

IV. Politique monétaire dans les économies industrialisées avancées

Faits marquants

La politique monétaire est restée généralement accommodante dans les grands pays industrialisés durant la période analysée, alors même que la croissance prenait de l'ampleur et que les perspectives s'amélioraient. Néanmoins, attentives aux risques croissants pour la stabilité des prix, les banques centrales ont atténué le caractère expansif de l'orientation monétaire. La Réserve fédérale a continué de relever le taux des fonds fédéraux de façon « mesurée », jusqu'à un niveau jugé compatible avec une croissance soutenable et des prix stables. La BCE a commencé, fin 2005, à rehausser son taux directeur, qui était à un niveau historiquement bas. Ces deux banques centrales ont dû veiller à ce que le resserrement suive un rythme approprié, compte tenu de la cherté de l'énergie, de l'accroissement du degré d'utilisation des ressources et du dynamisme de l'immobilier résidentiel. La Banque du Japon, voyant se confirmer la fin de la déflation, a annoncé, en mars 2006, l'abandon de la politique d'assouplissement quantitatif qu'elle appliquait de longue date et un retour ultérieur à des instruments plus conventionnels. Elle a toutefois continué de soutenir la reprise naissante en maintenant son taux-cible à zéro, de sorte que le taux réel est devenu négatif.

Dans les économies industrialisées avancées de plus petite taille, où l'interaction des forces intérieures et extérieures est plus complexe, les situations étaient plus variées. Les banques centrales du Canada, de Norvège, de Suède et de Suisse ont suivi des politiques moins accommodantes en relevant leurs taux directeurs, qui étaient relativement bas. D'autres pays, à un stade plus avancé dans le cycle, n'ont connu que des ajustements mineurs. Les banques centrales d'Australie et de Nouvelle-Zélande ont légèrement resserré les conditions monétaires, tandis que la Banque d'Angleterre les a quelque peu assouplies.

En dépit d'un risque accru de réveil de l'inflation, de nombreuses banques centrales ont trouvé un motif de satisfaction : l'inflation sous-jacente est restée basse et les anticipations d'inflation sont bien ancrées. Elles ont attribué en partie ces tendances à l'intensification de la concurrence mondiale et à son influence modératrice sur les salaires et les prix. La seconde moitié du chapitre passe en revue certains des défis que cette mondialisation pose aux autorités monétaires sur les plans économique et financier.

Synthèse des évolutions

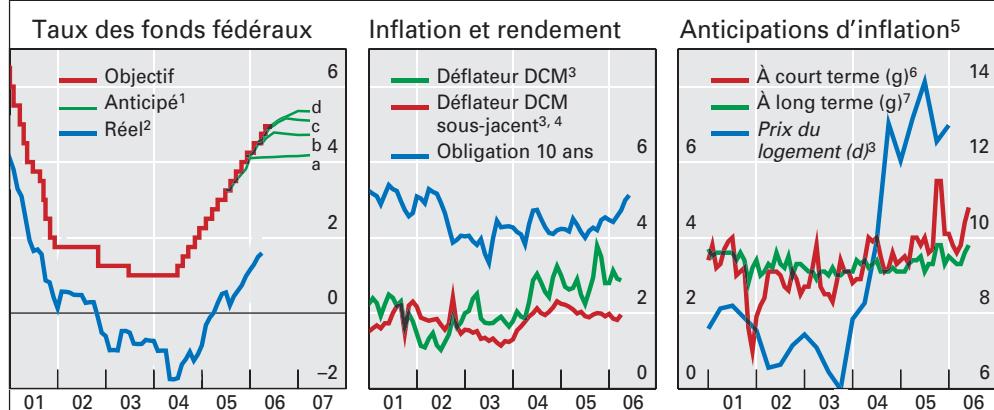
États-Unis

La Réserve fédérale a continué de réduire le degré d'accommodation monétaire. Depuis juin 2004 (le taux directeur était alors à 1 %), le Comité fédéral de l'open market (CFOM) a ponctué chacune de ses réunions par un

La Réserve
fédérale a relevé
ses taux...

États-Unis : indicateurs économiques

En %



a = 1^{er} juillet 2005 ; b = 14 décembre 2005 ; c = 29 mars 2006 ; d = 11 mai 2006.

¹ Taux des contrats sur fonds fédéraux 1 mois et eurodollar 3 mois. ² Taux des fonds fédéraux moins variation annuelle de l'indice des dépenses de consommation des ménages (DCM). La zone ombrée représente la dispersion de quatre mesures de l'inflation : IPC, IPC sous-jacent, indice DCM et indice DCM sous-jacent. ³ Variation annuelle. ⁴ Hors alimentation et énergie. ⁵ Hausse des prix à la consommation. ⁶ À 1 an. ⁷ À 5-10 ans.

Sources : OCDE ; Bloomberg ; Chicago Board of Trade ; Chicago Mercantile Exchange ; Office of Federal Housing Enterprise Oversight ; Université du Michigan ; données nationales ; estimations BRI.

Graphique IV.1

relèvement de 25 points de base (pb) du taux-objectif des fonds fédéraux, porté à 5 % en mai 2006 (graphique IV.1). Il est à noter que chacune des seize hausses a fait l'objet d'une annonce préalable. Fin 2005, toutefois, les membres du CFOM se sont montrés moins affirmatifs concernant l'orientation future.

Le niveau modéré de l'inflation sous-jacente a constitué une autre caractéristique notable, même si l'inflation mesurée par l'indice des dépenses de consommation des ménages a poursuivi sa hausse, atteignant 4 % en glissement annuel, à mesure que le renchérissement de l'énergie et des matières premières se répercutait sur les prix. L'inflation sous-jacente est restée modérée et stable autour de 2 %. Vers la fin de la période, cependant, la vigueur de la croissance tendancielle, une légère hausse des anticipations d'inflation à long terme et la réduction des capacités inutilisées – surtout sur le marché du travail – ont conduit le CFOM à redoubler de vigilance à l'égard des risques d'inflation.

La stratégie de communication de la Réserve fédérale a joué un rôle majeur dans l'orientation des marchés durant la phase de resserrement. Lorsqu'il a commencé à entrevoir la fin du cycle, le CFOM a légèrement modifié ses déclarations prospectives sur la trajectoire des taux directeurs et la possibilité d'une pause. En décembre 2005, il a abandonné le terme « mesuré », qu'il employait depuis mi-2004 pour qualifier le rythme probable des futurs relèvements. Il a fait savoir que, lorsque la politique accommodante aura été sensiblement atténuée, l'orientation future devra être davantage guidée par les indicateurs économiques, ajoutant que les prochaines décisions n'auraient vraisemblablement pas d'effet cumulé important. Les marchés ont peu réagi à cette nouvelle formulation.

...tandis que l'inflation sous-jacente restait modérée...

...et que la croissance était soutenue

Avec la fin du cycle de resserrement en vue...

...les risques d'un resserrement trop prononcé ont dû être mis en balance avec...

...les risques pour la stabilité des prix

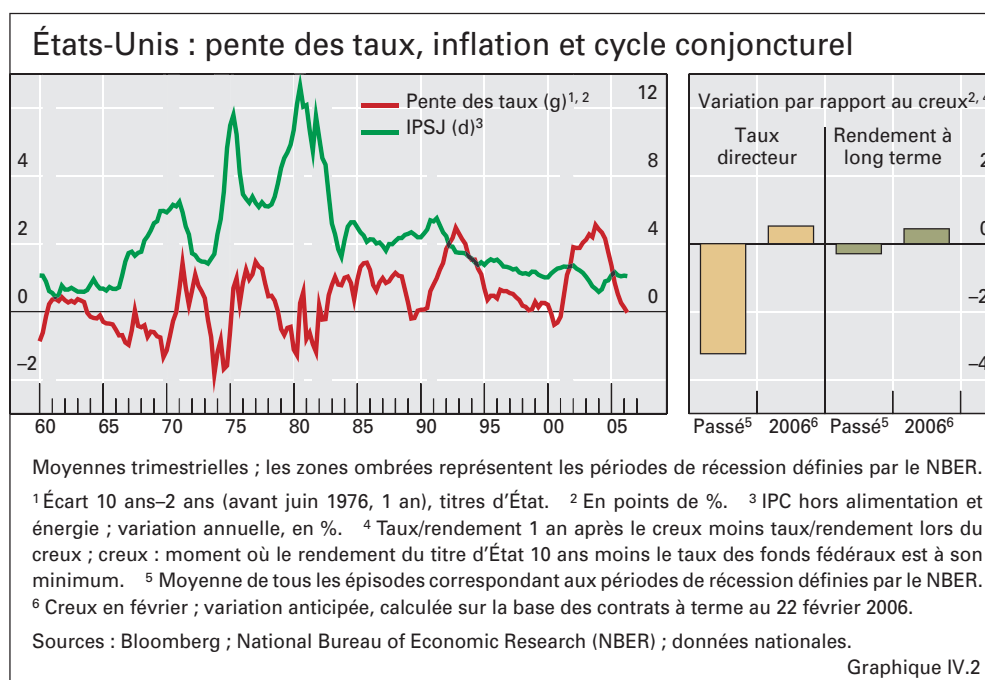
Des préoccupations ont été suscitées par les prix du logement, l'endettement...

...et l'aplatissement de la courbe des rendements

Bien que satisfait de la manière dont la présente phase de resserrement a été orchestrée, le CFOM s'est demandé si l'ampleur des relèvements de taux était excessive ou insuffisante. Fin 2005, quand il a cessé de qualifier son orientation d'accommodante, certains de ses membres ont jugé que les taux pouvaient déjà avoir atteint un niveau adapté au rythme de croissance potentielle, compte tenu du délai de transmission de la politique monétaire. Les hausses ultérieures du taux directeur ont montré que, pour la majorité des membres, la préoccupation restait un réveil de l'inflation.

La cherté du logement et l'endettement des ménages sont apparus comme les sources majeures de risque pour les perspectives de croissance, même lorsque le marché de l'immobilier résidentiel a donné des signes d'accalmie. Pour le CFOM, le dilemme était de savoir s'il devait réagir plus vigoureusement que par le passé, au cas où les logements seraient nettement surévalués. Après réflexion, le CFOM a convenu que, en principe, l'évolution des prix du logement doit être prise en compte si elle menace les objectifs fondamentaux – stabilité des prix et soutenabilité de la croissance. Néanmoins, il a également conclu que répondre à ce stade à une possible surévaluation ne servirait guère ces objectifs. Les incertitudes liées à l'évaluation de tels actifs et à l'évolution de leur prix ont été jugées généralement trop grandes pour agir avec confiance.

En outre, l'aplatissement de la courbe des rendements a également suscité des préoccupations, les rendements obligataires étant tombés à des niveaux inédits depuis la récession de 2001. Par le passé, une telle configuration signalait le plus souvent l'imminence d'une récession (graphique IV.2, cadre de gauche). Cette fois, cependant, la dynamique de l'écart taux long-taux court a semblé présenter au moins deux grandes différences. Premièrement, grâce à sa maîtrise des tensions inflationnistes, la Réserve fédérale a tempéré les anticipations d'un relèvement trop marqué des



taux directeurs (graphique IV.2, cadre de droite). Deuxièmement, les taux d'intérêt nominaux à long terme sont restés remarquablement stables par rapport aux cycles antérieurs, malgré une hausse sensible vers la fin de la période analysée. Le degré de resserrement correspondant à l'inversion de la courbe paraissait donc inférieur à la normale. Observées conjointement, ces tendances ont remis en question la crédibilité d'un tel indicateur (chapitre IV du 75^e Rapport annuel). Quant à la réaction des autorités face à l'aplatissement de la courbe, elle dépendra de son origine. Malheureusement, celle-ci est encore difficile à évaluer avec certitude (chapitre VI).

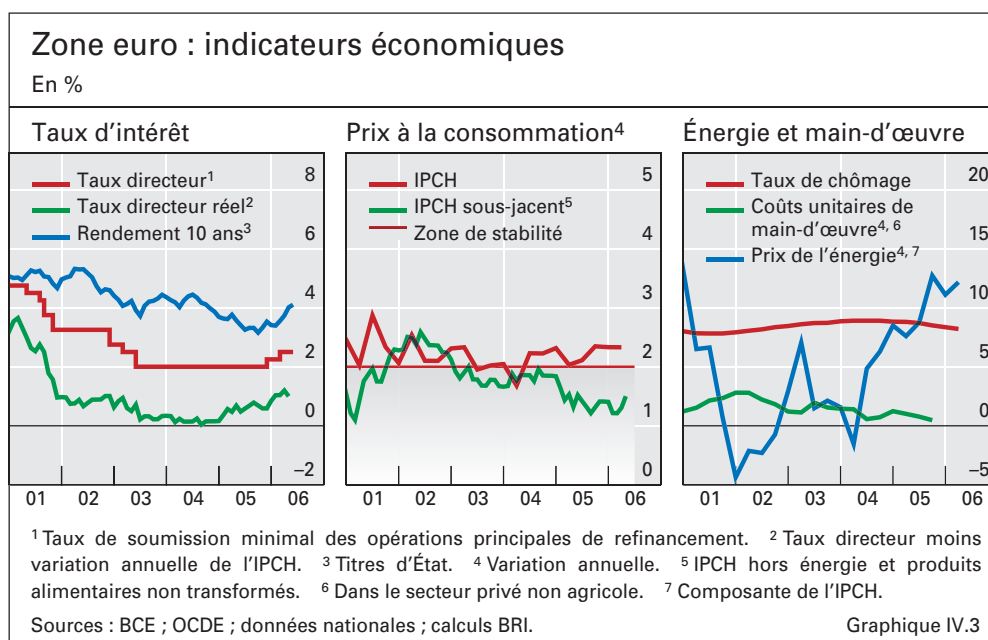
Zone euro

La BCE a conservé une orientation très accommodante, malgré deux relèvements (de 25 pb) de son taux directeur. Le premier, qui mettait fin à 2½ ans de stabilité à un niveau historiquement bas (2 %), est intervenu en décembre 2005, et le second, qui visait essentiellement à contrer les risques croissants pour la stabilité des prix, en mars 2006, le taux directeur étant porté à 2,5 % (graphique IV.3). La BCE fonde ses décisions sur des évaluations dans le cadre de son approche fondée sur deux piliers : stabilité des prix à court terme et lien à long terme entre la monnaie et les prix selon son schéma d'analyse.

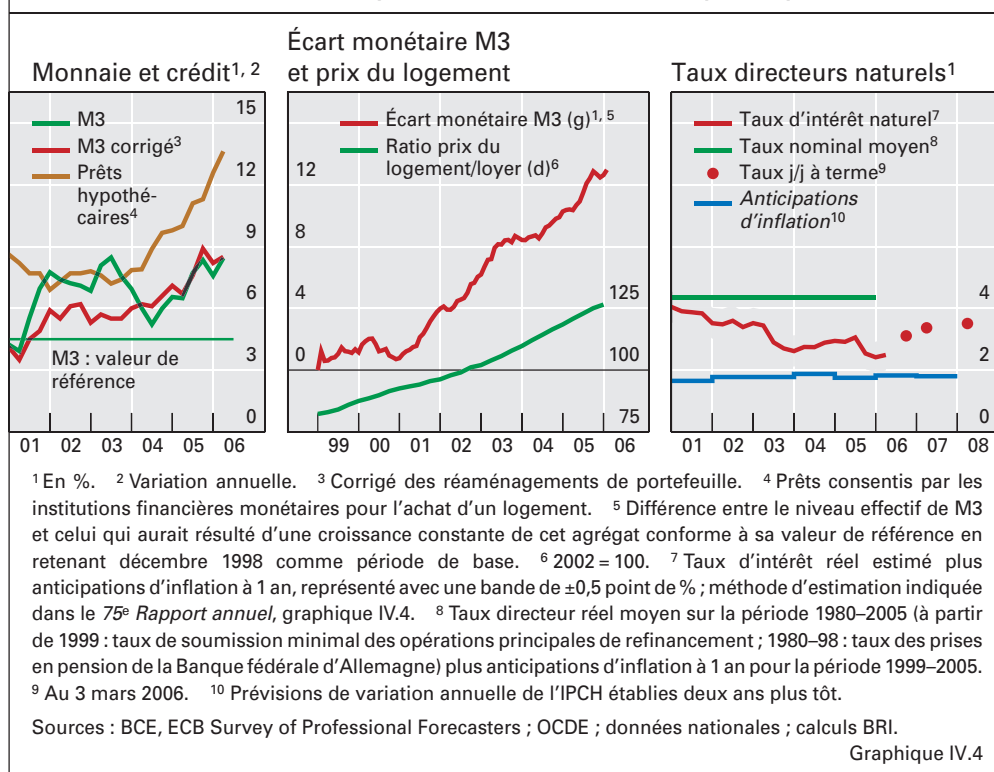
La BCE a commencé à relever ses taux...

S'agissant du premier pilier, la BCE a jugé que la croissance s'était raffermie sur la période, malgré une certaine volatilité d'un trimestre sur l'autre ; par ailleurs, la hausse de l'inflation IPCH au-dessus de 2 %, niveau supérieur de la définition de la stabilité des prix, donnait à penser que le degré d'accommodation devenait de plus en plus incompatible avec son objectif. La BCE redoutait aussi que le niveau élevé, et même croissant, des cours pétroliers puisse se transmettre aux prix à la consommation, que cette évolution des prix relatifs se répercute sur les salaires et alimente ainsi des effets de second tour. Cette préoccupation tenait en fait à l'inflation affichée,

...en raison de préoccupations à court terme au sujet des perspectives d'inflation...



Zone euro : cadre d'analyse et orientation de la politique monétaire



car l'inflation IPCH sous-jacente était basse et en recul, et les anticipations d'inflation bien ancrées.

L'analyse de l'évolution de l'agrégat monétaire confirmait les préoccupations de la BCE. Le taux de croissance de M3 continuait de dépasser la valeur de référence jugée compatible avec la stabilité des prix à moyen et long terme (graphique IV.4). Il y a quelques années, M3 avait aussi connu une expansion rapide, essentiellement attribuée à des facteurs techniques, toutefois ; en particulier, les résidents de la zone euro avaient modifié la composition de leurs portefeuilles, pour délaissier les actions au profit de la monnaie, montrant leur préférence pour des actifs sûrs et plus liquides. Mais, même lorsque ces ajustements techniques se sont ralentis, M3 a continué de progresser vivement. Son taux de croissance, corrigé des mouvements de portefeuille, a inscrit de nouveaux records l'an passé, avoisinant le double de sa référence.

De plus, la vive expansion du crédit au secteur privé (prêts hypothécaires aux ménages notamment) s'est poursuivie, ajoutant aux préoccupations suscitées par la croissance de M3. Le niveau toujours aussi bas des taux d'intérêt a été jugé responsable de la dynamique de l'immobilier résidentiel, où la hausse des prix a été parfois exceptionnelle (chapitre VII) : des taux d'appréciation annuels encore à deux chiffres en Espagne, en France, en Irlande et en Italie. La BCE a indiqué que, d'après ses calculs, la surévaluation des prix du logement était la plus forte depuis 20 ans dans la zone euro. Étant donné l'interaction entre les prix des actifs, l'expansion du crédit et la stabilité monétaire, dont tient compte l'approche de la BCE, ces évolutions ont été interprétées comme signalant des risques à long terme pour la stabilité des prix et l'activité économique.

...et à long terme concernant l'agrégat monétaire...

...le crédit et les prix des actifs...

La BCE a également estimé que l'environnement extérieur constituait une source potentielle de préoccupations et, en particulier, que la correction des déséquilibres mondiaux serait susceptible de faire courir à la zone euro un risque – peu probable, mais aux effets potentiels majeurs – de ralentissement économique. Son analyse devait donc prendre en compte l'impact d'un tel ralentissement sur la stabilité des prix.

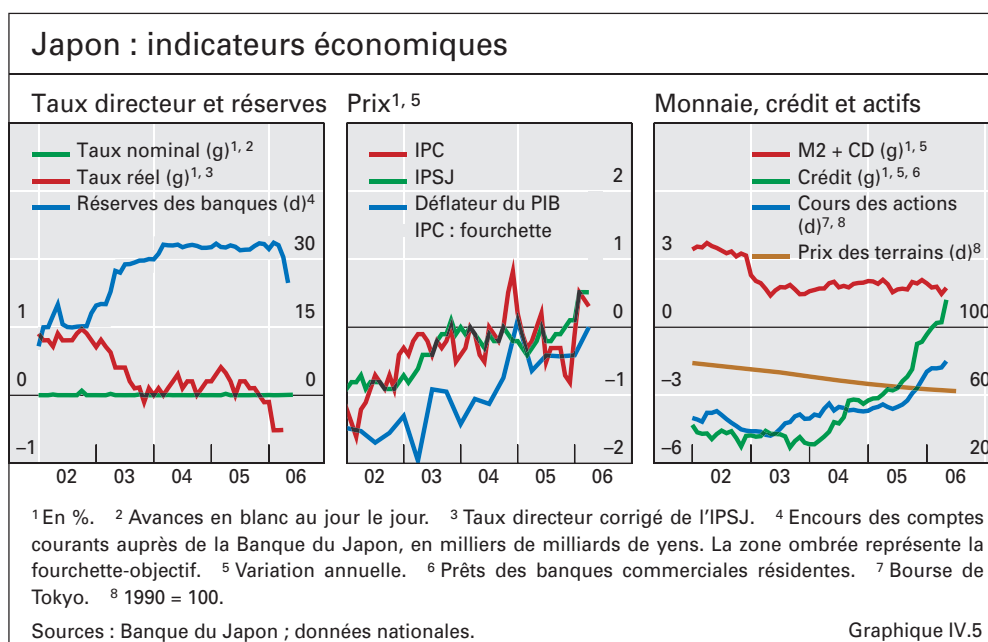
...ainsi que les déséquilibres mondiaux

La BCE s'est beaucoup appuyée sur sa stratégie de communication pour clarifier son processus de décision, surtout quand les marchés ont perçu l'imminence d'une inflexion de sa politique. Elle se garde toutefois de faire des déclarations explicites sur son orientation future. Lors de plusieurs conférences de presse, ses représentants ont souligné que le Conseil des gouverneurs ne planifiait pas ses décisions en matière de taux et qu'il n'était donc pas en mesure de les communiquer à l'avance. Cette attitude se démarque de celle de la Réserve fédérale et de la Banque du Japon qui, toutes deux, ont récemment fourni des indications, ne serait-ce que qualitatives, sur l'orientation future de leurs taux directeurs. La BCE veut éviter que de telles indications soient interprétées comme un engagement de sa part. En outre, les marchés financiers de la zone euro manifestant moins d'« excès » que ceux des États-Unis ou du Japon, des déclarations explicites présenteraient sans doute moins d'avantages. Cela étant, l'insistance de la BCE à souligner les risques croissants pour la stabilité des prix a incité les marchés à anticiper de nouvelles hausses des taux pour 2006 et 2007.

Aspects de communication

Japon

La Banque du Japon a maintenu une orientation très accommodante, dans l'attente que l'atténuation des pressions déflationnistes se confirme. Sur l'essentiel de la période, elle a poursuivi la politique d'assouplissement quantitatif qu'elle avait adoptée, dans des circonstances exceptionnelles, en 2001. Elle avait alors fixé comme objectif opérationnel l'encours des comptes



La Banque du Japon a maintenu une orientation accommodante en raison de l'atténuation des pressions déflationnistes...

courants détenus par les banques commerciales sur ses livres. Cet objectif, inchangé en 2005 et début 2006, s'établissait à ¥30 000–35 000 milliards, montant nettement supérieur au niveau nécessaire pour maintenir le taux au jour le jour tout proche de zéro (graphique IV.5). À l'origine, ce dispositif était surtout destiné, compte tenu de la fragilité du secteur financier, à conjurer tout risque de spirale déflationniste. À l'aune de ce critère, la Banque du Japon a conclu, durant l'année, que sa politique avait porté ses fruits.

...abandonné sa politique d'assouplissement quantitatif, mais maintenu ses taux directeurs à un plus bas historique

En mars 2006, la Banque du Japon a mis un terme à sa politique d'assouplissement quantitatif, pour revenir à un objectif opérationnel plus classique : le taux des avances en blanc au jour le jour. Au moment où elle a annoncé sa décision, elle a souligné son intention de maintenir quelque temps ce taux à zéro, même si elle se prépare à éliminer ultérieurement les réserves excédentaires du système bancaire, qui ont d'ailleurs rapidement diminué depuis. Cependant, la sortie de la déflation, puis une légère montée de l'inflation en fin de période ont ramené le taux directeur réel à son plus bas depuis de nombreuses années. La Banque du Japon a reconnu que cela fournirait un soutien supplémentaire au redémarrage économique.

Amélioration du mécanisme de transmission

Ce changement de politique s'appuyait sur un plus grand optimisme envers l'amélioration du mécanisme de transmission, même si des doutes persistaient : la bande-objectif pour les comptes courants n'avait entraîné qu'un léger mieux pour M2 et l'expansion du crédit au secteur privé. Mais c'est la multiplication des signes de conditions économiques et financières plus normales qui a fait pencher la balance vers un retour à un cadre opérationnel plus classique.

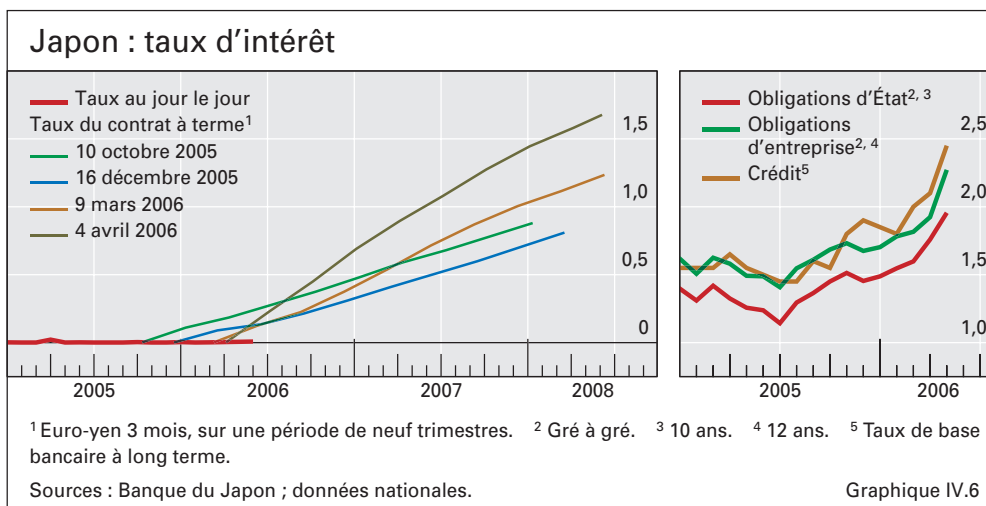
Annonce d'une politique plus conventionnelle...

Par ailleurs, la Banque du Japon a apporté deux autres précisions concernant la nouvelle formulation de sa politique. Premièrement, elle a clarifié, en termes qualitatifs, sa définition de la stabilité des prix : situation où ménages et entreprises prennent des décisions économiques sans avoir à se préoccuper des fluctuations du niveau général des prix. Sur le plan opérationnel, le conseil de politique monétaire a traduit cette définition par une fourchette d'inflation de 0–2 %. Cette transparence accrue devrait contribuer à orienter favorablement le comportement des prix et des salaires. Toutefois, vu les antécédents de déflation du pays, la limite inférieure de la fourchette a naturellement suscité des interrogations. La banque centrale a expliqué qu'elle procéderait à un réexamen périodique de la bande-objectif, reconnaissant qu'il serait peut-être nécessaire d'accroître la marge de sécurité pour contrer le risque de baisse des prix.

...mettant l'accent sur une bande-objectif d'inflation...

...et une approche reposant sur deux perspectives

Deuxièmement, la Banque du Japon a exposé son approche reposant sur deux perspectives. La première consiste en une évaluation de son orientation à la lumière de l'évolution de l'activité et de l'inflation à horizon 1–2 ans. La seconde vise à contrer les risques à long terme qui pourraient nécessiter plus de souplesse dans la conduite de la politique. L'expérience a montré que la maîtrise de l'inflation à court terme ne suffit pas à prévenir les amples fluctuations des prix des actifs ni une modification significative de l'environnement financier susceptibles, à horizon plus lointain, de menacer la soutenabilité de la croissance et la stabilité des prix.



Tandis que la Banque du Japon déclarait que sa nouvelle politique ne devrait pas entraîner de variation brutale des taux courts, les marchés ont réagi par une hausse des rendements longs (graphique IV.6), pour la dette publique et privée. Ces mouvements étaient sans doute en partie attribuables aux annonces officielles d'un « ajustement graduel », à terme, des taux directeurs, mais aussi à la perception d'une amélioration des perspectives de l'économie.

Les marchés s'attendent, à terme, à un relèvement des taux directeurs

Pays à objectif d'inflation

Dans les pays industrialisés avancés se fixant un objectif d'inflation chiffré, les taux directeurs ont, le plus souvent, été relevés pendant la période examinée. Dans certains cas, ce resserrement semblait se justifier par la hausse de l'indice d'inflation, attribuable surtout à la cherté de l'énergie. L'inflation sous-jacente est, quant à elle, restée à un niveau généralement bas (graphique IV.7), et parfois bien en deçà du taux-cible.

Nombre de banques centrales ont augmenté leurs taux

Les banques centrales se sont trouvées face à plusieurs risques identiques. Premièrement, des doutes sur la trajectoire et l'impact des prix de l'énergie ont accentué les risques haussiers pour la stabilité des prix, surtout si des effets de second tour commençaient à se faire sentir. Deuxièmement, les banques centrales se sont montrées préoccupées par les répercussions possibles d'un éventuel ralentissement inattendu des deux moteurs de l'activité économique mondiale – Chine et États-Unis –, dans le contexte de déséquilibres extérieurs mondiaux amples et croissants (chapitre V). Troisièmement, les valorisations déjà élevées de l'immobilier résidentiel ont poursuivi leur essor, pour atteindre des niveaux paraissant de plus en plus intenable, ce qui a donné un peu plus de substance à la crainte de l'émergence et de l'éclatement d'une bulle ; si un ralentissement a été enregistré en Australie et au Royaume-Uni, le ratio d'endettement des ménages a continué d'augmenter, ce qui est devenu une préoccupation pour certains pays, surtout dans la perspective d'un nouveau resserrement.

Principaux risques : cherté de l'énergie...

...déséquilibres mondiaux...

...et niveau élevé des prix du logement

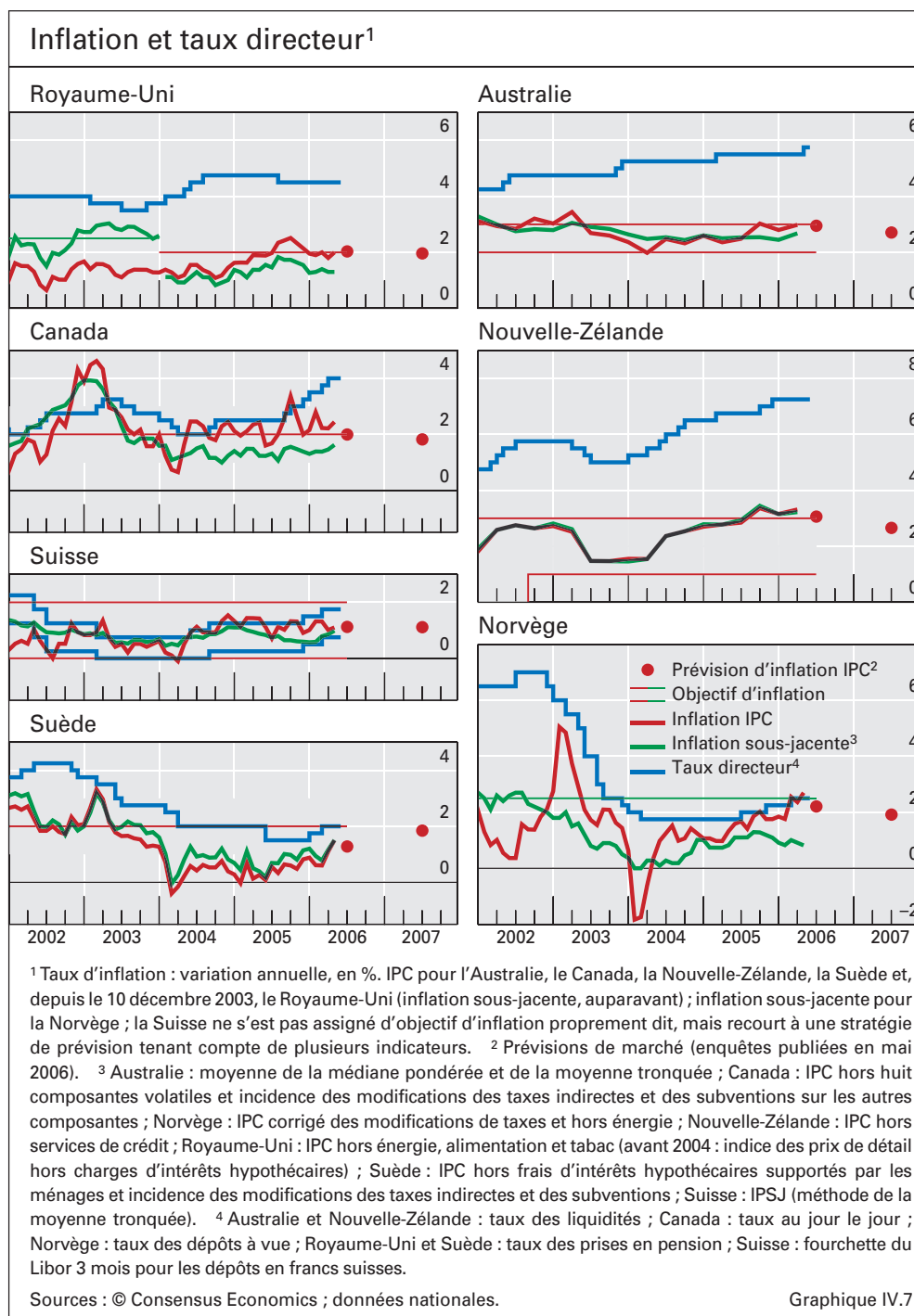
Naturellement, ces économies ont aussi présenté des différences. Les taux ont été relevés davantage là où ils étaient proches de leurs plus bas historiques au début de la période analysée. La Banque du Canada, par exemple, a fait passer le taux-cible de financement à 1 jour de 2,5 % en

Le Canada a procédé à un resserrement graduel

septembre 2005 à 4 % en avril 2006, en six étapes consécutives. Elle a en effet jugé nécessaire de le diriger vers un niveau plus normal, malgré l'appréciation significative du dollar canadien par rapport au dollar EU et le bas niveau de l'inflation sous-jacente, car le taux d'utilisation des capacités était proche de son maximum et que l'inflation IPC se situait dans la moitié supérieure de sa bande-objectif.

La Norvège, la Suède et la Suisse ont relevé légèrement leurs taux, restés bas

Les banques centrales de Norvège et de Suède ont procédé, elles aussi, à un resserrement, modeste cependant. La première a majoré de 25 pb, à deux reprises, son taux des dépôts à vue, pour le porter à 2,5 % en mars 2006. Elle a estimé, en effet, que le redémarrage de l'économie justifiait une orientation un



peu moins expansionniste. Si l'inflation sous-jacente est restée bien inférieure à son objectif, l'inflation affichée a augmenté. La Banque centrale de Norvège a aussi commencé à rendre publique, en novembre 2005, la trajectoire qu'elle envisage pour son taux directeur, suivant en cela l'exemple de la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande qui, en 1998, avait décidé de diffuser des informations quantitatives sur son orientation probable. Cette nouvelle pratique visait à rendre la politique monétaire plus crédible et mieux à même d'ancrer les anticipations d'inflation, mais elle a aussi suscité certaines préoccupations. En particulier, si les projections devaient être interprétées comme des engagements implicites, la conduite de la politique monétaire s'en trouverait compliquée. Pour sa part, la Banque centrale de Suède, devant le dynamisme de la consommation des ménages, de l'investissement des entreprises et de la demande extérieure, a procédé à deux relèvements de 25 pb, portant son taux à 2 %. Pourtant, l'inflation, sous-jacente et affichée, est demeurée juste en deçà de la limite inférieure de sa bande-objectif. En outre, les tensions sur les coûts ont semblé rester modérées.

La Banque nationale suisse, qui avait, en début de période, les taux les plus bas parmi ces pays, a relevé sa fourchette-objectif de 50 pb, pour l'amener à 0,75–1,75 %. La reprise s'est visiblement affermie en Suisse, grâce à la vigueur de la demande mondiale, l'amélioration de la situation de l'emploi, la hausse de l'investissement des entreprises et la solidité de la consommation privée. L'inflation est demeurée modérée et stable, néanmoins.

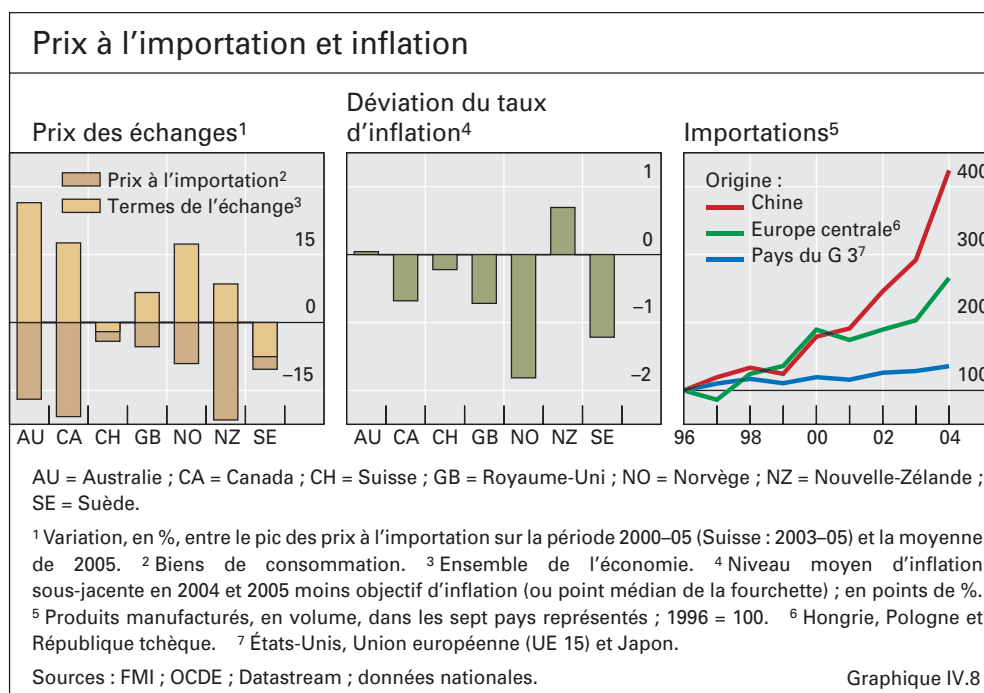
Les banques centrales des pays se trouvant à un stade plus avancé du cycle conjoncturel et qui avaient déjà sensiblement durci les conditions monétaires n'ont procédé qu'à de légers ajustements. La Banque d'Angleterre a été la seule à abaisser son taux directeur, de 25 pb, en août, pour le ramener à 4,5 %, niveau auquel elle l'a maintenu depuis. Sa décision visait à éviter que l'annonce d'une croissance du PIB inférieure à sa tendance et d'une détérioration du marché du travail ne fasse descendre l'inflation au-dessous du taux-cible.

La Banque de Réserve d'Australie a relevé son taux directeur de 25 pb, le portant à 5,75 % en mai. Un léger tassement de l'activité était attendu, et le taux d'utilisation des capacités de production demeurait élevé. L'inflation sous-jacente est restée modérée, du fait surtout des pressions désinflationnistes résultant de l'intensification des liens économiques avec la Chine, même si l'inflation affichée a le plus souvent avoisiné la limite supérieure de sa bande-objectif. En Nouvelle-Zélande, la forte expansion s'est essoufflée, en raison d'un fléchissement de l'activité et d'une accalmie de l'immobilier résidentiel. L'inflation a néanmoins dépassé l'objectif, sous l'effet de la persistance de la hausse des prix et des tensions sur les coûts. La banque centrale a augmenté son taux de 25 pb en octobre et en décembre, pour le porter à 7,25 %, le plus haut niveau parmi les pays industrialisés avancés.

L'expérience des économies des antipodes a mis en évidence un dilemme propre aux banques centrales de tous les pays riches en matières premières, qui est lié à la montée des cours et des prix des actifs. D'une part, un

Les taux ont été maintenus à un niveau relativement élevé au Royaume-Uni, en Australie et en Nouvelle-Zélande

Les flux financiers mondiaux créent un dilemme pour les autorités...



resserrement monétaire pourrait permettre d'apaiser les sources intérieures de surchauffe. Mais une telle mesure tendrait à attirer les capitaux mondiaux, en particulier dans le cadre d'opérations spéculatives (*carry trade*, chapitre V), et à accroître la valeur de la monnaie, voire à aggraver les déséquilibres des paiements courants – d'où le risque de favoriser des afflux financiers déstabilisateurs. L'exemple récent de la Nouvelle-Zélande montre à quel point une inversion des flux de capitaux peut être dangereuse. D'autre part, le maintien des taux directeurs à un bas niveau pourrait attiser la flambée des prix des actifs, risquant ainsi d'entraîner l'économie dans un cycle d'expansion et de contraction.

...de même
que les pressions
désinflationnistes
importées

Dans plusieurs pays, les décisions de politique monétaire ont été influencées par d'autres forces de portée mondiale. La persistance inattendue des pressions à la baisse, résultant de la concurrence internationale, sur les prix des biens et services a fait craindre que l'inflation ne soit inférieure au jalon bas de l'objectif, malgré la cherté de l'énergie et des matières premières (graphique IV.8). Cette évolution, par ailleurs favorable, du côté de l'offre est essentiellement attribuable à la vive progression des importations de biens manufacturés en provenance de Chine et de certains pays nouvellement industrialisés d'Europe centrale et orientale.

Ces forces mondiales ont permis aux taux directeurs de se maintenir à un niveau particulièrement bas, mais elles ont sans doute accentué les préoccupations des autorités nationales face à la hausse des prix des actifs et des niveaux d'endettement, qui appelleraient un relèvement supplémentaire des taux directeurs. Dans le même temps, un tel durcissement accroîtrait le risque de voir l'inflation tomber en dessous du taux-cible. De fait, affichant un taux d'inflation à la limite inférieure de la bande-objectif, les banques centrales de Norvège et de Suède sont confrontées à ce dilemme depuis un certain temps déjà.

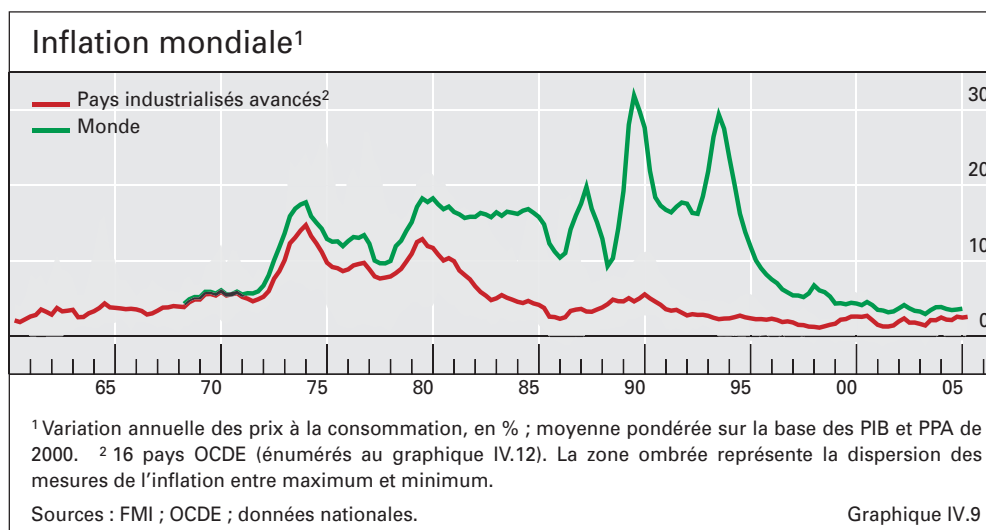
Mondialisation et politique monétaire

Tout en redoublant de vigilance à l'égard des risques d'origine intérieure pour la stabilité des prix, les banques centrales ont considéré que les évolutions mondiales pouvaient les aider à maintenir l'inflation à un niveau bas et stable. Depuis une dizaine d'années au moins, elles sont de plus en plus attentives aux conséquences potentielles sur l'environnement macroéconomique intérieur (l'inflation en particulier) du processus mondial d'intégration de l'économie réelle et financière. Amorcé au début des années 90, quand la Chine, l'Inde et l'ancien bloc soviétique ont commencé à participer véritablement à l'économie mondiale, renforçant la dynamique de la « mondialisation », ce processus pourrait-il tempérer les forces inflationnistes et permettre de mieux maîtriser l'inflation ? Et quels nouveaux défis pourrait-il poser aux autorités monétaires ?

Ces questions sont étudiées en détail dans les sections suivantes, qui examinent tour à tour comment la mondialisation a renforcé la détermination et la capacité des banques centrales à assurer la stabilité des prix ; comment elle a pu modifier le contenu informatif des indicateurs traditionnels de l'orientation monétaire ; comment elle a pu influencer le mécanisme de transmission de la politique monétaire et la marge de manœuvre des banques centrales. En conclusion sont analysés les défis et risques qu'elle pourrait présenter pour les autorités, ainsi que les possibilités de riposte.

Détermination des banques centrales et stabilité des prix

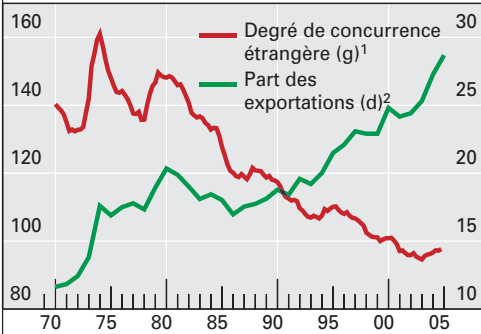
Une caractéristique notable de la désinflation mondiale des deux dernières décennies est son ampleur (graphique IV.9), sans nul doute attribuable à la détermination des banques centrales, qui ont tiré les enseignements de la « grande inflation » des années 70 (75^e Rapport annuel). Pourtant, les similitudes frappantes entre pays, malgré de fortes disparités de situation (cadre de la politique monétaire, régime de change et autres influences sur l'économie), montrent que des éléments communs ont également pu jouer un rôle important. On pense tout de suite aux effets de la mondialisation.



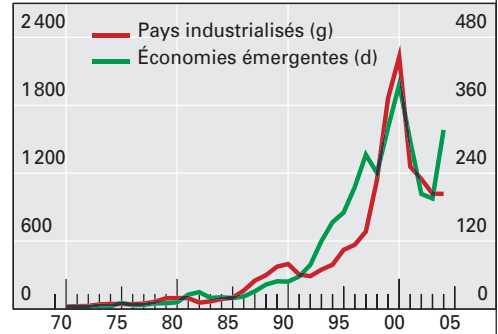
La mondialisation complique la conduite de la politique monétaire

Indicateurs de la mondialisation

Échanges et concurrence



Investissement direct étranger³



¹ Prix à l'exportation/déflateur du PIB pour 16 pays OCDE ; moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000 ; 2000 T1 = 100. ² Exportations mondiales, en % du PIB mondial. ³ Total de l'investissement direct étranger brut (entrées et sorties), en milliards de dollars EU.

Sources : FMI ; OCDE ; Nations Unies ; données nationales.

Graphique IV.10

La mondialisation exerce plusieurs influences sur le processus d'inflation :

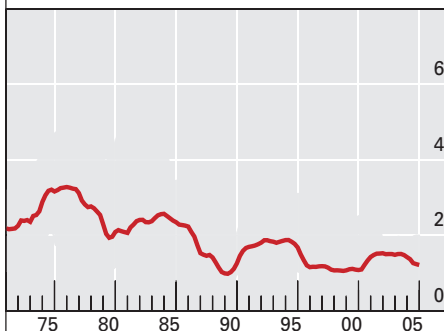
Divers mécanismes ont fait que la mondialisation a aidé les banques centrales à réduire l'inflation et à la maintenir à un bas niveau. Certains ont une action directe. Ainsi, l'intensification de la concurrence sur les marchés des biens, des services et des facteurs de production de même que l'expansion de l'investissement direct (graphique IV.10) ont sans doute influencé le processus de détermination des salaires et des prix et, par conséquent, la dynamique de l'inflation dans les pays industrialisés (chapitre II). D'autres ont des effets plus indirects et moins visibles, probablement plus durables toutefois, et agissent essentiellement en renforçant la détermination des banques centrales à instaurer et préserver la stabilité des prix. On en distingue au moins cinq.

...elle diminue les coûts liés à la désinflation...

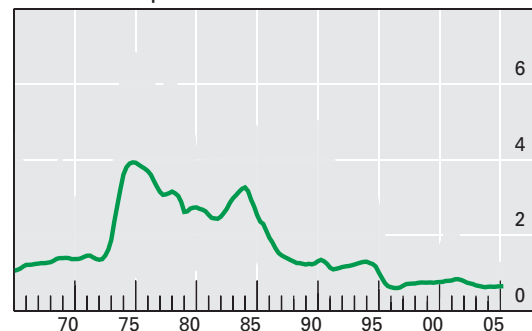
Premièrement, la mondialisation a sans doute permis d'accélérer la désinflation en réduisant fortement les coûts qui lui sont associés. Elle s'est traduite par une série de chocs d'offre positifs : la multiplication d'unités de production à faible coût a induit à la fois une réduction des tensions sur les

Pays industrialisés avancés : volatilité de la croissance et de l'inflation¹

Croissance du PIB réel



Hausse des prix à la consommation



¹ 16 pays OCDE ; écart type des données nationales calculé sur fenêtre mobile de 20 trimestres. Moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000 ; la zone ombrée représente la dispersion des mesures de la volatilité entre maximum et minimum.

Sources : données nationales.

Graphique IV.11

prix et un essor de la production. En accompagnant ces effets et en contrant les forces défavorables, les banques centrales ont pu réduire les coûts, en termes de production et d'emploi, de la lutte contre l'inflation.

Deuxièmement, s'il ne fait pas de doute que l'amélioration de la conduite de la politique monétaire a renforcé la stabilité de la production pour un grand nombre d'économies (graphique IV.11), la mondialisation a, elle aussi, pu jouer un rôle à cet égard, en offrant aux entreprises et aux investisseurs davantage de possibilités de diversifier les risques-pays. En outre, les circuits planétaires d'approvisionnement ont contribué à atténuer l'incidence des limitations de capacités dans tel ou tel pays. Dans la mesure où la mondialisation a lissé le cycle conjoncturel, elle a ainsi aidé la banque centrale à se concentrer sur son objectif de stabilité des prix.

...elle atténue l'ampleur du cycle conjoncturel...

Troisièmement, la mondialisation peut avoir astreint les autorités à plus de discipline. L'intégration économique et financière a naturellement eu tendance à pénaliser les pays dont les progrès sont plus lents. De bons résultats macroéconomiques, et la stabilité des prix en particulier, attirent des flux de ressources du monde entier, qui entretiennent la croissance ; de mauvais résultats entraînent des sorties, parfois rapides et déstabilisatrices. Les crises économiques et financières passées illustrent l'aptitude des marchés mondiaux à sanctionner durement les pays dont la politique monétaire est jugée déficiente.

...elle favorise les politiques monétaires saines...

Quatrièmement, la mondialisation pourrait avoir incité les banques centrales à mieux accepter un taux d'inflation très bas, parce qu'elle a aussi réduit indirectement les coûts engendrés par la déflation. L'intensification de la concurrence mondiale a accru l'efficacité des marchés des facteurs de production et des produits finis et encouragé les réformes institutionnelles favorisant la flexibilité des marchés (conduisant, en particulier, à la baisse des salaires et des prix), rendant ainsi moins préoccupants les effets d'une déflation modérée, notamment parce qu'elle ne menace pas les bénéficiaires. De fait, la Banque du Japon a récemment souligné que, pour elle, la flexibilité des marchés est une variable essentielle dans la détermination d'une plage d'inflation compatible avec la stabilité des prix.

...elle réduit les rigidités nominales à la baisse...

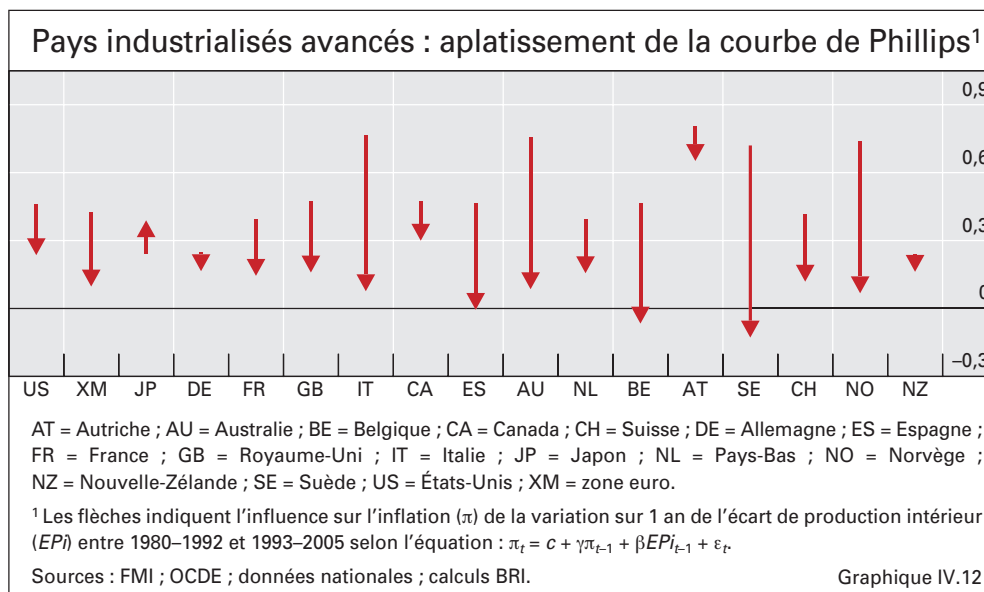
Cinquièmement, en accélérant la désinflation et en contrebalançant les forces inflationnistes grâce aux mécanismes décrits ci-dessus, la mondialisation peut avoir contribué à asseoir la crédibilité des banques centrales dans la lutte contre l'inflation. Elle pourrait avoir ainsi amélioré la maîtrise du processus d'inflation en calant les anticipations des consommateurs, des travailleurs et des investisseurs sur celles de la banque centrale, créant un cercle vertueux qui a sans doute permis de mieux ancrer les anticipations d'inflation.

...et elle renforce la crédibilité des banques centrales

Bien entendu, ces mécanismes pourraient aussi agir en sens opposé, si la résistance à la mondialisation s'accroissait notablement, ce qui reste possible ; pour l'heure, c'est bien la tendance à une intégration accrue qui prévaut.

Indicateurs traditionnels de la politique monétaire

Puisque la mondialisation agit aussi largement, il est logique qu'elle influence notablement les indicateurs traditionnels de la politique monétaire, avec l'aide



La mondialisation a aussi modifié les indicateurs traditionnels de la politique monétaire

Les mesures de la sous-utilisation des capacités sont moins fiables...

desquels les banques centrales évaluent les tensions inflationnistes et définissent l'orientation à suivre. Parmi ces indicateurs figurent, en particulier, les mesures de la sous-utilisation des capacités (écarts de production et taux de chômage, notamment) et le taux d'intérêt naturel.

S'agissant du taux d'utilisation des capacités, il semble que l'inflation soit devenue moins sensible aux mesures classiques des variables intérieures. En d'autres termes, la courbe de Phillips – considérée souvent comme le repère essentiel de la politique monétaire – apparaît s'être aplatie dans la plupart des économies (graphique IV.12). Les analystes attribuent cette évolution à une modification fondamentale du cadre de la politique monétaire, qui privilégie désormais la stabilité des prix et l'ancrage des anticipations d'inflation.

On peut ajouter que, dans un univers mondialisé, les mesures mondiales de la sous-utilisation des capacités contribuent peut-être davantage à expliquer l'inflation. Certes, les mesures nationales ne sont pas sans valeur, mais seule une perspective plus large permet une évaluation correcte : même si le processus d'intégration est loin d'être achevé, une vision mondiale rendrait assurément mieux compte de la modération récente des pressions salariales et des tensions inflationnistes dans plusieurs pays industrialisés. Dans le même temps, la mondialisation permettrait aussi d'expliquer le prix élevé de certains intrants échangés sur les marchés internationaux, comme le pétrole et d'autres matières premières (chapitre III).

...et le chiffre mondial est désormais plus important

Certaines études statistiques montreraient que, au fil du temps, les mesures mondiales de la sous-utilisation des capacités ont pris plus d'importance dans la détermination de l'inflation intérieure. En particulier, la corrélation entre la hausse des prix intérieurs des biens et services et la mesure des écarts de production mondiaux est positive et de plus en plus étroite pour les pays industrialisés avancés, tandis que la sensibilité de l'inflation intérieure à l'écart de production intérieure s'est réduite (graphique IV.13). L'influence des facteurs mondiaux est aussi manifeste en amont dans le processus de production, où l'on observe une forte corrélation bivariée entre prix des intrants et inflation (même graphique). Les études

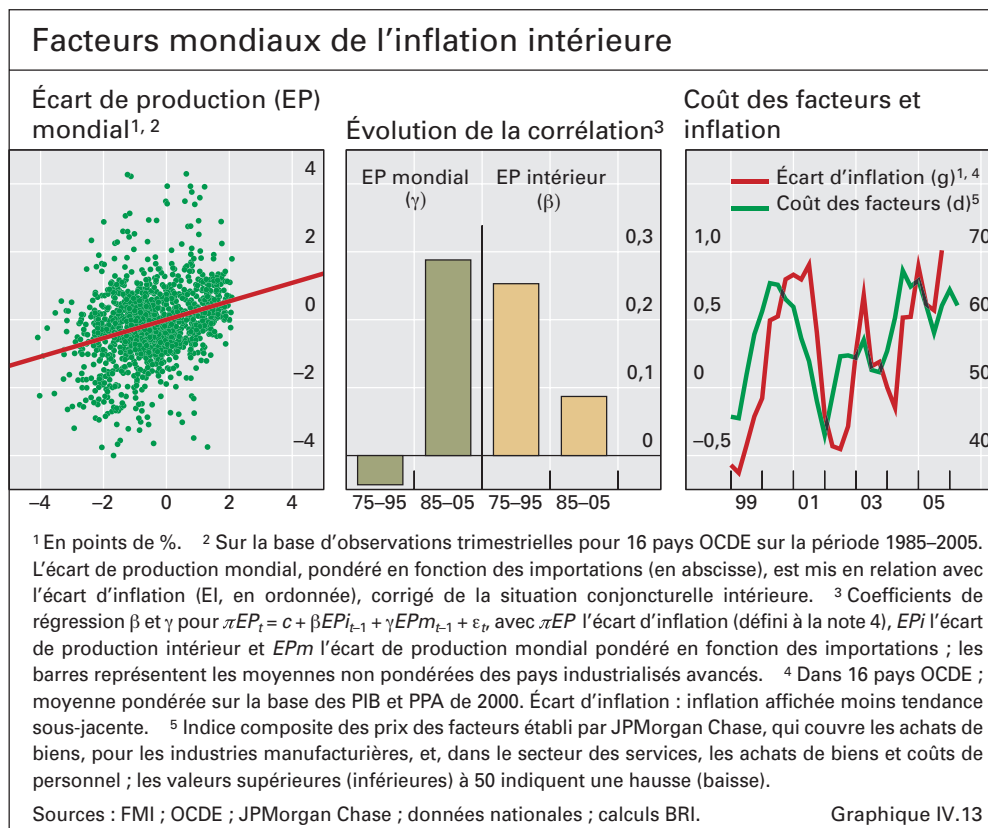
empiriques confirment que ces deux séries de corrélations se sont manifestées dans la dernière décennie, avec l'accélération de l'intégration économique. Si l'on ne peut encore savoir de quelle manière précise la mondialisation modifie toutes ces relations, ses répercussions sur la dynamique de l'inflation au plan intérieur apparaissent de plus en plus clairement. Et elles devraient s'amplifier tant que progresse la mondialisation.

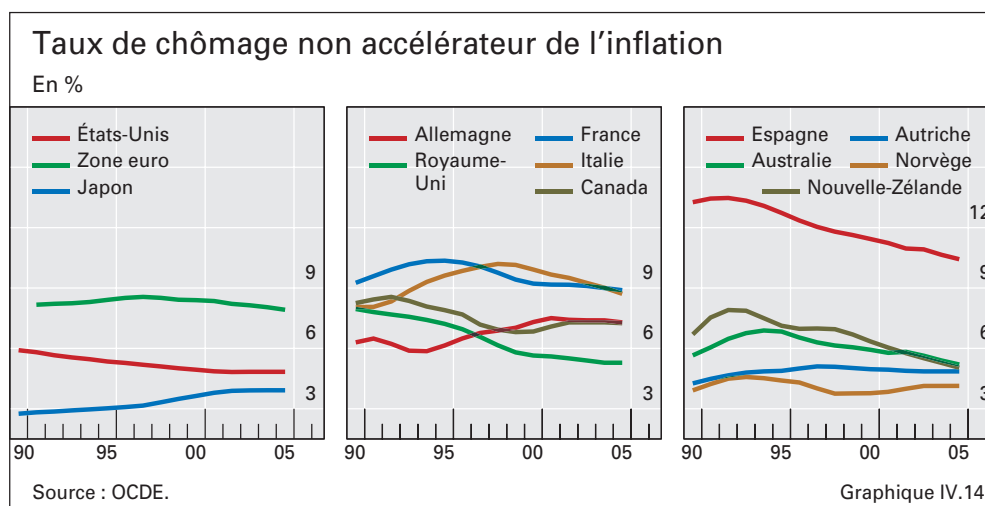
Les conséquences de la mondialisation sur le taux de chômage non accélérateur de l'inflation (NAIRU) dans les pays industrialisés avancés sont plus ambivalentes. D'une part, l'intensification de la concurrence des importations a eu tendance à encourager la redistribution de la main-d'œuvre vers les secteurs possédant un avantage comparatif. Ce processus de redistribution tendrait à augmenter le NAIRU, le marché du travail étant devenu plus mouvant en raison des créations et suppressions d'emplois. D'autre part, la contestabilité du marché du travail et les migrations de la main-d'œuvre ont sans doute eu un effet contraire, parce que la main-d'œuvre, menacée par l'intensification de la concurrence, est devenue moins rigide et moins exigeante (chapitre II). De récentes études empiriques montrent que la contestabilité du marché du travail et les phénomènes migratoires seraient, pour l'heure, devenus les influences prépondérantes dans les pays industrialisés avancés, contribuant ainsi à abaisser le NAIRU (graphique IV.14). Il reste que l'impact net sur chaque pays a vraisemblablement varié en fonction du degré d'adaptation du marché du travail local au processus de mondialisation.

La mondialisation devrait aussi faire monter le taux d'intérêt naturel, c'est-à-dire le taux directeur compatible à long terme avec le taux de croissance soutenable permis par le potentiel, et donc avec la stabilité des prix

Les estimations du NAIRU sont remises en question

Le taux d'intérêt naturel pourrait s'élever...





à long terme, hors variations conjoncturelles. Ce concept a pris de l'importance dans le contexte actuel, depuis que les banques centrales ont commencé à réduire la stimulation monétaire en resserrant leur orientation. Le taux naturel semble appelé à s'élever, car l'intégration économique et financière plus poussée devrait encourager une utilisation plus efficace de la main-d'œuvre et du capital. Par voie de conséquence, elle devrait favoriser les gains de productivité sur longue période, et donc la croissance potentielle. L'augmentation considérable de la main-d'œuvre mondiale devrait aussi aller dans ce sens, en contribuant à améliorer la rentabilité marginale du capital.

Dans le même temps, deux éléments amènent à s'interroger sur l'utilité du taux d'intérêt naturel comme indicateur de la politique monétaire pour le court terme. Le premier, et le principal, est de nature empirique. La mondialisation financière pourrait avoir pesé sur la rémunération du risque : si elle a généralement abouti à une meilleure répartition du risque, elle a dû en réduire aussi la prime, surtout pour les échéances longues, compliquant la tâche des banques centrales qui, par convention, calculent le taux naturel à partir des taux d'intérêt longs. Or, d'autres facteurs pourraient avoir influé sur la prime de risque, rendant ainsi l'estimation du taux naturel encore plus difficile. Pour mesurer ce taux, il faudrait savoir si la récente baisse de cette prime est temporaire ou permanente et si elle peut avoir une incidence distincte sur les taux directs et les taux longs du marché (chapitre VI).

Le deuxième élément est conceptuel. On peut penser que le taux naturel (hors rémunération du risque) devrait augmenter, mais il n'est pas facile d'en discerner l'incidence sur le taux naturel corrigé des variations conjoncturelles : par exemple, si, sur courte période, la croissance de l'offre globale dépasse celle de la demande, le taux naturel corrigé devrait diminuer. Il y aurait donc un conflit entre cet effet initial et la trajectoire probable des taux directs à moyen terme.

Mécanisme de transmission et marge de manœuvre de la banque centrale

S'agissant du mécanisme de transmission des taux directs à la demande globale et de la marge de manœuvre dont dispose la banque centrale pour définir l'orientation monétaire, c'est la dimension financière de la

...sous l'effet de divers facteurs...

...mais la baisse de la prime de risque tend à modérer les estimations conventionnelles

Divergences entre taux naturel corrigé des variations cycliques et taux naturel

La mondialisation financière...

mondialisation qui est plus pertinente. Si ses effets ne datent pas d'hier, ils ont été plus que jamais d'actualité ces dernières années.

La mondialisation financière a sans nul doute renforcé l'influence des facteurs mondiaux sur les prix des actifs domestiques, affaiblissant ainsi l'effet des taux directeurs sur le rendement de diverses catégories d'actifs, et donc sur la dépense. Certes, l'impact des taux directeurs, à travers les anticipations d'inflexion de l'orientation monétaire face au risque d'inflation, a pu se renforcer, au moins dans la mesure où la mondialisation a aidé les banques centrales à affermir leur crédibilité. Toutefois, sur un marché financier intégré à l'échelle mondiale, les primes de risque sont forcément plus homogènes, surtout pour les actifs à échéance longue. Sur la période analysée, les changements d'attitude des investisseurs internationaux à l'égard du risque et des catégories d'actifs ont joué un rôle essentiel ; de plus, ils ont affecté les marchés des titres d'État et des obligations d'entreprise, voire l'immobilier (chapitres VI et VII).

...a pu affaiblir le lien entre taux directeur et prix des actifs domestiques...

La mondialisation financière pourrait aussi avoir limité quelque peu la marge de manœuvre de la politique monétaire. Certes, dans le cadre d'un régime de change flexible, la banque centrale a toute latitude pour fixer l'objectif d'inflation. Mais la sensibilité accrue des flux de capitaux aux écarts de rendement perçus complique le calibrage des taux d'intérêt intérieurs et peut placer les autorités monétaires devant des choix délicats, surtout entre soldes intérieurs et comptes extérieurs. L'expérience récente des pays qui ont été la cible d'opérations de *carry trade* en raison du niveau relativement élevé de leurs taux d'intérêt en est la parfaite illustration (chapitre V). Toutes choses égales par ailleurs, les considérations de change accroissent le coût implicite d'un écart de taux avec les marchés financiers internationaux. Au plan stratégique, la mondialisation financière a non seulement placé les flux de capitaux au cœur des préoccupations de politique monétaire, mais elle a aussi affecté la soutenabilité de divers régimes de change.

...et limiter la marge de manœuvre de la banque centrale

Défis, risques et ripostes possibles

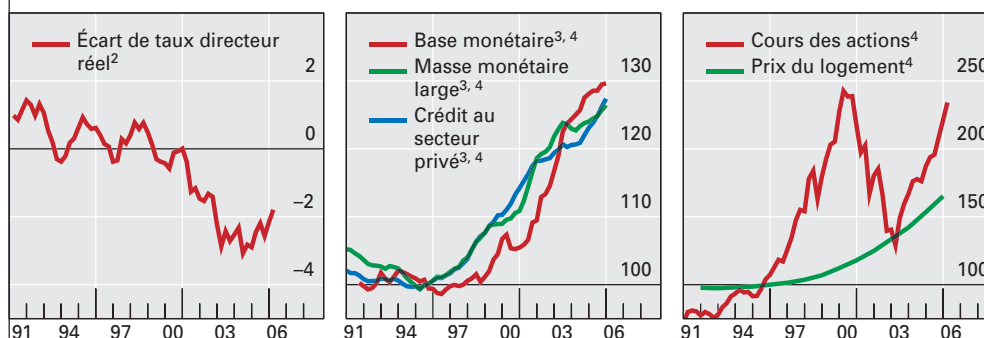
L'analyse ci-dessus montre que, si la mondialisation a permis aux banques centrales de réduire l'inflation et de la maintenir à un bas niveau, elle pose aussi de nouveaux défis qui méritent une attention particulière. Une inflation si modérée à ce stade du cycle conjoncturel et la faiblesse surprenante des taux longs ne sont que quelques-unes des récentes manifestations de ce qui pourrait être un nouvel environnement issu de la mondialisation. Pour les autorités, la grande question est de savoir si les règles du jeu ont changé au point que leurs objectifs sont devenus difficiles à atteindre. Dans l'immédiat, les défis résultent de l'influence accrue des facteurs mondiaux sur l'inflation intérieure et d'une hausse possible des risques de déflation.

Principaux défis :

Le premier défi a trait à la nécessité d'intégrer les facteurs mondiaux dans l'évaluation des tensions inflationnistes de **court terme**. Axer la politique uniquement sur des mesures de la sous-utilisation des capacités intérieures pourrait être erroné, à des degrés divers selon que ces mesures s'écartent des conditions mondiales. Les tensions inflationnistes de court terme seraient sous-estimées si le taux d'utilisation des capacités était plus élevé dans

...calibrage de l'orientation monétaire à l'aide d'indicateurs dont la nature a changé...

Pays industrialisés avancés : politique monétaire et liquidité mondiale¹



¹ Dans 16 pays OCDE ; moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000. ² Taux directeur réel moins taux naturel ; taux réel = taux nominal corrigé de la hausse de l'IPC sur 4 trimestres ; taux naturel = taux réel moyen sur la période 1985–2005 (Japon : 1985–95 ; Suisse : 2000–05) plus la hausse de la production potentielle sur 4 trimestres moins sa moyenne sur longue période. Moyenne trimestrielle, en points de %.

³ Corrigé(e) du PIB nominal. ⁴ 1995 = 100.

Sources : OCDE ; données nationales ; estimations BRI.

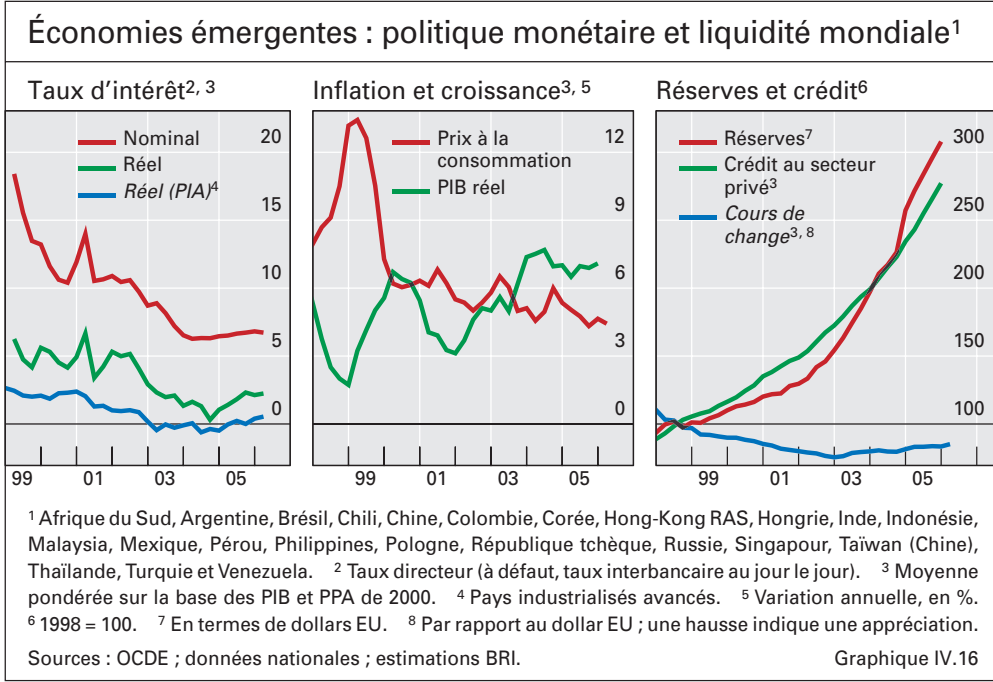
Graphique IV.15

l'économie mondiale qu'au plan national, et surestimées dans le cas contraire. Au stade actuel, par exemple, de telles considérations pourraient permettre d'expliquer pourquoi l'utilisation accrue des capacités intérieures s'est accompagnée d'une inflation exceptionnellement modérée dans les pays industrialisés avancés. Il n'en reste pas moins qu'une réduction des capacités excédentaires au niveau mondial pourrait exposer ces pays à des tensions inflationnistes significatives.

Le deuxième défi tient plus à la nécessité d'intégrer les facteurs mondiaux dans l'évaluation des perspectives de **moyen terme** et, par là, de l'effet cumulé des politiques dans le temps (graphique IV.15). D'après les estimations traditionnelles du taux naturel, les taux directeurs sont restés exceptionnellement bas pendant une période exceptionnellement longue, alors que l'effet favorable de la mondialisation sur la croissance potentielle à long terme aurait plutôt dû pousser le taux naturel à la hausse. La question est de savoir si la persistance de tels écarts pourrait finir par avoir des conséquences indésirables, en contribuant à une accumulation de déséquilibres mondiaux dont les conséquences pourraient être, à terme, déstabilisatrices. En particulier, la faiblesse exceptionnelle des taux directeurs, dans une grande partie du monde, s'est accompagnée d'une expansion exceptionnelle des agrégats de monnaie et de crédit et d'une longue phase de flambée des prix des actifs, surtout pour l'immobilier résidentiel.

Cette évolution a été favorisée par les politiques monétaires menées par les pays du G 10 et les économies émergentes. Du fait de la mondialisation financière, les politiques monétaires accommodantes suivies par les pays industrialisés avancés ont pesé sur le cours de leur monnaie, ce qui a créé, ailleurs, des tensions sur les changes. Pour y faire face, les économies émergentes ont souvent maintenu leurs taux à un bas niveau, même lorsque l'évolution intérieure aurait justifié une hausse. En outre, l'action menée pour contrer l'appréciation du change s'est accompagnée d'un vif accroissement des réserves de change (chapitre V) et des agrégats de monnaie et de crédit

...conséquences à moyen terme sur les déséquilibres financiers...



(graphique IV.16). Comme l'analyse le chapitre III, le risque est que, à terme, des tensions inflationnistes resurgissent avec virulence et/ou que la correction des déséquilibres financiers nuise à l'activité et débouche sur un épisode de désinflation.

Tout ceci mène à un troisième défi lié à la nature des risques de déflation. Dans un environnement de basse inflation et de mondialisation, il est devenu crucial d'analyser les forces à l'origine des pressions déflationnistes pouvant apparaître de temps à autre. Résultant d'un choc d'offre positif, elles augmenteraient la probabilité d'une baisse généralisée des prix (« déflation »). Toutefois, comme le soulignait le 73^e Rapport annuel, une déflation induite par l'offre s'accompagnerait vraisemblablement, toutes choses égales par ailleurs, d'une poursuite de la croissance, de gains de salaires réels, d'une envolée des prix des actifs, sans nuire à la solidité financière des ménages et des entreprises. Elle aurait certainement un coût bien inférieur à une déflation découlant d'une insuffisance de la demande. Dans ce contexte, les banques centrales pourraient, malgré elles, être engagées dans une lutte excessive contre la menace d'une telle déflation « bénéfique », ou du moins « indolore », et cette lutte contribuerait à l'accumulation de déséquilibres entraînant l'économie dans un cycle d'expansion et de contraction (supra). Paradoxalement, cela pourrait ainsi ouvrir la voie à une déflation « néfaste », voire à une correction désordonnée des déséquilibres.

Comment les banques centrales pourraient-elles répondre aux défis posés par l'influence croissante des facteurs mondiaux sur la situation intérieure ? Leurs ripostes se placent sur trois niveaux : suivi, analyse et approche multilatérale.

Les banques centrales pourraient accorder plus de place au suivi des conditions extérieures, dans le cadre de leur examen périodique de l'environnement, afin de déceler à un stade précoce les sources potentielles de problèmes. En mettant l'accent sur les données mondiales par secteur

...et évaluation correcte de la nature des pressions déflationnistes

Les banques centrales pourraient...

...suivre de plus près les conditions extérieures...

...améliorer la disponibilité et la pertinence des données...

d'activité, elles tiendraient compte de l'importance croissante de la mondialisation des chaînes de production et, *a fortiori*, des tensions inflationnistes qui résulteraient de l'intégration accrue des marchés des facteurs de production. Elles auraient beaucoup à gagner, par ailleurs, à raccourcir les délais de la communication financière et à veiller à l'exactitude de l'information en temps réel ; elles pourraient notamment améliorer le suivi des capacités de production mondiales non utilisées.

...et favoriser l'analyse de la mondialisation sous ses multiples facettes

Il conviendrait aussi de renforcer les travaux analytiques, pour mieux comprendre le fonctionnement d'une économie mondiale de plus en plus intégrée. Premièrement, il serait particulièrement souhaitable de perfectionner la modélisation internationale du cycle conjoncturel et de l'inflation. On pourrait, par exemple, développer les cadres d'analyse pour mieux prendre en compte les mécanismes de transmission internationaux, l'aptitude limitée des régimes de change actuels à protéger l'inflation intérieure des influences extérieures sur des périodes relativement longues, et la dynamique de la contestabilité des marchés du travail, des capitaux, des biens et des services. Une tâche plus ambitieuse consisterait à expérimenter des approches descendantes, grâce auxquelles la dynamique de l'économie mondiale ne serait pas modélisée uniquement par agrégation de variables nationales. Deuxièmement, il faudrait aussi parvenir à une meilleure intégration et à une interprétation plus systématique des déterminants réels et financiers des fluctuations mondiales. De tels efforts permettraient de clarifier la dimension mondiale du mécanisme de transmission de la politique monétaire et les défis qu'elle pose aux autorités.

Une approche multilatérale bénéfique

Enfin, du fait de l'influence grandissante de la mondialisation sur l'inflation intérieure, l'accent pourrait davantage être mis sur les réponses multilatérales des politiques économiques à ces nouveaux défis. Une action à dimension purement nationale pourrait se révéler insuffisante pour produire les résultats souhaités. Il importe donc que les autorités s'appliquent à forger un consensus multilatéral sur le diagnostic, les solutions envisageables et, dans la mesure du possible, les stratégies de mise en œuvre.