elle un effet stabilisateur comparable ?

La déflation est peut-être plus perturbatrice de nos jours, avec des salaires nominaux plus rigides

Quatrièmement, l'inélasticité à la baisse des salaires nominaux est plus fréquente de nos jours, car, au cours des siècles, les pratiques ont beaucoup évolué sur les marchés du travail : progression de la syndicalisation, indemnités de chômage plus généreuses et meilleure protection des droits des travailleurs. Il semble bien que ces facteurs aient accru la rigidité des salaires nominaux. De surcroît, les travailleurs, ayant en mémoire la forte inflation des années 70 et 80, seront d'autant plus enclins à s'opposer à une diminution des salaires. La conjugaison d'anticipations plus sensibles aux évolutions et de salaires nominaux plus rigides indique qu'une déflation associée à une demande déficiente pourrait avoir des effets plus perturbateurs, à certains égards, qu'il y a un siècle. L'expérience récente de Hong-Kong montre un décalage entre flexibilité réelle et attendue des salaires dans un contexte de déflation persistante et de chômage en hausse.

Les systèmes financiers actuels sont probablement plus résistants

Enfin, les systèmes financiers ont évidemment subi, depuis la fin du dix-neuvième siècle, des mutations qui ont pu renforcer leur résistance aux pressions déflationnistes. Ainsi, la gestion du risque est aujourd'hui

nettement plus élaborée et la réglementation prudentielle s'est bien améliorée (chapitre VII). En revanche, le taux d'endettement plus élevé a amplifié l'exposition à la déflation par la dette.

Politique monétaire et déflation

La déflation présente des défis spécifiques aux autorités monétaires, essentiellement en raison de la contrainte du seuil zéro. Lorsque celui-ci est atteint, les banques centrales doivent recourir à d'autres instruments pour tenter de stimuler la demande, ce qui appelle trois questions. Tout d'abord, quelle est la meilleure approche monétaire face au risque de déflation ? Ensuite, que doivent faire les banques centrales en situation de déflation ? Enfin, et plus généralement, l'expérience récente de lutte contre la déflation, particulièrement au Japon, donne-t-elle à penser qu'il est nécessaire d'adapter les objectifs ou les stratégies actuels de la politique monétaire ? Ces interrogations sont traitées successivement ci-après.

Moyens à mettre en œuvre pour éviter la déflation

Étant donné que le seuil zéro engendre une asymétrie dans les mouvements des taux d'intérêt, certains ont proposé que la politique monétaire elle-même soit mise en œuvre de façon asymétrique à mesure que l'inflation se rapproche de zéro. Concrètement, les taux seraient abaissés de manière un peu plus énergique et prompte si un ralentissement de l'activité intervient dans un contexte d'inflation déjà faible. Cette tactique viserait à limiter d'entrée de jeu le risque de déflation. De plus, le taux directeur pourrait être maintenu très bas jusqu'à l'apparition de signes clairs du redressement de la demande et de la remontée des prix. C'est, dans une certaine mesure, l'orientation suivie par la Réserve fédérale, qui a vite réduit le taux-objectif des fonds fédéraux en 2001 et continue de le conserver à un niveau bas en 2003. Sur la même période, d'autres pays ont également suivi des politiques résolument incitatives.

La proximité du seuil zéro impose un assouplissement énergique

En même temps, une forte baisse du taux directeur risquerait, dans certaines circonstances, de saper la confiance. Ce pourrait être le cas si les agents économiques considéraient ces décisions comme révélatrices d'informations négatives sur les perspectives d'activité ou bien redoutaient de voir la banque centrale se retrouver à court de moyens d'action. Dans l'une ou l'autre hypothèse, les autorités monétaires pourront, par leurs explications, influencer fortement sur les anticipations concernant leurs intentions et leur évaluation de la situation économique. En exposant leur point de vue, elles pourraient exercer sur l'économie un impact allant au-delà des conséquences directes de la seule modification des taux.

Une deuxième complication pourrait apparaître, selon les circonstances dans lesquelles les pressions déflationnistes se développent. Les données historiques indiquent notamment que, lorsque le niveau d'inflation de départ est faible, la correction des déséquilibres financiers peut, de manière insidieuse, engendrer des pressions déflationnistes. Cependant, ces déséquilibres pourraient se concentrer essentiellement sur quelques secteurs ou catégories d'actifs et réagir à l'action monétaire avec une vitesse et un degré de sensibilité variables. Dans ce cas, abaisser le taux directeur pour

parer aux turbulences provenant d'un secteur pourrait contribuer à renforcer les déséquilibres dans un autre. En fixant son taux, la banque centrale risque alors d'être confrontée à un arbitrage délicat.

Moyens à mettre en œuvre pour combattre la déflation

Briser la déflation peut nécessiter des mesures non conventionnelles :

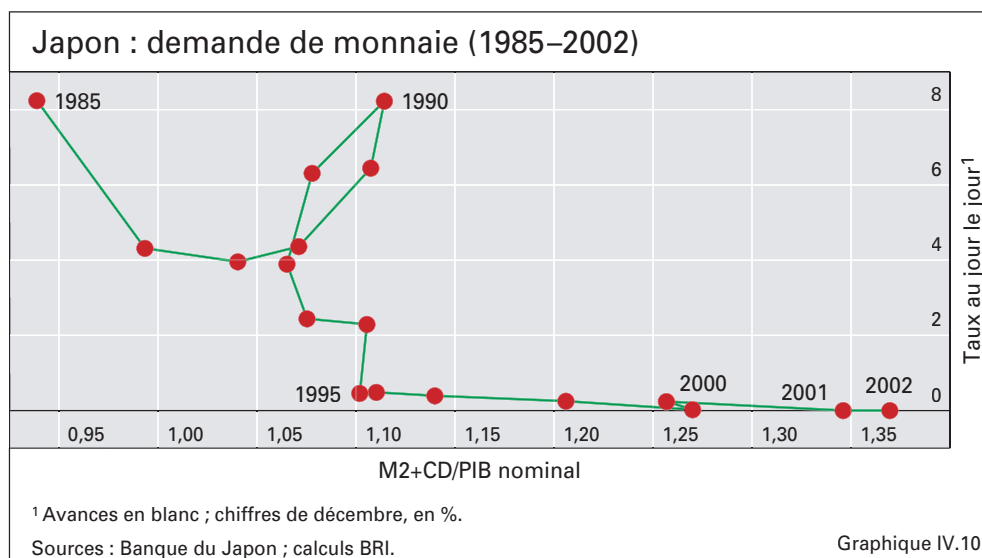
Briser la déflation peut nécessiter un ensemble de moyens d'action monétaire différents des mesures préventives. Tant que le seuil zéro n'est pas atteint, la banque centrale peut utiliser ses instruments conventionnels pour agir sur la demande via les circuits de transmission classiques. En revanche, si ce seuil est atteint et devient une contrainte absolue, il faut envisager d'autres méthodes : injecter massivement des liquidités, peser plus directement sur le prix relatif de certains actifs, modifier par d'autres voies les anticipations d'inflation, éliminer les obstacles à la transmission des impulsions monétaires ou s'appuyer sur les autres politiques macroéconomiques.

... injections massives de liquidités ...

L'injection de liquidités constitue une réponse monétariste traditionnelle. Lorsque le seuil zéro est atteint, cela signifie porter les réserves bancaires bien au-delà du niveau normal ; c'est ce qu'accomplit la Banque du Japon avec son assouplissement quantitatif. Toutefois, si les banques et les autres agents sont prêts à conserver des fonds inutilisés, ils neutralisent les effets stimulants de cette expansion monétaire, comme cela semble avoir été récemment le cas au Japon (graphique IV.10). L'efficacité de la mesure peut également être limitée par la nature des titres de dette que la banque centrale décide d'acheter en contrepartie. S'ils sont très liquides, ce qui pourrait être particulièrement le cas au seuil zéro, l'opération ne ferait que remplacer une forme de monnaie par une autre, avec une incidence limitée sur la fourniture nette de liquidités.

... modification des prix relatifs des actifs ...

Une deuxième voie consiste, pour la banque centrale, à tenter d'agir directement sur les prix des actifs. Même lorsque le taux directeur est nul, des achats ciblés – dette publique sans risque, obligations d'entreprises, actions ou immobilier, notamment – peuvent avoir une incidence directe sur le prix relatif de ces actifs. Outre l'effet de richesse, le renchérissement des actifs entraîne une revalorisation des sûretés, ce qui concourt à atténuer le



resserrement du crédit. Dans un cas extrême, il peut être souhaitable de chercher à administrer certains prix, tel le cours de change. De fait, entre les deux guerres mondiales, de nombreux pays sont sortis de la déflation en dévaluant leur monnaie. Ils ont ainsi atténué la désorganisation économique due à la déflation provoquée par le rétablissement de l'étalon-or aux parités d'avant la Première Guerre mondiale. Bien évidemment, toute modification de la valeur d'une monnaie implique d'autres pays et sa faisabilité dépend donc aussi des conditions économiques extérieures.

Les achats d'actifs à risque, que ce soit pour injecter des liquidités de manière non conventionnelle ou pour provoquer une hausse des prix, soulèvent des questions de principe pour les entités publiques qui s'y essaient. Pour être efficaces, les achats devraient probablement se faire à grande échelle. Ces entités pourraient alors devenir propriétaires d'une proportion significative des moyens productifs du pays, avec des conséquences potentiellement néfastes pour la gouvernance d'entreprise et, au bout du compte, pour l'efficacité économique. Il s'agit, en outre, de savoir si c'est la banque centrale qui devrait réaliser ces transactions. En particulier, son indépendance pourrait être mise en cause si ces achats engendraient d'importantes pertes à son bilan, nécessitant une recapitalisation par l'État.

La banque centrale peut également tenter de faire évoluer les anticipations de prix, afin de contribuer à apaiser les pressions déflationnistes. Elle dispose pour cela de deux moyens : faire savoir qu'elle injecte des liquidités en grande quantité, ou réaffirmer qu'elle vise un taux d'inflation positif et introduire un objectif explicite si elle n'en a pas déjà fixé un. Ainsi, il a été suggéré que la Banque du Japon adopte un cadre comportant expressément un objectif d'inflation. On peut néanmoins se demander si une telle mesure suffirait à enrayer la déflation. L'un des grands avantages d'un objectif d'inflation tient à la façon dont il modifie les anticipations du public, mais, si ce changement ne s'accompagne pas de mesures vigoureuses, il est peu vraisemblable qu'un tel dispositif soit crédible.

Pour toutes les raisons analysées, la lutte contre la déflation pourrait avoir besoin du soutien d'autres formes d'intervention extérieures à la banque centrale. La suppression des obstacles à la transmission des impulsions monétaires en fournit un exemple. Le surendettement des entreprises, la raréfaction du crédit, une réévaluation des risques et une aversion plus forte pour le risque ont tous joué un rôle dans les épisodes de grave déflation. Combattre ces facteurs, c'est faire un pas important vers la réflation de l'économie. Les mesures prises pour mettre fin à la crise du crédit aux États-Unis, pendant la Grande dépression, en fournissent l'une des premières illustrations ; elles avaient essentiellement consisté à stabiliser le secteur bancaire. Une aide massive avait, en outre, été apportée aux entreprises pour assainir leur bilan par la suspension des clauses d'indexation sur l'or dans les contrats obligataires. Plus récemment, le redressement relativement rapide de la Corée, après la crise asiatique de 1997, montre combien l'élimination des créances douteuses des banques peut être efficace. A contrario, la mauvaise santé persistante des banques et des entreprises du Japon sert de mise en garde : l'anémie économique et la déflation peuvent durer lorsque ces

... réorientation
des anticipations
d'inflation ...

... et autres
mesures macro-
économiques

problèmes ne sont pas réglés. Une politique budgétaire anticyclique peut aussi puissamment contribuer à redonner de l'élan à l'activité, et donc à neutraliser les forces déflationnistes (chapitre II). Elle peut comporter des mesures expansionnistes d'allégement fiscal et de dépenses publiques.

Les initiatives des différents décideurs seront probablement jugées plus crédibles, et retiendront davantage l'attention des agents économiques, si elles sont coordonnées. Cela permettra aux autorités monétaires d'utiliser au mieux leurs ressources en optimisant la chronologie des mesures monétaires, budgétaires et réglementaires. Cette stratégie présente l'avantage de créer une synergie entre les incitations et donne la possibilité de garder en réserve les options de politique monétaire moins attrayantes.

Perfectionnements possibles du cadre monétaire

L'analyse qui précède montre que la déflation peut engendrer des coûts économiques significatifs et que, dans certaines circonstances, les instruments monétaires peuvent manquer d'efficacité. Des perfectionnements du cadre monétaire pourraient se justifier, selon les spécificités de chaque régime et les structures de l'environnement économique. De plus, l'évaluation des arbitrages à opérer pour définir l'orientation monétaire dépendra également de facteurs plus généraux, notamment du mandat de chaque banque centrale. Cela étant, plusieurs possibilités sont envisageables.

Un objectif d'inflation à bandes asymétriques

Une première solution consisterait à institutionnaliser une politique de détente un peu plus prompte et plus vigoureuse que la normale lorsque le risque de déflation s'accroît. Par exemple, les banques centrales s'assignant un objectif d'inflation pourraient définir des bandes asymétriques, dont le jalon bas serait plus proche du taux cible, par ailleurs inchangé, que le jalon haut. Ainsi, un chiffre d'inflation inférieur à l'objectif déclencherait une réaction plus marquée qu'un dépassement d'ampleur comparable, pour éviter que la limite basse ne soit atteinte plus tôt.

Relèvement de l'objectif d'inflation

Deuxième option : relever l'objectif d'inflation. Bien sûr, les banques centrales devraient alors soupeser les coûts relatifs d'une inflation plus forte, qui seraient permanents, et ceux, occasionnels, liés à une éventualité plus grande de déflation, si un objectif inférieur était retenu.

Ciblage souple du niveau des prix

En modifiant plus fondamentalement les cadres monétaires existants, il serait possible d'adopter un objectif défini en termes de niveau des prix, peut-être sur une trajectoire ascendante. Dans un tel dispositif, lorsque les prix descendent au-dessous de l'objectif, l'autorité monétaire est censée assouplir son orientation, comme avec un objectif d'inflation. Le principal avantage de cette solution est de faire anticiper une politique monétaire d'autant plus incitative que l'écart est large entre l'objectif et le niveau effectif des prix. À la différence de ce que suppose un régime d'objectif d'inflation, la banque centrale serait prête à tolérer un taux d'inflation temporairement plus élevé pendant que le niveau des prix remonterait vers l'objectif. En outre, il serait plus probable que les anticipations de déflation se transforment en anticipations d'inflation, du moins à court terme. Ce dispositif introduirait un ancrage du niveau des prix analogue, à certains égards, à celui de l'étalon-or. Même si cette approche semble constituer une modification radicale par

rapport aux méthodes actuelles, elle peut être considérée comme le simple ciblage d'un taux d'inflation moyen sur longue période, qui tiendrait compte des déviations antérieures de l'inflation par rapport à l'objectif – ce que négligent en grande partie les pratiques actuelles. Les différences entre ce mécanisme et les cadres existants peuvent toutefois être sources de difficultés de communication avec les agents économiques.

Une autre solution pourrait consister à modifier les cadres existants en accordant plus d'importance à la stabilité financière. Le passé récent et plus éloigné nous enseigne que les déflations profondes s'accompagnent habituellement de sérieuses tensions financières. Prêter attention aux déséquilibres dès qu'ils apparaissent, en période de haute conjoncture, pourrait contribuer à réduire la probabilité et les coûts des perturbations qu'ils entraînent. En corollaire, cela pourrait aider à limiter le risque de crises financières et de déflation. En pratique, une telle modification n'amènerait pas nécessairement à redéfinir les objectifs de la politique monétaire ; il faudrait plutôt perfectionner leurs modalités de mise en œuvre. Tout d'abord, les banques centrales pourraient se fixer un horizon plus lointain (au-delà de la période traditionnelle d'un à deux ans), puisque les processus en jeu ont tendance à s'étirer dans le temps. Ensuite, en évaluant les risques, elles pourraient s'attacher davantage à éviter les conséquences les plus indésirables, telles qu'une déflation prolongée.

Enfin, il convient d'admettre que l'efficacité de la politique monétaire a ses limites. L'expérience japonaise, notamment, a montré que diverses formes d'interaction entre les initiatives monétaires, budgétaires et prudentielles pouvaient être efficaces. Étant donné ces possibilités, les banques centrales pourraient souhaiter examiner systématiquement, avec les autorités budgétaires et prudentielles, la totalité des instruments disponibles pour contrer les forces déflationnistes bien avant leur apparition effective. Dans la mesure où les différentes instances coordonnent leurs stratégies, des questions pourraient se poser à propos de l'indépendance de la banque centrale. Le risque vaudrait d'être couru, peut-être, si l'exploration de ces options contribuait à susciter la confiance dans l'aptitude de la banque centrale, et des décideurs dans leur ensemble, à combattre la déflation.

Action plus résolue en faveur de la stabilité financière

Limites de la politique monétaire