

IV. Politique monétaire dans les économies industrielles avancées

Faits marquants

Étant donné la modération des tensions inflationnistes durant la période analysée, les taux directeurs ont été maintenus à un très faible niveau dans les grandes économies afin de contribuer à la reprise. Dans un premier temps, la banque centrale américaine a pris des mesures efficaces pour conjurer tout risque de désinflation. Les taux à court terme sont demeurés à leur plus bas niveau depuis 46 ans et la Réserve fédérale a indiqué aux marchés son intention de prolonger cette orientation pour une durée « considérable ». La reprise se confirmant aux États-Unis, l'attention s'est progressivement portée sur les efforts des autorités monétaires pour aller dans le sens d'une plus grande neutralité. Dans la zone euro, l'orientation a également été accommodante, même si la BCE a dû arbitrer entre le soutien à une reprise encore fragile et ses préoccupations concernant l'inflation, qui s'est maintenue aux alentours de la limite supérieure retenue. L'appréciation substantielle de l'euro et l'hétérogénéité des résultats économiques ont ajouté à la difficulté. Pour sa part, la Banque du Japon a poursuivi sa politique de taux zéro et d'assouplissement quantitatif. Les tensions déflationnistes s'étant atténuées, la banque centrale va être confrontée aux difficultés, parfois atypiques, qui pourraient accompagner le rétablissement de conditions monétaires plus normales.

Ailleurs dans les autres économies industrialisées, la situation a été plus hétérogène. Plusieurs banques centrales ont abaissé leurs taux directeurs pour stimuler la croissance, tandis que d'autres les ont relevés en réaction aux pressions de la demande intérieure et, dans certains cas, aux risques liés à l'aggravation des déséquilibres financiers.

Après cette synthèse des évolutions, le chapitre abordera deux grandes questions qui ont fait l'objet d'une attention particulière. L'une est de savoir si l'orientation très accommodante des principales banques centrales pourrait, en dépit de ses effets manifestement positifs sur la reprise mondiale, devenir une source de vulnérabilité à long terme. L'autre concerne la politique de communication des instituts d'émission. Elle passe en revue les progrès réalisés dans ce second domaine et met en lumière les défis à relever.

Synthèse des évolutions

États-Unis

Au cours de l'année écoulée, la Réserve fédérale a maintenu son orientation très accommodante, le taux des fonds fédéraux demeurant inchangé à 1 %, dans une conjoncture marquée par une importante sous-utilisation des

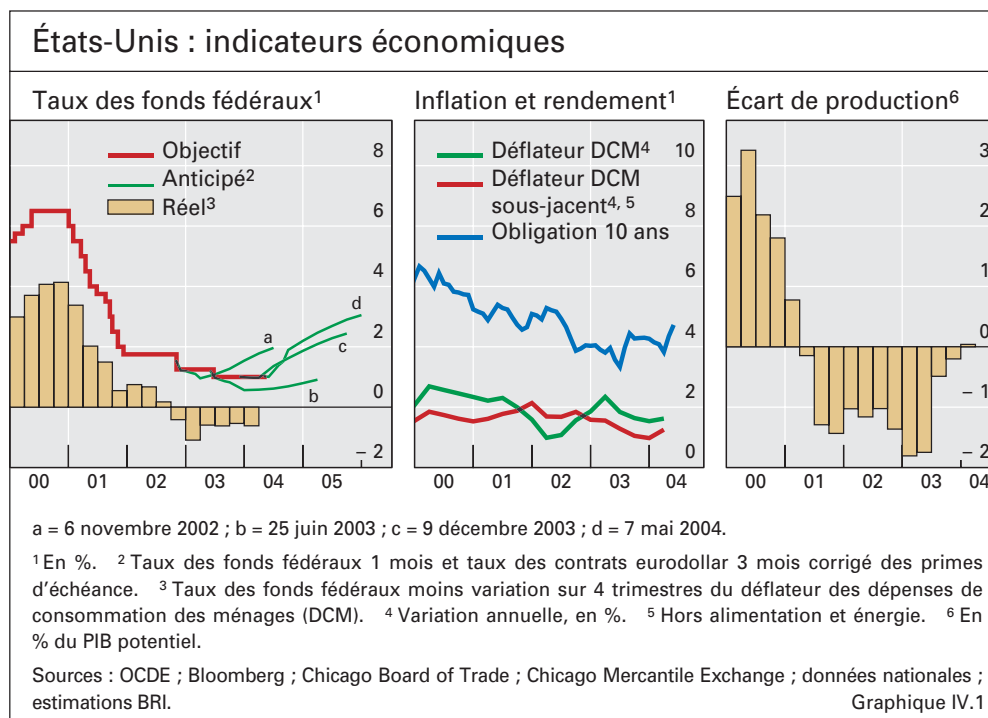
La politique monétaire américaine a été très accommodante

capacités, qui se résorbe rapidement toutefois, ainsi que par la faiblesse de l'inflation. La Réserve fédérale ayant clairement annoncé son intention de maintenir son taux directeur à un bas niveau pendant une période considérable, le taux réel (*ex post*) a continué d'être négatif (graphique IV.1). Compte tenu du décalage de ce dernier par rapport à son niveau de neutralité à long terme – encore accru par l'évolution récente de la productivité – la Réserve fédérale a indiqué son intention, à terme, de revenir à des conditions moins accommodantes. Son dilemme durant la période sous revue aura été de savoir si le taux directeur demeurerait adapté à la situation économique ou s'il convenait d'entamer un resserrement monétaire.

Au début de la période, l'un des phénomènes ayant le plus influencé la démarche de la Réserve fédérale a été le risque de déflation. Cette crainte s'expliquait pour l'essentiel à la fois par la faiblesse de l'inflation enregistrée et par les séquelles de la correction brutale des déséquilibres financiers et réels accumulés au cours de la décennie écoulée. Toutefois, ce sentiment traduisait aussi une évolution favorable du côté de l'offre, l'ampleur des gains de productivité modérant la baisse d'activité. La Réserve fédérale, tout en exprimant sa ferme volonté de combattre les menaces déflationnistes par son outil monétaire, a assuré publiquement – dans les comptes rendus de réunions du Comité fédéral de l'open market (CFOM), les discours de ses responsables et les études publiées – qu'elle disposait d'un arsenal important, même si les taux d'intérêt nominaux atteignaient le seuil du zéro.

Un risque de déflation a été perçu en début de période

Cette double démarche (taux directeur maintenu à un bas niveau et stratégie complémentaire de communication) s'est également révélée efficace en ancrant les anticipations d'inflation au-dessus de la zone de déflation, ce qui lui a permis de maîtriser l'évolution des taux longs. Elle a ainsi indirectement stimulé la demande globale. Le CFOM a toutefois pris acte des



risques, jugés néanmoins acceptables, d'une croissance excessive dans les secteurs sensibles aux taux et d'une évolution indésirable des prix des actifs si sa politique monétaire accommodante se prolongeait trop longtemps.

Les déclarations publiques ont accentué les anticipations de baisse des taux d'intérêt

La stratégie de communication de la Réserve fédérale a dans l'ensemble permis d'éviter les écueils déflationnistes, mais a rencontré quelques difficultés. Ainsi, début 2003, les marchés attendaient logiquement de nouvelles réductions du taux directeur, ce qui a provoqué un recul des rendements obligataires à la fin du printemps. Dans ce contexte, la baisse de 25 points de base du taux directeur en juin 2003 les a déçus, ce qui explique en partie la correction brutale intervenue sur l'ensemble de la courbe. Il est alors devenu plus évident – au sein et hors de la banque centrale – que la Réserve fédérale devait exprimer encore plus clairement ses intentions.

Avec l'accélération de la reprise, l'accent s'est reporté sur le retour à la neutralité de la politique monétaire

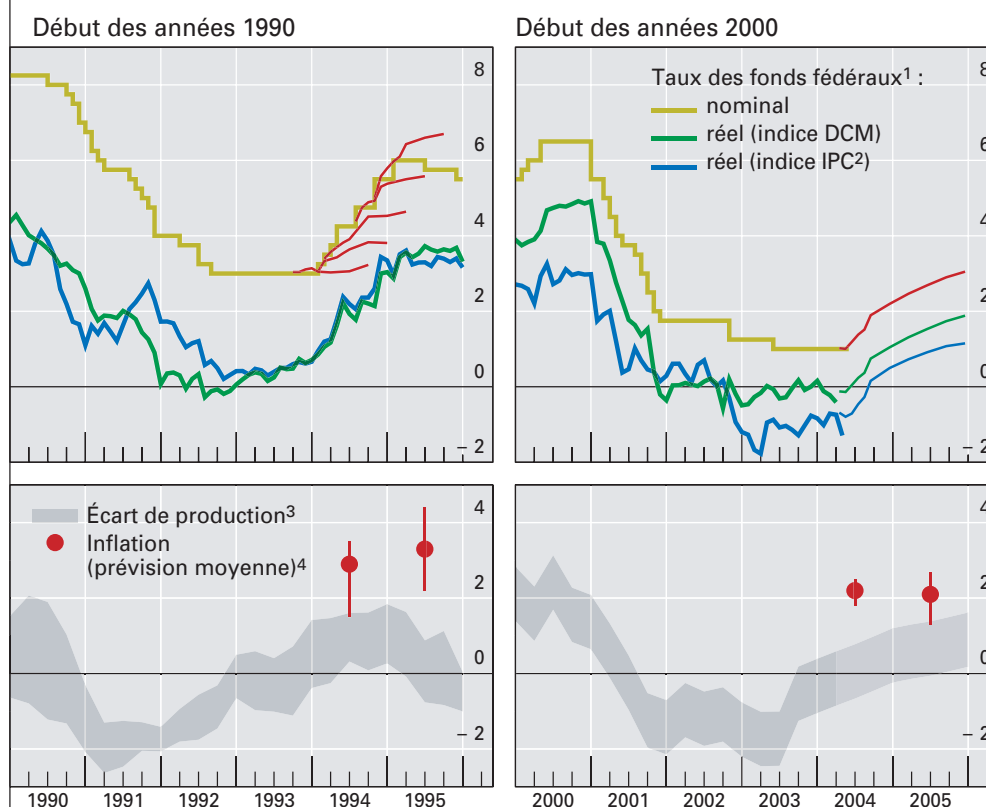
Tout naturellement, avec l'accélération de la reprise, le spectre de la déflation s'est éloigné. Dans ce contexte, l'attention des marchés s'est reportée sur les risques à court terme d'une poussée de l'inflation, alimentés par la dépréciation du dollar ainsi que par l'envolée des prix des matières premières et du logement. Leur préoccupation majeure était donc la stratégie de relèvement du taux directeur, imposant à la Réserve fédérale une formulation subtile de ses communiqués de presse, les agents économiques recherchant, peut-être à l'excès, des indices leur permettant de savoir combien de temps les taux directeurs allaient rester inchangés. La formule précisant que la politique suivie serait maintenue pour une période « considérable » a particulièrement retenu l'attention. En janvier 2004, lorsque la Réserve fédérale l'a modifiée en indiquant qu'elle « n'était pas pressée d'abandonner sa politique accommodante », les rendements du Trésor se sont dans un premier temps inscrits en hausse et les cours des actions en recul. Par la suite, les marchés ont fini par voir dans ce changement plus une différence de formulation qu'une inflexion de la politique monétaire. En mai, le CFOM a jugé qu'il pouvait renoncer à sa politique accommodante « de façon mesurée », ouvrant la perspective d'un relèvement proche et progressif des taux.

Un des dilemmes pour la Réserve fédérale était de maintenir un équilibre dans les anticipations du marché concernant l'évolution de ses taux. Étant donné l'endettement considérable des ménages et des entreprises, l'ampleur des déficits cumulés de la balance des paiements courants et l'aggravation rapide des déséquilibres budgétaires, un brusque redressement des taux à long terme risquait d'accroître la volatilité des marchés et ainsi de provoquer une surréaction. Pour ne compromettre ni sa politique ni la reprise, il fallait que la Réserve fédérale, d'une part, retienne le secteur privé d'alimenter une hausse des taux longs avant le moment opportun et, d'autre part, empêche les marchés d'anticiper trop tardivement ses décisions, afin d'éviter une dérive inflationniste nécessitant un resserrement brutal et éventuellement déstabilisant par la suite. Une préparation convenable des marchés à ses décisions sur les taux directeurs devenait, dans ces conditions, cruciale.

Pour replacer ces risques dans leur contexte, il est instructif de comparer la situation récente à celle de fin 1993 (graphique IV.2). La Réserve fédérale

États-Unis : stratégies d'inflexion de la politique monétaire

En %



¹ Les lignes plus fines représentent les taux anticipés (pour plus de détails, se reporter à la note 2 du graphique IV.1). À partir de 2004, sur la base des taux des contrats à terme au 7 mai 2004 ; taux réels : corrigés respectivement du déflateur DCM et de l'IPC (prévisions de l'OCDE). ² *CPI research data series* (BLS). ³ Fourchette de prévisions en temps réel utilisant un filtre Hodrick-Prescott et le PIB enregistré dans les années 90. ⁴ Prix à la consommation ; prévisions en janvier 1994 et mai 2004. Les lignes verticales représentent la fourchette de prévisions.

Sources : Bureau of Labor Statistics (BLS) ; OCDE ; Bloomberg ; Chicago Board of Trade ; Chicago Mercantile Exchange ; © Consensus Economics ; données nationales ; estimations BRI. Graphique IV.2

avait alors, comme aujourd'hui, maintenu durablement son taux à un faible niveau, proche de zéro en termes réels, pour lever les obstacles à un retour à une croissance rapide et vigoureuse. Fin 1993, cependant, la reprise était en bonne voie : la stagnation économique semblait prendre fin et les prévisions sur l'inflation indiquaient une trajectoire ascendante. À partir de début 1994, la Réserve fédérale avait relevé ses taux à sept reprises en douze mois, de 25 à 75 points de base à la fois, soit une hausse cumulée de 300 points de base. Dans un premier temps, les anticipations sont restées en retrait par rapport à la politique suivie. Mais, vers la fin de la période, ces anticipations sont allées au-delà. Elles ont contraint le CFOM à corriger ses formulations et à réduire ultérieurement les taux. La situation, bien sûr, n'est pas exactement la même aujourd'hui : d'un côté, les taux d'intérêt réels sont tombés plus bas, rendant un ajustement encore plus nécessaire ; de l'autre, les anticipations inflationnistes semblent être mieux maîtrisées et la stratégie de communication de la Réserve fédérale sur ses décisions et ses intentions est désormais beaucoup plus transparente.

Comparaison avec l'inflexion de l'orientation monétaire dans les années 90

Zone euro

La politique monétaire de la zone euro est restée incitative...

...alors que la reprise s'essoufflait...

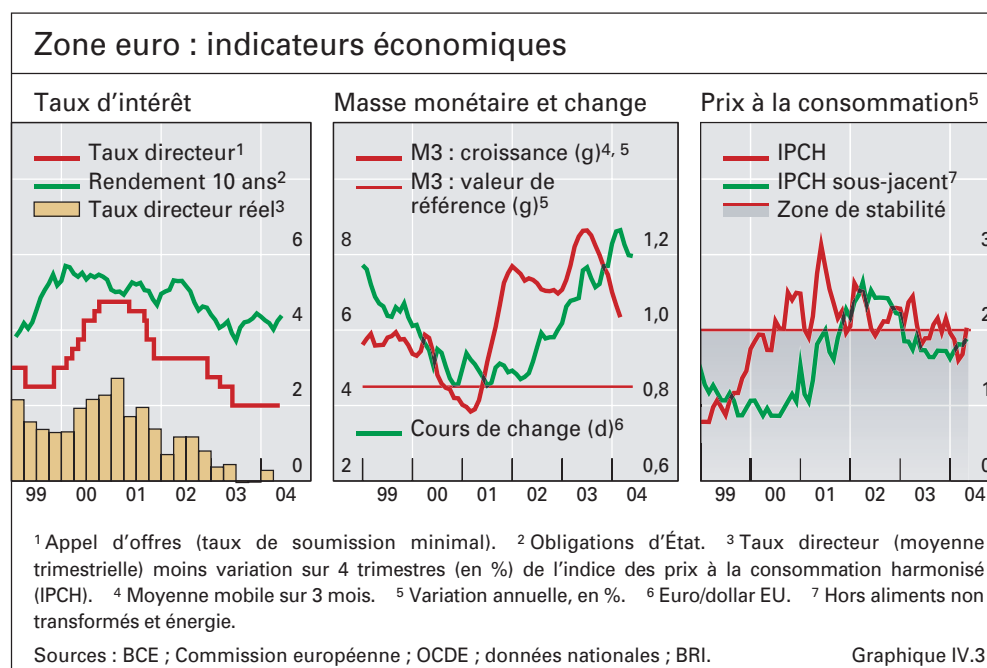
...et que l'inflation restait proche de sa limite

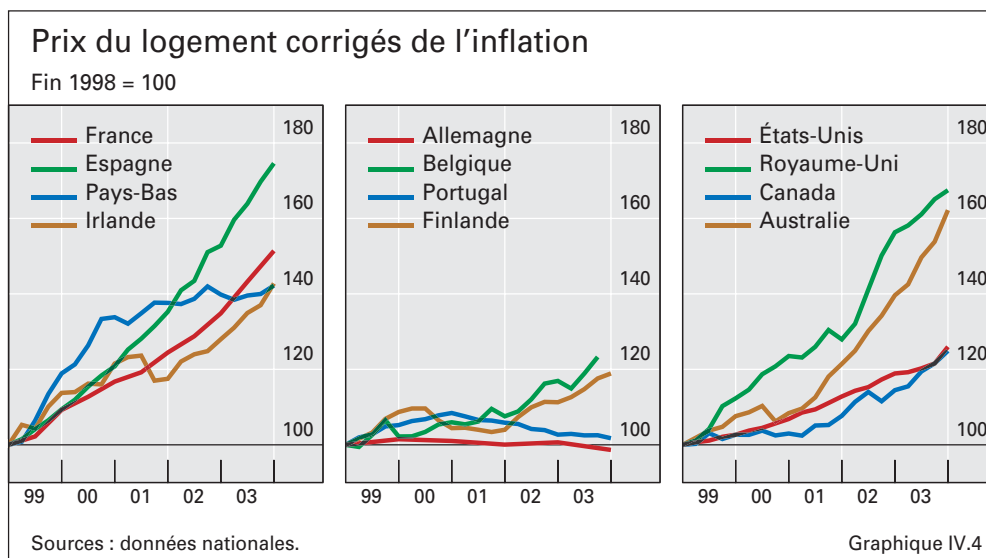
Le dilemme de la politique monétaire mis en évidence par l'appréciation de l'euro

L'orientation de la politique monétaire est également restée incitative dans la zone euro, ainsi qu'en témoignent la faiblesse des taux d'intérêt réels et la forte croissance de l'agrégat large M3 (graphique IV.3). Comme aux États-Unis, les taux d'intérêt nominaux à court terme se sont situés aux alentours des plus bas niveaux historiques de l'après-guerre, contribuant à la modération des taux des obligations d'État et des contrats à terme.

Après avoir abaissé son taux directeur de 50 points de base en juin 2003, la BCE l'a maintenu ensuite inchangé à 2 %. Cette politique accommodante s'explique avant tout par la fragilité de la reprise, la croissance dans les grandes économies de la zone demeurant largement inférieure à la moyenne. Cela étant, la BCE n'a pu réduire davantage son taux directeur parce que l'inflation est restée proche de 2 %, limite supérieure de sa fourchette de stabilité des prix. Les augmentations d'impôts et celles, relativement soutenues, des coûts unitaires de main-d'œuvre (dues à la croissance contractuelle des rémunérations et à la faiblesse des gains de productivité) ont empêché l'inflation de diminuer autant qu'on aurait pu le penser, compte tenu de l'atonie du marché du travail. De plus, rares étaient les signes indiquant que la nette appréciation de l'euro ait exercé une pression à la baisse sur l'inflation.

Le dilemme pour la BCE peut être rattaché au raffermissement de l'euro, vis-à-vis du dollar notamment. D'un côté, devant l'essoufflement de la reprise et l'ampleur du chômage, elle a dû faire face à des pressions pour réduire ses taux afin d'éviter une perte de compétitivité. La politique monétaire américaine jugée plus volontariste avec un taux directeur deux fois moins élevé ne l'a pas aidée, en contribuant de surcroît à la vigueur de la monnaie unique par rapport au dollar. D'un autre côté, les deux principaux indicateurs de sa stratégie constituaient eux-mêmes un obstacle à une réduction des taux directeurs : une inflation affichée ou sous-jacente proche





de sa limite, comme indiqué précédemment ; une croissance de M3 toujours largement supérieure aux 4,5 % de sa valeur de référence. En tout état de cause, la BCE considèrerait que l'appréciation de l'euro visait simplement à le ramener dans sa fourchette historique et ne justifiait pas un nouvel assouplissement des conditions monétaires.

La BCE a également dû faire face une fois de plus à d'importantes disparités régionales, notamment dans le domaine de l'inflation, d'autant que l'Allemagne enregistrait des pressions déflationnistes. Un autre sujet de préoccupation a concerné l'augmentation de l'endettement des ménages et l'accélération de la hausse des prix de l'immobilier résidentiel dans une partie de la zone (graphique IV.4). La BCE a cependant maintenu sa position selon laquelle modifier les taux directeurs pour l'ensemble de la zone ne constituait pas un moyen efficace de répondre aux déséquilibres régionaux : en effet, relever les taux pour contenir l'inflation ou les hausses excessives des prix de l'immobilier dans une région risquait d'étouffer la reprise dans une autre.

Cette attitude ne signifie pas que la politique monétaire de la BCE ne tient pas compte de possibles déséquilibres financiers. En effet, comme l'a indiqué le chapitre IV du 73^e *Rapport annuel*, l'apparente différence de volontarisme entre la BCE et la Réserve fédérale peut s'expliquer par l'application, par la première, de sa stratégie des deux piliers. La croissance excessive des agrégats de monnaie et de crédit a pu être considérée comme un indicateur de tensions inflationnistes éventuelles ou de déséquilibres cumulés, financiers ou non, même si l'inflation affichée est restée relativement modérée. Le fait que M3 enregistre depuis fin 2001 une croissance bien supérieure à sa valeur de référence illustre ce risque, ce qui a pu réduire la marge de manœuvre des autorités monétaires.

Japon

La Banque du Japon a poursuivi son approche non conventionnelle pour lutter contre la déflation et stimuler la reprise économique. Le taux au jour le jour

Des divergences régionales persistent

L'évolution des indicateurs de référence demeure un sujet de préoccupation

La Banque du Japon a poursuivi son approche non conventionnelle...

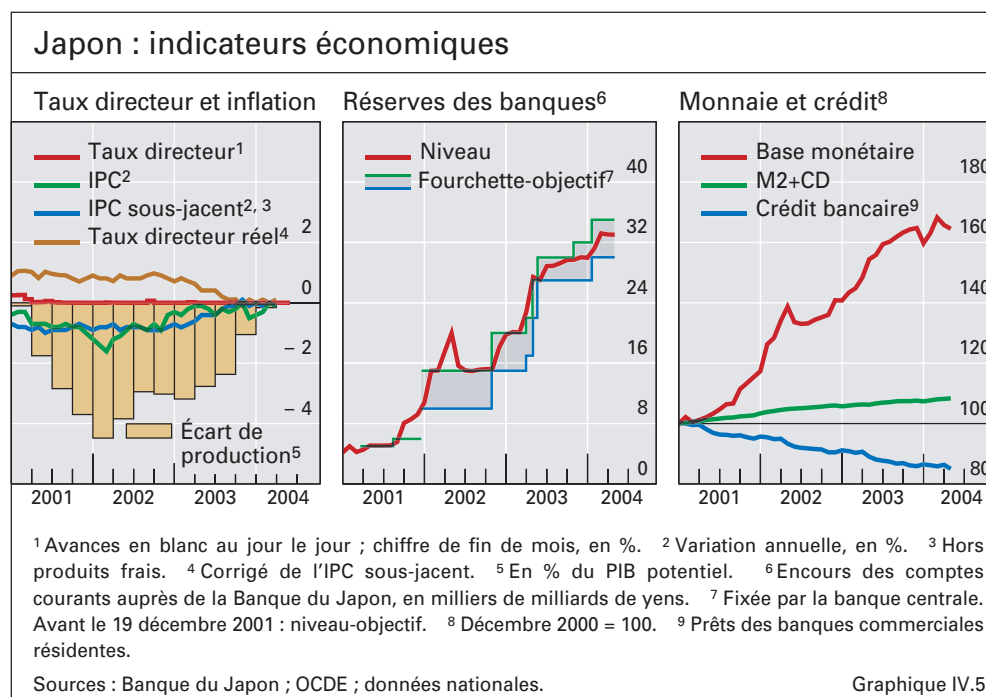
...et adopté une orientation très accommodante

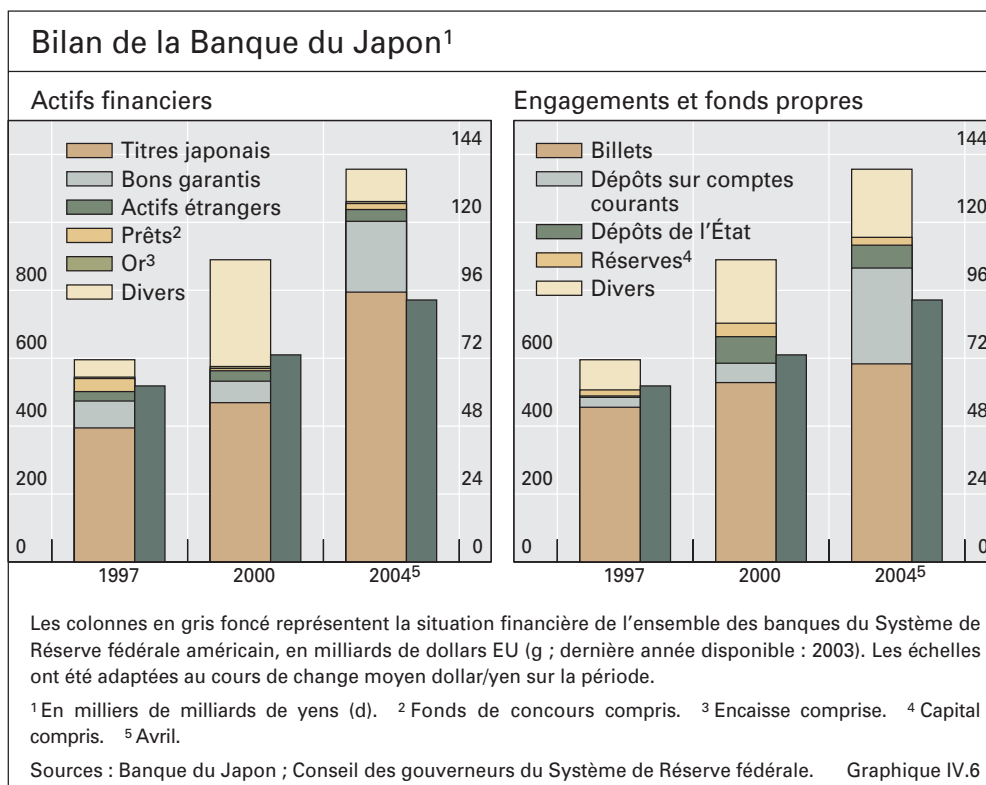
Le mécanisme de transmission de la politique monétaire est resté peu fluide...

étant ancré à un niveau quasiment nul, les taux nominaux à court et long terme sont restés proches de leurs plus bas niveaux historiques, au seuil de zéro. La Banque du Japon n'a donc pas été en mesure de faire baisser directement les taux réels *ex post*, l'inflation étant négative. Toutefois, les pressions déflationnistes s'étant un peu atténuées, les taux réels se sont rapprochés de zéro durant la période étudiée (graphique IV.5).

Cette stratégie a été complétée par un assouplissement quantitatif. La Banque du Japon a ainsi rehaussé par deux fois son objectif pour l'encours des comptes courants détenus sur ses livres, portant d'abord sa limite supérieure à ¥32 000 milliards en octobre 2003, pour en élargir la fourchette et accroître sa marge de manœuvre ; en janvier 2004, elle a relevé cette fourchette de ¥27 000–32 000 milliards à ¥30 000–35 000 milliards. En octobre, elle avait également saisi l'occasion de préciser sa stratégie d'inflexion de sa politique d'assouplissement quantitatif en annonçant que ce cap serait maintenu jusqu'à ce qu'une progression régulière de l'IPC sous-jacent (en glissement annuel) puisse être observée pendant plusieurs mois et soit appelée à se poursuivre. Cette clarification était destinée à étouffer les spéculations autour d'un arrêt imminent de l'assouplissement quantitatif, contribuant à la volatilité des taux à long terme.

Comme lors des dernières années, la forte croissance de la base monétaire ne s'est pas traduite par une augmentation notablement plus rapide des agrégats plus larges. M2 a connu une progression modérée et l'encours global de crédit a encore reculé. Le déficit persistant de la transmission monétaire s'explique par les préjudices durables subis par le système financier dans le passé. Assurément, la Banque du Japon s'est appliquée à faciliter la transmission de l'assouplissement monétaire à l'économie réelle : elle a racheté des actions détenues par les banques commerciales et favorisé le





développement des alternatives à l'intermédiation bancaire. Elle a notamment accru son portefeuille de titres détenus dans le cadre de ses fonds de concours (les *pecuniary trusts*, qui regroupent les actions rachetées aux institutions financières) ainsi que de titres adossés à des actifs (TAA). En mai 2004, l'encours de ses fonds de concours atteignait ¥2 000 milliards et celui de son portefeuille de TAA ¥150 milliards.

Les premiers signes timides d'atténuation de la déflation ont renforcé l'espérance d'un rétablissement de conditions monétaires plus normales. Une véritable progression du niveau des prix renforcerait ces espoirs. Un retour complet à la normale exigerait toutefois une amélioration durable du système financier japonais. Or, pour l'heure, divers handicaps structurels persistent (chapitre VII).

Par sa vive augmentation, le bilan de la Banque du Japon n'a sans doute pas facilité le retour à des conditions plus normales de politique monétaire. Il a en effet quasiment doublé, passant de ¥72 000 milliards environ en 1997 (18 % du PIB) à quelque ¥140 000 milliards en avril 2004 (25 % du PIB), suite à l'assouplissement quantitatif, avec des achats massifs d'actifs domestiques (graphique IV.6). En retrouvant des conditions monétaires plus normales, la Banque du Japon pourrait être amenée, en fonction des circonstances, à céder une partie de ses actifs à revenu fixe, ce qui pourrait avoir des conséquences négatives sur ses fonds propres, voire nécessiter une recapitalisation.

Pays à objectif d'inflation

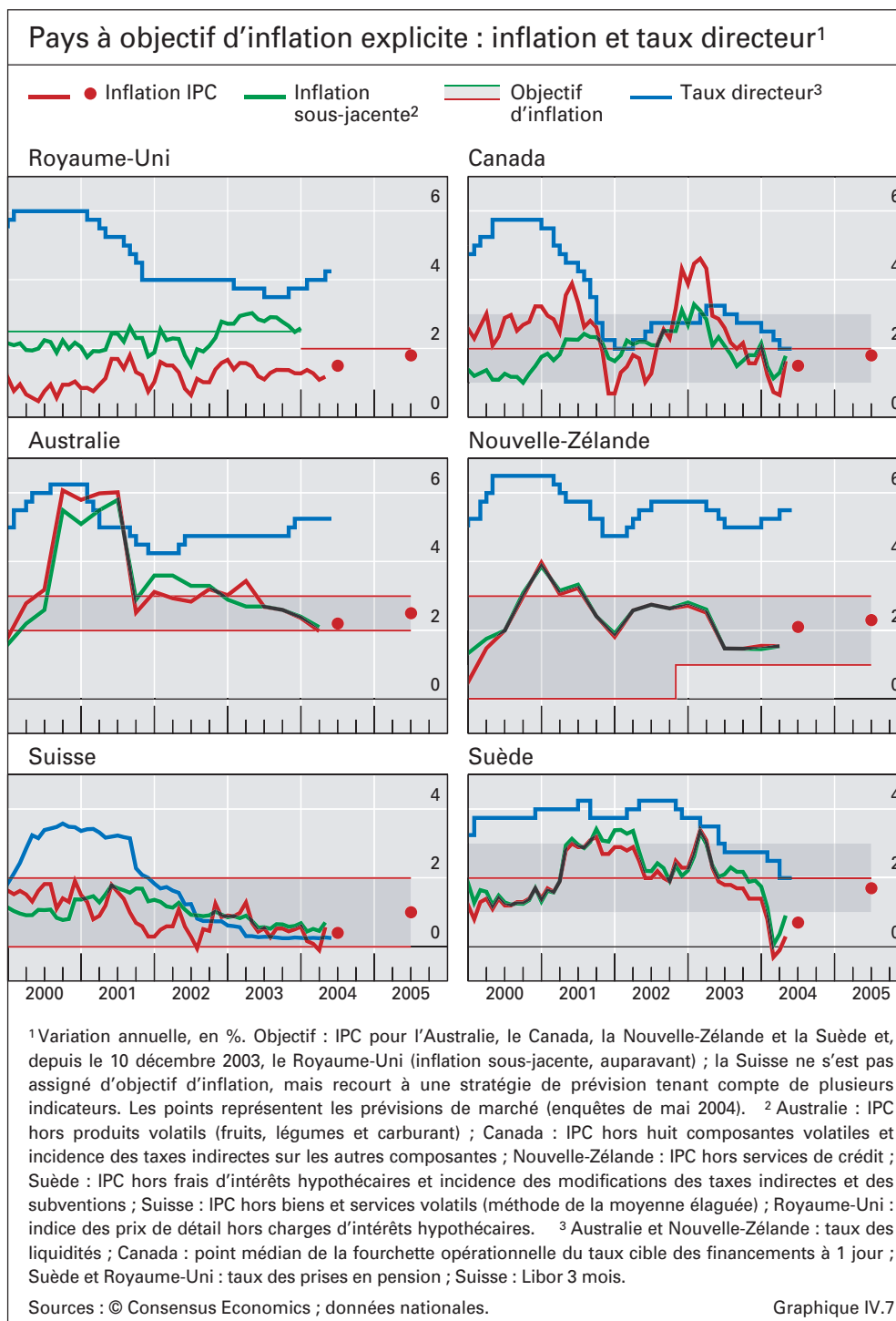
Dans les pays à objectif d'inflation chiffré, les politiques monétaires ont varié, durant la période, entre resserrement pour certaines et détente pour d'autres.

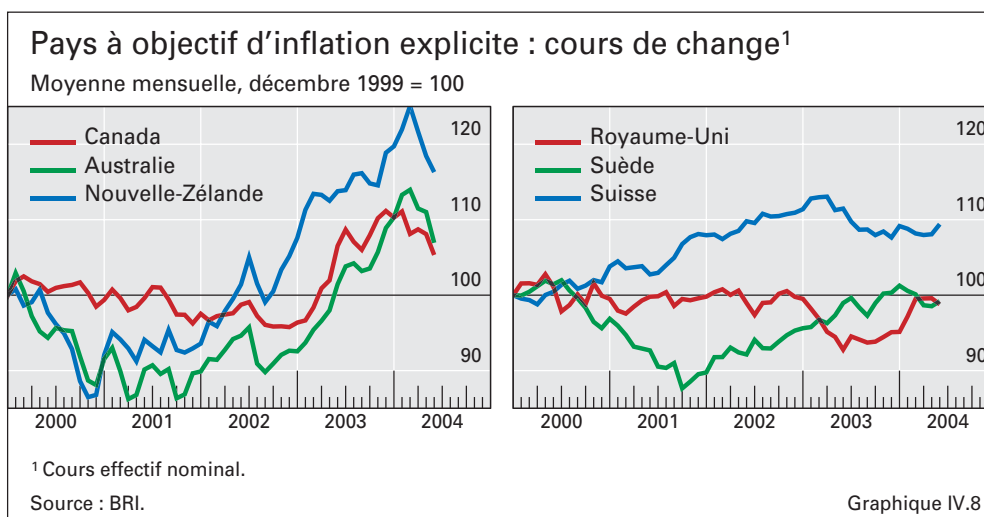
...mais certains signes positifs sont apparus

Les préoccupations sur le bilan de la Banque du Japon persistent

Les pays à objectif d'inflation suivent des politiques diverses

Ce déphasage au sein de ce groupe et avec les grandes économies industrialisées marque une rupture toute récente. Au début du ralentissement économique mondial en 2001, la baisse des taux directeurs avait été quasi générale. L'an passé, alors que la Banque du Canada et la Sveriges Riksbank poursuivaient le mouvement, et que la Banque nationale suisse maintenait ses taux à des niveaux déjà faibles, la Banque d'Angleterre, la Banque de Réserve d'Australie et la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande relevaient toutes les leurs (graphique IV.7).





Inflation égale ou inférieure à l'objectif, demande intérieure en deçà de son potentiel et écarts de production négatifs ont incité les banques centrales du Canada, de Suède et de Suisse à maintenir des conditions incitatives. La chute de l'inflation a été particulièrement importante et inattendue en Suède, débouchant sur une baisse du niveau des prix début 2004. La Riksbank a réduit cinq fois ses taux depuis mars 2003, soit un recul total de 175 points de base, ce qui a ramené les taux réels à court terme à 2 % environ en mars 2004. Au Canada et en Suisse, le cours de change a constitué le principal déterminant. L'appréciation du dollar canadien (graphique IV.8), notamment par rapport au dollar EU, a mis en péril la reprise, en raison de l'importance des échanges commerciaux entre les deux pays, et a accru le risque que l'inflation soit inférieure à l'objectif, en dépit de la hausse des cours des matières premières ; la Banque du Canada a aussi réduit son taux directeur à cinq reprises. La Banque nationale suisse, également confrontée à une appréciation de sa monnaie, a abaissé le sien au premier semestre 2003 et est intervenue directement sur les changes. La politique d'assouplissement monétaire a été maintenue pour le reste de la période face à une reprise encore hésitante et une inflation quasiment nulle.

En revanche, malgré l'appréciation simultanée de leur monnaie, les banques centrales australienne et néo-zélandaise ont relevé leur taux directeur, en réponse aux craintes qu'une croissance rapide de la demande (et de la production) n'avive les tensions inflationnistes. Fin 2003, l'écart de production était redevenu positif en Australie et demeurait fortement positif en Nouvelle-Zélande pour la troisième année consécutive. La Banque d'Angleterre a suivi une politique identique, face à une croissance de la demande intérieure supérieure à la moyenne et aux risques d'une accumulation de déséquilibres financiers. On peut mentionner à cet égard l'envolée des prix de l'immobilier résidentiel et de l'endettement des ménages, même s'il est difficile d'en mesurer l'effet de patrimoine net sur la dépense et les prix à la consommation, à brève comme à longue échéance. Toutefois, du fait des taux variables appliqués aux financements hypothécaires au Royaume-Uni, une hausse brutale des taux d'intérêt ou une chute des prix des

Le Canada, la Suède et la Suisse ont poursuivi leur politique monétaire incitative...

...alors que l'Australie, la Nouvelle-Zélande et le Royaume-Uni relevaient leurs taux

logements pourrait aggraver l'incidence du gonflement de l'endettement des ménages.

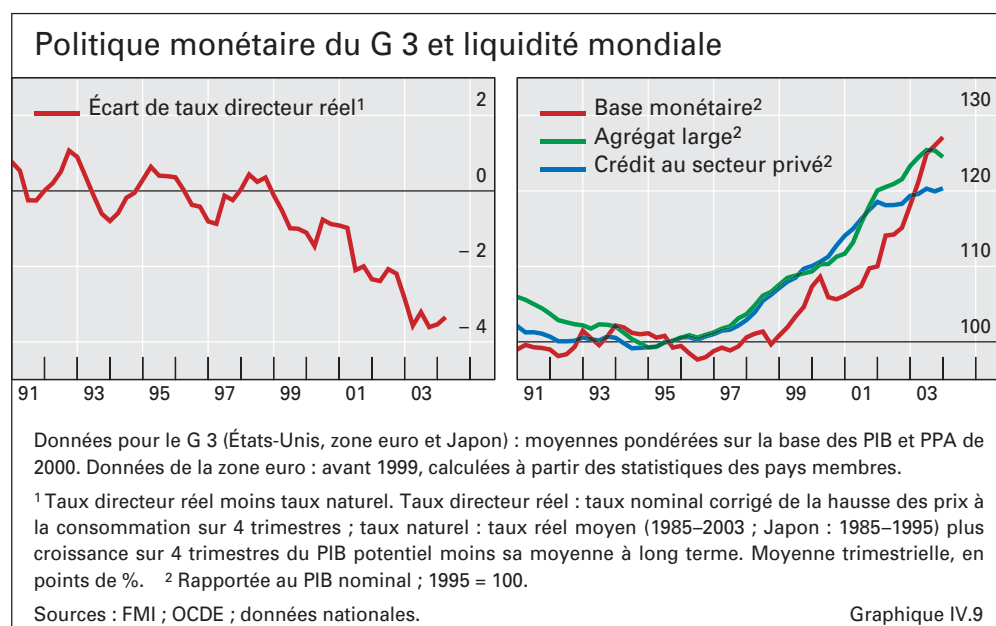
Prix des actifs et cours de change : principaux risques pour les autorités

La concomitance d'une appréciation des monnaies, de la vigueur de la demande intérieure, du creusement des écarts de production et de la hausse des prix d'autres catégories d'actifs, notamment de l'immobilier résidentiel, dans ces pays durant la période analysée met en lumière les dilemmes auxquels les autorités monétaires sont parfois confrontées. Si la croissance de la demande intérieure atteint un rythme insoutenable alors que les prix de l'immobilier se mettent à flamber, un relèvement des taux peut être attendu. Toutefois, si l'appréciation du cours de change permet de mieux maîtriser l'inflation, un relèvement s'impose moins ; mais, en prolongeant une orientation accommodante, la politique monétaire risque d'amplifier les tensions sur les prix des actifs et d'alimenter à terme des déséquilibres financiers.

Liquidité mondiale : rôle de la politique monétaire dans le G 3

Les politiques du G 3 pourraient alimenter la liquidité mondiale

Les politiques monétaires accommodantes aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon ont peut-être été à l'origine d'une liquidité mondiale excessive. Le diagnostic est d'autant plus ardu qu'il est difficile de donner une définition macroéconomique précise de la liquidité, a fortiori d'une liquidité « excessive ». Une chose est certaine : les taux d'intérêt nominaux à court terme ont été ramenés à des niveaux si bas que l'écart (en moyenne pondérée) entre les taux directeurs réels dans le G 3 et le taux d'intérêt réel naturel correspondant à une stabilité des prix à long terme s'est considérablement creusé ces dernières années. C'est certainement le cas par comparaison avec les années 90 (graphique IV.9). Parallèlement, les indicateurs quantitatifs, comme la masse monétaire (étroite et large) ou le crédit au secteur privé, ont eux aussi fortement augmenté. Il convient donc de



se demander dans quelle mesure les banques centrales devraient s'en préoccuper.

Ces inquiétudes pourraient s'expliquer par deux types de risques. Tout d'abord, même si l'inflation reste modérée, la très grande faiblesse des taux directeurs pourrait accentuer, à terme, les risques d'une accélération. Elle pourrait en outre accroître des déséquilibres financiers susceptibles de fragiliser l'économie. La croissance rapide des agrégats monétaires et du crédit, la hausse des prix des actifs et la contraction inhabituelle des primes enregistrée récemment peuvent apparaître comme des signes avant-coureurs de tels risques au sein du G 3. Ensuite, ces phénomènes pourraient avoir des répercussions ailleurs, étant donné le statut international de ces monnaies, notamment en termes de création de liquidité, avec des conséquences sur l'inflation et le prix des actifs. Il est intéressant de noter à cet égard l'augmentation des flux de capitaux privés attirés par les écarts de taux d'intérêt offerts sur des monnaies qui présentent des opportunités de gains de change (chapitre V). La faiblesse des taux nominaux au sein du G 3, dans leur configuration actuelle, a incité les investisseurs à rechercher de meilleurs rendements, notamment dans les économies émergentes (tableau III.2).

La faiblesse des taux d'intérêt encourage la quête de rendement

Lorsque l'on traite des répercussions mondiales des politiques monétaires du G 3, on constate que le régime de change joue un rôle crucial. En flottement pur, la politique monétaire n'a plus, théoriquement, que des objectifs internes. Toute stimulation monétaire excessive tend normalement à se traduire par une dépréciation du cours de change nominal. La pratique est cependant loin de la théorie et, à certains égards, les dispositifs actuels ressemblent plus à un système de change fixe. Bien des économies émergentes interviennent pour maintenir leurs cours de change dans une fourchette réduite vis-à-vis des monnaies du G 3. Parmi leurs raisons, on peut sans doute citer la crainte d'une volatilité excessive, la volonté de préserver leur compétitivité ou encore le désir d'atténuer les effets des variations de change sur d'autres objectifs internes comme le maintien de l'inflation à un faible niveau, l'équilibre de la croissance et la stabilité financière. En outre, les économies hors G 3 ayant accumulé d'importantes réserves de change, leurs politiques peuvent affecter en retour le G 3. La plupart du temps, le produit des interventions, y compris d'ailleurs par le Japon, a servi à acheter des actifs en dollars (obligations du Trésor EU, par exemple), ce qui a pu également accentuer la baisse des taux à long terme aux États-Unis, même s'il est difficile d'étayer cette hypothèse (chapitre VI).

Transmission de la politique monétaire par le change

La similitude entre les dispositifs de change actuels et les régimes antérieurs plus institutionnalisés, comme l'étalon-or ou le système de Bretton Woods, peut être source d'enseignements. L'étalon-or, par exemple, fonctionnait bien lorsque les principales économies appliquaient des politiques budgétaires et monétaires crédibles et dans l'ensemble cohérentes avec la structure des changes. En cas de déséquilibres, les pays concernés procédaient à des mouvements d'or, pour rééquilibrer le système, ou les grandes banques centrales augmentaient leurs prêts extérieurs, pour atténuer les cycles conjoncturels. Les deux systèmes sont toutefois devenus vulnérables aux réalignements et ont fini par s'effondrer quand les cours de change sont devenus incompatibles avec les

Les expériences du passé...

fondamentaux. Leurs coûts en termes d'ajustement des salaires et des prix sont alors apparus trop élevés.

...et leurs enseignements pour la politique monétaire d'aujourd'hui

Quels en sont les enseignements pour aujourd'hui ? Si les banques centrales du G 3 continuent de suivre des politiques monétaires expansionnistes et que les autres pays réduisent leurs taux directeurs ou procèdent à des interventions stérilisées pour lutter contre une appréciation du change (comme certains l'ont déjà fait), ces pays parviendront peut-être à leurs fins, mais au risque d'une accélération de l'inflation ou de mouvements excessifs des prix des actifs à moyen terme. Le dilemme pour les autorités est de peser ces risques face aux avantages d'une croissance plus vigoureuse à court terme.

Vulnérabilités financières

En outre, si une augmentation rapide de la liquidité mondiale devait être source de déséquilibres financiers, une hausse des taux à court terme pourrait rendre de nombreuses positions financières plus difficilement tenables. En effet, il semblerait que les financements récents aux économies émergentes n'ont pas toujours été accordés avec suffisamment de discernement. Heureusement, les pays émergents ont désormais pris des mesures en vue de renforcer leurs infrastructures financières et la liquidité des intervenants. Néanmoins, l'ajustement correspondant ne s'effectuera pas nécessairement en douceur.

Des ajustements de la politique monétaire seraient nécessaires

Diverses mesures pourraient modérer l'excès de liquidité au niveau mondial, avant qu'il ne s'avère lourd de conséquences. Si les économies hors G 3 devaient supporter le poids de l'ajustement, il leur faudrait soit accepter une appréciation de leur monnaie, soit restreindre les mouvements de capitaux. Si, en revanche, l'ajustement incombait aux économies du G 3, un certain resserrement monétaire s'avérerait nécessaire. En fait, comme l'ont recommandé récemment les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales du G 7, une approche plus globale pourrait consister, pour les deux groupes, à adhérer à un système de parités souples et crédibles, ce qui appellerait également une approche consensuelle des politiques macroéconomiques. Cependant, les économies d'Asie, par exemple, pourraient se montrer réticentes à accepter une appréciation de leur monnaie, si elles estimaient que le déficit budgétaire et le faible taux d'épargne aux États-Unis sont à l'origine des nombreux déséquilibres.

La communication en politique monétaire

Une communication claire est indispensable à la politique monétaire

La période analysée a mis en évidence l'importance de la clarté de la communication en matière de politique monétaire. Il est largement admis qu'une bonne communication peut conforter l'indépendance institutionnelle des banques centrales et accroître l'efficacité de la politique monétaire, ce qui explique leurs efforts dans ce domaine ces dix dernières années. Il convient, bien sûr, de tenir compte des spécificités nationales ou régionales, à la fois dans la formulation et l'évolution du message, un enjeu particulièrement crucial pour l'avenir des politiques monétaires.

L'importance d'une bonne communication

Une bonne communication conforte...

La clarté de la communication joue un rôle essentiel dans le dispositif institutionnel de la politique monétaire, en permettant à la banque centrale

d'être transparente, responsable et crédible. Dans des conditions optimales, ces trois aspects se confortent mutuellement.

Une plus grande transparence peut renforcer la responsabilité et la crédibilité de la banque centrale et limiter les incertitudes quant à ses objectifs, ses stratégies et ses décisions. La clarté de la communication en est un préalable indispensable. Il importe de souligner, cependant, qu'un surcroît d'informations n'améliore pas nécessairement la transparence ; il peut parfois induire en erreur ou simplement paraître superflu. Le choix des informations retenues et la manière de les communiquer apparaissent donc déterminants.

...la transparence...

Transparence et responsabilité vont de pair car, pour être responsable, une banque centrale doit être claire sur ses motivations et ses décisions. L'importance de la responsabilité va, cependant, au-delà de la simple stabilisation de l'inflation et de la production. Compte tenu de l'incidence – positive ou négative – de la politique monétaire sur la prospérité économique, les banques centrales sont tenues de rendre des comptes à la fois aux pouvoirs publics et aux citoyens plus largement. La responsabilité renforce la confiance et constitue le pendant naturel de l'indépendance d'une banque centrale. En outre, des études antérieures confirment la relation positive entre l'indépendance opérationnelle des banques centrales et les résultats obtenus en matière d'inflation et de production et donc, finalement, en termes de bien-être général.

...la responsabilité...

De même, une plus grande transparence peut renforcer la crédibilité. En dernière analyse, les banques centrales gagnent en crédibilité en favorisant des conditions propices aux meilleurs résultats économiques. Cependant, la crédibilité peut être acquise plus rapidement si le public dispose d'informations suffisantes lui permettant d'évaluer la cohérence des politiques et leur mise en œuvre ainsi que le lien entre les mesures adoptées et les objectifs.

...et la crédibilité

La clarté de la communication peut également ajouter à l'efficacité opérationnelle. Un des principaux enseignements de ces trente dernières années est que les anticipations du secteur privé ont une incidence non négligeable sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Des anticipations bien ancrées permettent à l'économie de mieux résister aux chocs transitoires sur l'offre et la demande et limitent la nécessité de procéder à des ajustements anticycliques, qui pourraient, dans des contextes moins transparents, accroître la volatilité. Autrement dit, le meilleur moyen pour les banques centrales d'atteindre leurs objectifs est de fixer leurs taux directeurs de manière appropriée et d'obtenir l'appui de l'opinion, sans lequel ces objectifs risquent de ne pas être totalement atteints.

La clarté de la communication contribue à l'efficacité de la politique...

...venant ainsi appuyer l'action des autorités...

Un moyen pour la banque centrale de contribuer à la stabilisation de l'économie est de réduire les incertitudes quant à son cadre opérationnel. Par le passé, il n'était pas rare que les banques centrales trouvent un avantage stratégique à ne pas dévoiler leurs décisions et leurs intentions. Ce goût du secret s'appuyait sur l'argument que la politique monétaire serait d'autant plus efficace qu'elle ne serait pas anticipée. Au fil du temps, il s'est au contraire avéré qu'une politique clairement exprimée élimine une source d'incertitude dans les choix des agents du secteur privé. Structurellement, l'expansion rapide des marchés et leur importance croissante dans le mécanisme de

...et réduire l'instabilité macroéconomique

transmission y ont contribué, car les prix et rendements des actifs sont extrêmement sensibles aux anticipations relatives aux décisions de politique monétaire.

Bien que les actes soient souvent considérés comme plus parlants que les mots, en matière de communication des banques centrales l'inverse se vérifie lorsque la banque centrale a la réputation de tenir ses promesses. L'année dernière a fourni plusieurs exemples confirmant l'intérêt que peut présenter une communication claire. La crainte de déséquilibres financiers au Royaume-Uni et en Australie a ainsi amené les marchés à faire monter les taux à long terme avant même l'action des banques centrales, parce que ces dernières avaient déjà laissé apparaître leurs intentions. En un sens, la clarification de leurs intentions revenait à un resserrement verbal des conditions monétaires : les anticipations du secteur privé se sont traduites par un comportement prospectif qui a permis à ces banques centrales d'obtenir une orientation plus restrictive.

Tendance à une plus grande ouverture

Les banques centrales font preuve d'une plus grande ouverture...

Les banques centrales sont devenues dans l'ensemble assez ouvertes. Une courte synthèse des pratiques actuelles en termes de communication est présentée dans le tableau IV.1. Au prix d'une simplification excessive, on peut distinguer les pratiques ayant pour objet d'accroître la responsabilité de la banque centrale et celles visant à améliorer l'efficacité de la politique monétaire, avec une subdivision dans le second cas entre la communication des décisions et l'évaluation des conditions économiques.

Comme le montre le tableau, on observe une grande homogénéité dans certains critères de transparence, tels qu'objectifs explicites et annonces des décisions (par communiqué de presse, par exemple). En outre, la plupart des banques centrales publient désormais régulièrement des analyses détaillées de la situation et des perspectives de l'économie. Il y a cependant une moindre homogénéité quant au niveau de détail et au délai de présentation des motivations de leurs décisions ; cela s'applique notamment aux procès-verbaux des réunions, que certaines banques centrales ne publient d'ailleurs pas.

Tentative de bilan

...et la politique monétaire devient plus prévisible

La plus grande transparence dans les politiques des banques centrales au cours de ces dix dernières années devrait, toutes choses égales par ailleurs, rendre leurs intentions sur les taux directeurs plus prévisibles, ce qui semble généralement corroboré par l'expérience.

Deux constatations paraissent le confirmer. Tout d'abord, les erreurs de prévision concernant les taux à court terme se sont réduites depuis environ 1995, ainsi que le reflètent les taux à terme (graphique IV.10). Ensuite, les taux à trois mois réagissent moins aux annonces de mesures monétaires depuis 1995 (graphique IV.11), ce qui traduit sans doute une meilleure anticipation des marchés quant aux décisions de politique monétaire.

La communication est réciproque

Alors que la communication a rendu les initiatives des banques centrales plus prévisibles, cette stratégie joue dans les deux sens. Aux informations et

| Informations fournies par les banques centrales | | | | | | | | | |
|---|----------------|-----|-----|-----------------------------|-----|-----|-----|------------------|------------------|
| | G 3 | | | Pays à objectif d'inflation | | | | | |
| | US | BCE | JP | GB | CA | NZ | AU | SE | CH |
| Responsabilité | | | | | | | | | |
| Objectif chiffré d'inflation ¹ | Non | Oui | Non | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui |
| Rapports aux législateurs ² | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui |
| Communication des décisions | | | | | | | | | |
| Annonce immédiate | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui ³ | Oui |
| Conférence de presse | Non | Oui | Oui | Non | Non | Oui | Non | Oui | Oui ⁴ |
| Communiqué de presse | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui |
| Publication du procès-verbal ⁵ | Oui | Non | Oui | Oui | . | . | Non | Oui | Non |
| Publication du résultat précis du vote | Oui | Non | Oui | Oui | . | . | Non | Oui | Non |
| Analyse économique | | | | | | | | | |
| Rapport de politique monétaire | S ⁶ | M | M | T | T | T | T | T | T |
| Publication des prévisions | S | S | S | T | T | T | T | T | S |
| Évaluation chiffrée des risques | Non | Non | Non | Oui | Non | Non | Non | Oui | Non |

AU = Australie ; CA = Canada ; CH = Suisse ; GB = Royaume-Uni ; JP = Japon ; NZ = Nouvelle-Zélande ; SE = Suède ; US = États-Unis. M = mensuel(le) ; T = trimestriel(le) ; S = semestriel(le).

¹ BCE et Suisse : définition de la stabilité des prix ; Royaume-Uni : objectif d'inflation précis ; Canada et Suède : objectif d'inflation précis assorti d'un intervalle de tolérance ; Nouvelle-Zélande : fourchette d'inflation ; Australie : fourchette d'inflation sur le moyen terme. ² États-Unis : rapports/auditions devant le Congrès ; BCE : rapports/auditions devant des organes de l'UE ; Japon et Canada : rapports/auditions devant le Parlement ; Royaume-Uni : rapports au Treasury Committee ; Nouvelle-Zélande : rapports/auditions devant le corps législatif ; Australie : rapports au Parlement/auditions devant le Comité de la Chambre des représentants ; Suède : rapports/auditions devant le Parlement (Comité financier) ; Suisse : aucune obligation statutaire, mais rapports périodiques devant les comités parlementaires. ³ Un communiqué de presse est publié le lendemain de la décision du Conseil d'administration. ⁴ Après les examens de politique monétaire de juin et décembre. ⁵ Délai de publication : États-Unis (cinq à huit semaines) ; Japon (un mois) ; Royaume-Uni (treize jours) ; Suède (deux semaines). ⁶ Plus Livre beige publié huit fois l'an.

Sources : banques centrales. Tableau IV.1

intentions des banques centrales, le secteur privé renvoie des informations sur la façon dont elles sont accueillies, l'objectif étant de déboucher sur une certaine convergence pour des résultats économiques optimaux. Cependant, l'analyse des marchés peut parfois être erronée, et la banque centrale peut souhaiter les remettre sur « la bonne voie ». Un petit mouvement dans la transparence n'est-il pas préférable à un changement brutal dans l'opacité ? Certes, en pareilles circonstances, il conviendrait que la banque centrale s'interroge sur la justesse de son approche par rapport à celle du marché. C'est là que réside tout l'intérêt d'une communication réciproque.

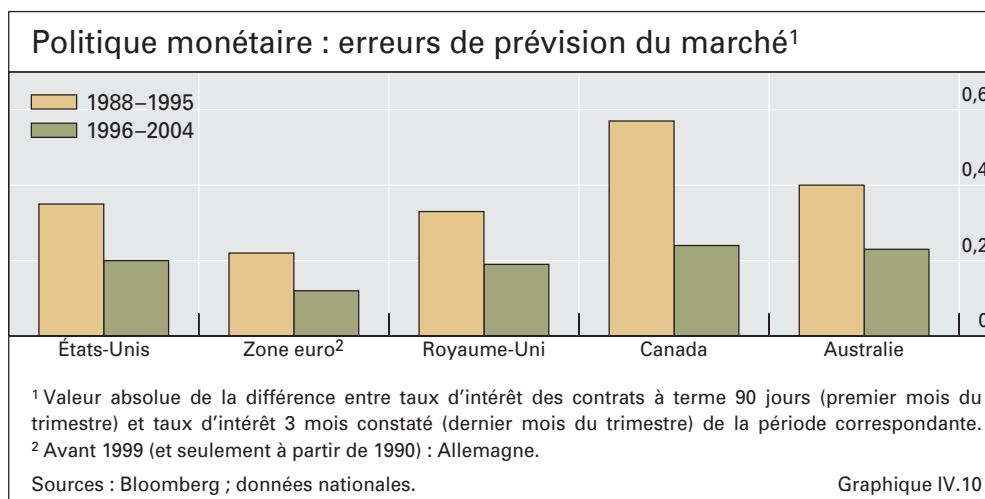
L'intérêt de stratégies différenciées

Bien que cette plus grande transparence ait été largement suivie par les banques centrales, les spécificités en termes d'expérience, de public visé et de conjoncture économique justifient des différences d'approche pour une communication optimale.

Premièrement, pour les banques centrales ayant une longue expérience, permettant au public de déduire raisonnablement l'orientation générale de leur politique et leurs réactions probables à des événements économiques,

La spécificité des stratégies s'explique par...

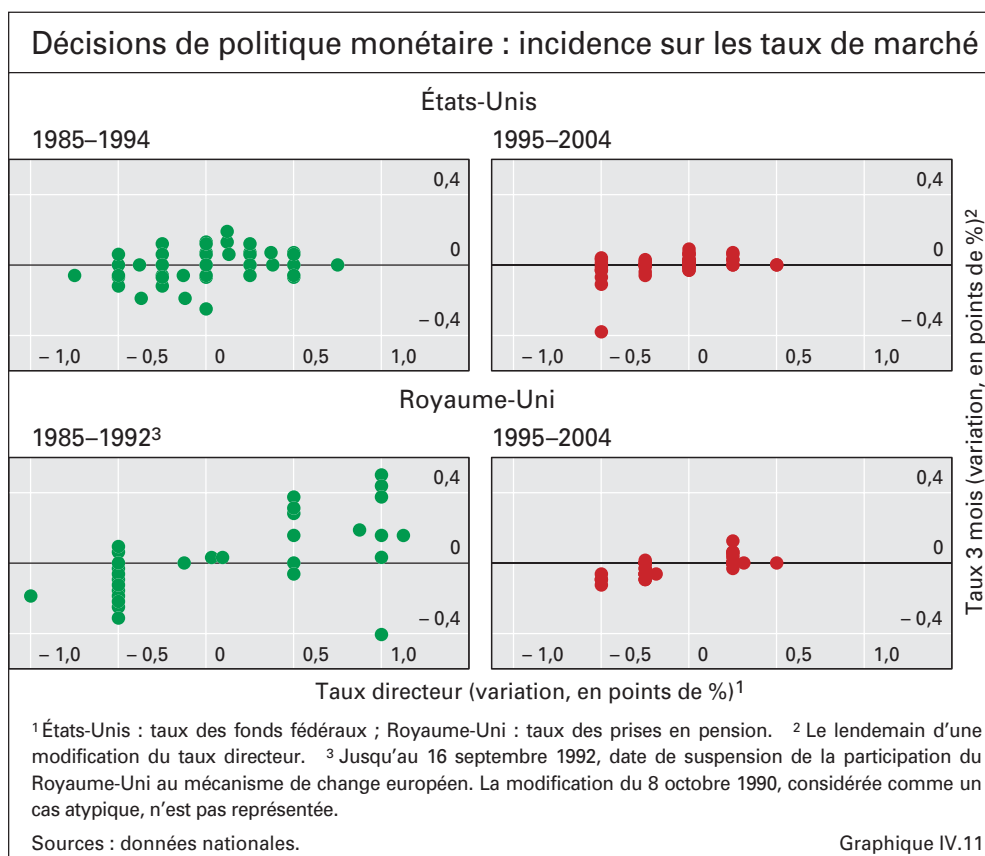
...l'expérience...



une communication explicite n'est peut-être pas aussi importante. On peut penser que la longue expérience de la Réserve fédérale et, en particulier, les initiatives prises par le Comité fédéral de l'open market (CFOM) depuis une dizaine d'années lui assurent une grande lisibilité. En revanche, la BCE, institution récente, ainsi que les banques centrales de petits pays industrialisés ayant adopté depuis peu des objectifs d'inflation doivent répondre à une demande d'information plus détaillée.

...le public visé...

Deuxièmement, les banques centrales sont confrontées à une demande d'information variée, ne serait-ce qu'en raison des différences entre les publics visés. Par exemple, dans les pays où les marchés jouent un rôle relativement



important dans la transmission de la politique monétaire (aux États-Unis notamment), les autorités monétaires devraient sans doute donner la priorité aux informations susceptibles d'influencer fortement les prix des actifs, moins essentielles dans les pays où les banques sont au cœur de l'intermédiation financière. Dans ce second cas, la banque centrale privilégiera alors plutôt l'information du grand public, qui, dans le cadre de ses décisions à long terme en matière de travail, d'épargne et de dépenses, a besoin d'être rassuré sur l'engagement des autorités monétaires de veiller à la stabilité des prix.

Troisièmement, des circonstances conjoncturelles propres à chaque pays peuvent aussi imposer des pratiques de communication différentes. La Banque du Japon, notamment, a réagi au contexte déflationniste en fournissant des informations détaillées sur ses mesures monétaires non conventionnelles, ainsi que des indications sur le moment où celles-ci pourraient être abandonnées. À un degré moindre, la Réserve fédérale a ressenti l'année dernière la nécessité de mettre l'accent sur les stratégies monétaires qu'elle pourrait appliquer si une déflation non souhaitable venait à se produire. Dans un autre contexte encore, la Banque d'Angleterre, par exemple, a consacré plus d'efforts pour expliquer ses choix face à une hausse insoutenable des prix de l'immobilier résidentiel.

...et la conjoncture

Les défis de la communication

L'histoire montre que les banques centrales cherchent continuellement à améliorer leur stratégie de communication. Elles tirent aussi les enseignements des efforts de leurs consœurs, comme l'a montré clairement la tendance générale à fixer des objectifs d'inflation. Il convient cependant d'explorer de nouvelles modalités de communication et d'affiner les stratégies existantes. Cela peut paraître simple, mais l'est peut-être moins si l'on tient compte des contraintes pratiques.

D'autres progrès sont nécessaires mais...

Même si les banques centrales souhaitent, en théorie, communiquer davantage, elles peuvent avoir des raisons concrètes de ne pas le faire. C'est le cas, évidemment, d'informations confidentielles, dont la divulgation pourrait leur en fermer ultérieurement l'accès. La communication a un coût. Une communication claire mobilise du temps, de l'argent et des ressources. En termes simples d'analyse coûts/avantages, on s'apercevrait sans doute que certaines informations sont totalement inutiles. En outre, les délibérations au sein des comités de politique monétaire sont d'autant plus franches et ouvertes qu'elles restent confidentielles ; elles pourraient dès lors pâtir d'une trop grande publicité, ce que pourrait donner la retransmission télévisée des séances ou la diffusion intégrale et rapide des transcriptions. De même, vouloir plus de transparence sur les délibérations, le décompte des votes, etc., peut inciter les médias à dramatiser les divergences d'appréciation entre membres des organes de décision, au risque de politiser les débats internes sur la politique monétaire. Ces craintes font penser que les banques centrales doivent soigneusement choisir les informations qu'elles diffusent.

...ils seront coûteux...

...et une trop grande ouverture risque d'étouffer le débat

Un autre enjeu est la façon optimale de faire passer le message au public, une tâche que plusieurs facteurs rendent ardue. Premièrement, la formulation peut manquer de précision et faire l'objet de différentes interprétations,

Limites à une communication optimale découlant...

...de la formulation
du message...

surtout lorsque les autorités recherchent la concision. Prenons, par exemple, les récents changements apportés aux communiqués de presse du CFOM après ses réunions. À partir de la mi-1999, le Comité a mentionné, à propos de la cible de son taux directeur, une indication sur son degré de tolérance jusqu'à sa prochaine réunion programmée. La véritable signification de ce message n'a cependant pas été bien comprise. En février 2000, la déclaration sur le « penchant » a donc été remplacée par une déclaration sur l'« équilibre des risques ». Il s'agissait de signaler le point de vue du CFOM sur ses anticipations d'inflation et d'activité à horizon plus éloigné que la prochaine réunion de politique monétaire. En outre, comme le Comité souhaite rester concis dans sa déclaration, il doit peser soigneusement ses mots pour rendre compte au mieux de ses analyses. L'expérience de la période sous revue montre qu'il a suffi de légères modifications de la déclaration sur l'équilibre des risques pour provoquer une réaction forte, et parfois non souhaitée, des marchés. On peut certes envisager une déclaration plus longue mettant davantage l'accent sur les conditions dans lesquelles certaines initiatives seraient prises, mais cela retarderait nécessairement sa diffusion. En outre, cela pourrait accentuer inutilement la sensibilité des marchés à l'évolution de la situation économique.

...de la difficulté de
décrire toutes les
éventualités...

Deuxièmement, même en s'efforçant d'être claires et prévisibles en temps normal, les banques centrales risquent de s'apercevoir qu'il n'est pas possible, ni souhaitable dans certains cas, de décrire toutes les éventualités et ce qu'elles pourraient entreprendre en réaction. Cela s'explique en partie par l'impossibilité de connaître précisément la nature du futur et par la crainte qu'un débat sur des situations extrêmes n'influence inutilement l'opinion et ne perturbe les marchés. En outre, ces difficultés peuvent aussi refléter le fait que le public n'est peut-être pas demandeur d'une grande quantité d'informations et n'est peut-être pas en mesure de saisir des analyses complexes.

...et des effets de
la crédibilité

Enfin, comme un des objectifs essentiels des stratégies de communication est la crédibilité, une question paradoxale se pose : la banque centrale pourrait-elle être victime de sa crédibilité ; par exemple, le public risque d'accorder plus de poids qu'elle ne le souhaite à ses déclarations. Ce problème peut être particulièrement sensible lorsqu'elle se livre à des commentaires sur des résultats hypothétiques auxquels le public accorde alors une attention disproportionnée, ce qui peut se retourner contre elle. De même, si les marchés se contentent d'entériner son diagnostic sur la façon dont devrait évoluer la politique monétaire, la communication bilatérale évoquée précédemment risque d'être fortement compromise.

L'expérience montre les avantages indiscutables d'une meilleure communication. Cependant, pour en tirer tous les bénéfices, une approche rigoureuse et mesurée s'inscrivant dans la durée sera sans doute plus judicieuse que des solutions à court terme.