

IV. Politique monétaire dans les économies industrielles avancées

Faits saillants

L'orientation des politiques monétaires s'est inversée l'an dernier. L'assouplissement s'est d'abord opéré dans les pays industriels avancés en réponse au ralentissement mondial, pour se généraliser après les attentats aux États-Unis ; l'objectif était d'aider à restaurer la confiance des consommateurs et des entreprises. Début 2002, devant l'amélioration des perspectives de croissance, certaines banques centrales sont revenues à une orientation plus restrictive pour prévenir d'éventuelles tensions inflationnistes.

C'est aux États-Unis que l'activité a commencé à donner des signes d'essoufflement. La Réserve fédérale a donc été la première à desserrer les taux, en janvier 2001, geste qu'elle a renouvelé plusieurs fois devant l'ampleur inattendue du ralentissement. Des indices de reprise, au premier trimestre 2002, ont mis un terme à la détente et conduit à une appréciation plus équilibrée des risques entre croissance et prix.

Le repli de l'activité s'est manifesté plus tard dans la zone euro. Encore préoccupée par les menaces sur les prix, la BCE n'a réduit ses taux qu'une seule fois au premier semestre 2001. Devant l'aggravation de la conjoncture et en réponse aux événements du 11 septembre, cependant, elle a de nouveau assoupli sa politique monétaire au second. Elle n'a pas modifié ses taux début 2002 : si la perspective d'une reprise semblait se dessiner, les tensions inflationnistes restaient en sommeil.

Au Japon, l'atonie économique s'est prolongée. La Banque centrale a augmenté à plusieurs reprises les réserves du système bancaire pendant la période sous revue. À titre d'incitation supplémentaire, elle a également accru ses achats fermes d'obligations de l'État. Cependant, les réformes structurelles indispensables sont restées au point mort, de sorte que l'activité a continué de faiblir.

Les pays à objectif d'inflation explicite ont également assoupli leur politique monétaire, ces douze derniers mois, mais à des moments et à des rythmes différents. Si la Banque du Canada a procédé à une détente énergique, une baisse des taux était moins nécessaire au Royaume-Uni, en Australie et en Nouvelle-Zélande, où la croissance est restée plus vigoureuse. La Suède et la Nouvelle-Zélande, craignant une poussée d'inflation, ont été les premiers pays industriels à durcir leur politique monétaire début 2002.

Pendant la période analysée, la faiblesse de l'inflation et des taux d'intérêt nominaux a été pour le moins inhabituelle par rapport aux dernières décennies. À bien des égards, ce nouvel environnement a conféré une plus grande marge de manœuvre aux banques centrales. En revanche, comme le montre l'expérience des années récentes, il a peut-être modifié, en la rendant

plus complexe, la nature des défis qui se posent. La deuxième partie de ce chapitre examine ces questions en détail.

États-Unis

Le retournement brutal de l'activité économique aux États-Unis, fin 2000 et début 2001, avait appelé une puissante stimulation monétaire. Dans les premiers mois de l'année, la Réserve fédérale a abaissé les taux de 50 points de base à cinq reprises, dont deux hors des séances régulières du Comité fédéral de l'open market (CFOM). La croissance du PIB réel n'en a pas moins marqué un palier au deuxième trimestre et les préoccupations concernant le risque d'une contraction supplémentaire des investissements industriels et d'une poursuite du déstockage se sont intensifiées. Dans un contexte d'inflation faible et stable, le CFOM s'est encore prononcé deux fois pour une réduction du taux-objectif des fonds fédéraux, en juin et août. L'ampleur de chacune de ces mesures était toutefois de 25 points de base au lieu de 50 comme précédemment – signal, peut-être, que la détente arrivait à son terme. De fait, à la fin de l'été, certains secteurs ont donné quelques signes de stabilisation, incitant à plus d'optimisme quant à la possibilité d'éviter un ralentissement prolongé de l'activité.

Assouplissement marqué de la politique monétaire en raison d'un repli conjoncturel prononcé

Les événements tragiques du 11 septembre sont venus balayer tout espoir de reprise à court terme. Les autorités monétaires ont réagi de plusieurs manières. Premièrement, la Réserve fédérale a injecté massivement des liquidités par le guichet de l'escompte ; les emprunts dans le cadre de ces facilités ont nettement augmenté pendant la semaine des attentats, pour revenir à des niveaux plus normaux fin septembre. Deuxièmement, elle a mis en place ou prolongé des accords de swap avec certaines banques centrales pour apaiser les préoccupations concernant la liquidité mondiale, dispositif qui n'a été utilisé que par la BCE. Troisièmement, dans le nouveau climat d'incertitude aggravée et d'érosion de la confiance des consommateurs comme des investisseurs, le CFOM a réduit son taux-objectif de 50 points de base, à une date choisie pour coïncider avec la réouverture des marchés des actions à New York, le 17 septembre (chapitre VI). Les baisses de taux précédentes, conjuguées à cette injection massive de liquidités au lendemain des attentats, ont contribué à prolonger la croissance rapide des agrégats monétaires larges.

Nouvelles mesures de détente au lendemain des attentats ...

À sa réunion de début octobre, face à la montée des craintes que le ralentissement mondial ne vienne à son tour peser sur la situation économique aux États-Unis, le CFOM a renforcé son action en minorant à nouveau d'un demi-point de pourcentage son taux-objectif. Il a pris deux autres mesures de détente avant la fin de l'année, compte tenu de la dissipation des tensions inflationnistes et de nombreux indicateurs faisant état d'une conjoncture globalement médiocre.

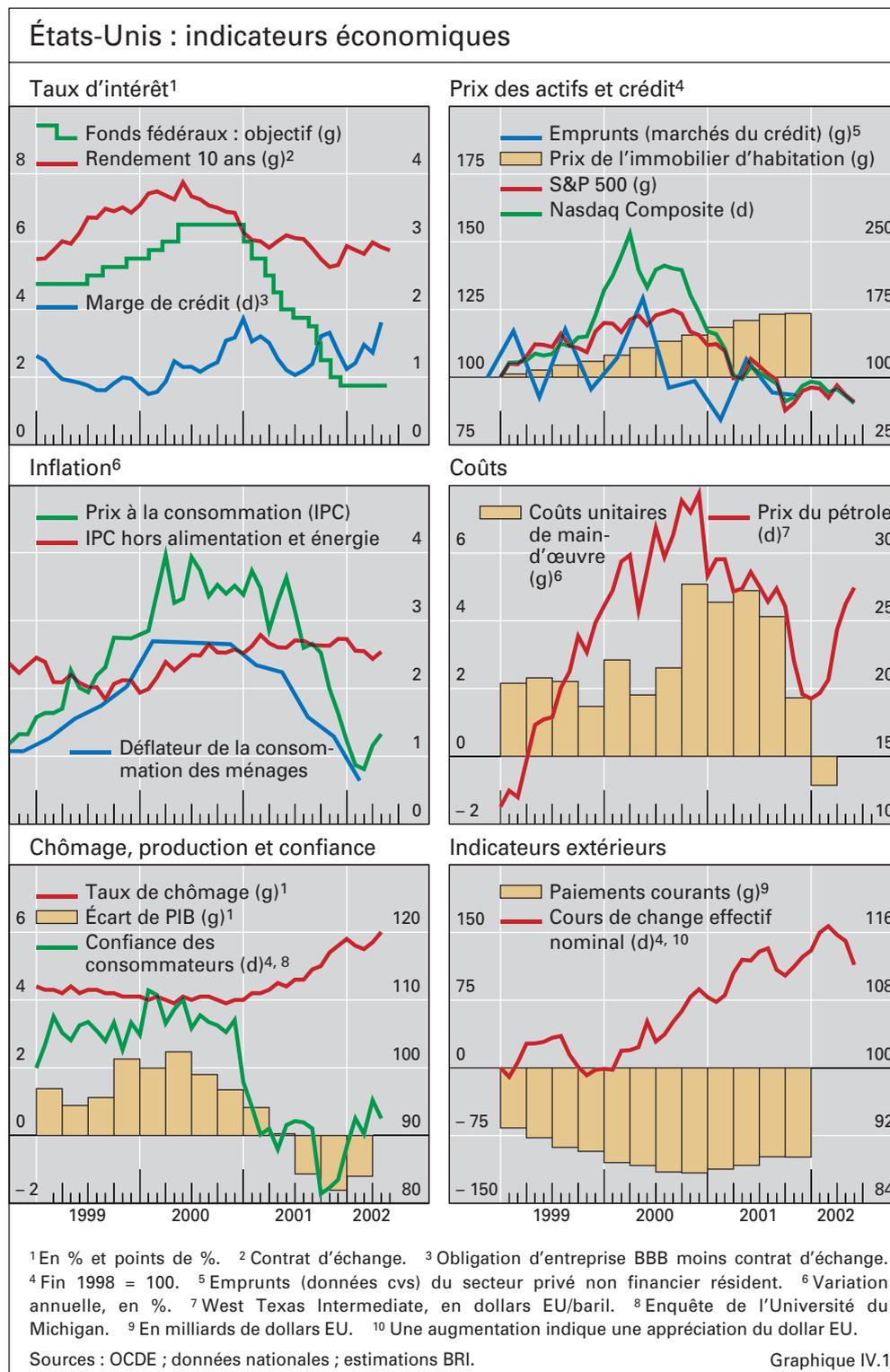
... puis en fin d'année, face à la faiblesse persistante de l'économie

L'action du CFOM durant cette phase de détente est sans précédent. L'objectif des fonds fédéraux a été abaissé à onze reprises en 2001, pour un total de 4,75 points de pourcentage, et maintenu début 2002 au taux exceptionnellement bas de 1,75 %. Un assouplissement aussi marqué de la

Malgré d'importantes baisses des taux ...

... les conditions financières sont restées restrictives

politique monétaire se justifiait par l'évolution décrite auparavant, mais il est vrai que l'économie américaine avait commencé 2001 avec des taux courts réels qui apparaissent, a posteriori, relativement élevés. De plus, au fil des mois, il était devenu manifeste que, globalement, le desserrement des conditions financières n'était pas aussi ample qu'attendu. Malgré la nette réduction des taux courts, le change effectif nominal du dollar s'est apprécié de 5,4 % en 2001 (graphique IV.1) ; les conditions d'octroi des prêts sont



devenues un peu plus restrictives et les cours des actions ont continué de chuter, même si les mesures de détente énergiques ont probablement évité un effondrement. En revanche, les prix de l'immobilier ont poursuivi leur ascension et les consommateurs ont pu faire jouer l'option de refinancement des prêts hypothécaires pour obtenir un montant record de crédits et financer ainsi des dépenses supplémentaires (chapitre II).

Début 2002, une large gamme d'indicateurs ont commencé à donner des signes de retournement. Pour autant, de grandes incertitudes demeuraient. La Réserve fédérale n'a donc pas modifié son taux-objectif pendant les trois premiers mois, jugeant, en mars, que les risques pour l'activité et pour les prix étaient comparables. Plusieurs facteurs incitaient à maintenir les taux à un bas niveau, notamment la persistance de conditions financières restrictives et l'érosion du revenu disponible due à la hausse des prix pétroliers. De plus, certains déséquilibres observés avant le ralentissement et toujours présents étaient susceptibles de freiner toute amorce de reprise. L'endettement élevé des ménages et la surévaluation des actions, compte tenu, en particulier, des incertitudes entourant les perspectives de bénéfices et des possibles répercussions de la faillite d'Enron, risquaient de peser sur la consommation. De même, les dépenses d'investissement des entreprises pouvaient se ressentir de la contraction des profits, de l'ampleur de leur dette et des capacités de production excédentaires. En revanche, un retour rapide des taux directeurs à des niveaux plus normaux se justifiait à divers titres : la liquidation des stocks semblait s'essouffler ; la détente monétaire et les réductions d'impôts ne s'étaient peut-être pas encore pleinement fait sentir ; enfin, une augmentation des gains de productivité, comme celle qui avait alimenté la longue expansion des années 90, restait possible.

Il importait, par ailleurs, d'examiner attentivement à quel rythme le changement d'orientation devait être mené. D'une part, la succession rapide des baisses de taux, en réponse à la dégradation des conditions, semblait appeler un resserrement préventif tout aussi soutenu en cas d'accumulation des tensions inflationnistes. D'autre part, un retournement brutal de la politique monétaire risquait d'entraîner une réaction excessive des marchés financiers. Le CFOM a peut-être souhaité préparer ces derniers à un relèvement des taux en jugeant les risques équilibrés lors de sa réunion de mars.

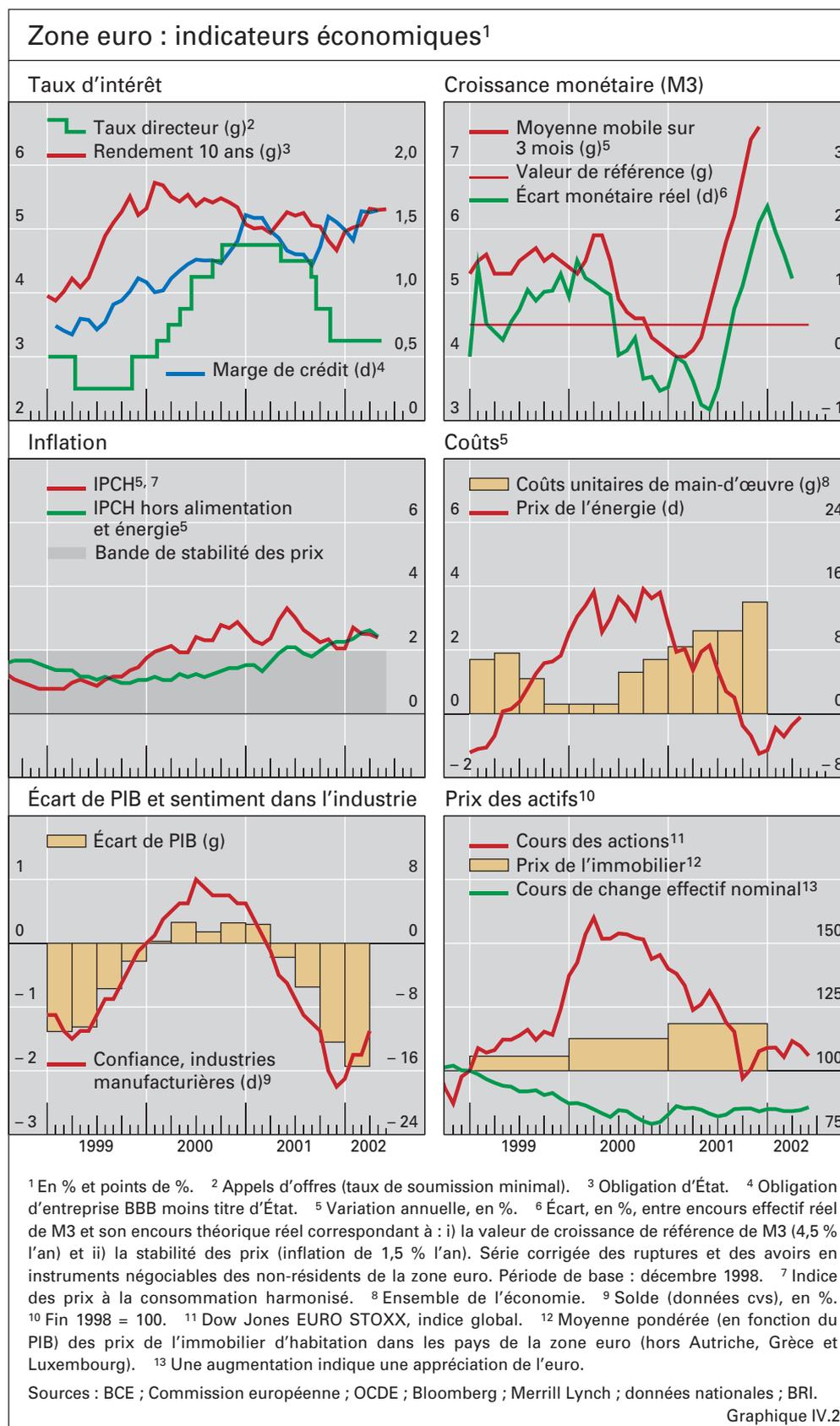
Zone euro

Dans la zone euro, la croissance a été relativement soutenue durant les premiers mois de 2001 et les tensions inflationnistes sous-jacentes sont restées un sujet de préoccupation pour la BCE. Cependant, compte tenu de l'amélioration des perspectives à moyen terme dans ce domaine, due en partie au ralentissement mondial, source de tassement de la demande, la BCE a décidé de réduire ses taux en mai, les ramenant de 4,75 % à 4,5 %. Ils ont été maintenus à ce niveau tout l'été, l'inflation dépassant obstinément la limite supérieure de la fourchette de stabilité des prix fixée par la BCE, sous l'effet, notamment, de la hausse antérieure des prix pétroliers et de la dépréciation de la monnaie.

Maintien du statu quo début 2002

Tensions inflationnistes dans la zone euro : sujet de préoccupation jusqu'à mi-2001

À sa réunion de fin août, le Conseil des gouverneurs a jugé que les tensions inflationnistes s'étaient finalement atténuées et estimé de plus en plus improbable une répercussion additionnelle des hausses



de prix antérieures. De surcroît, l'activité avait subi un fléchissement exceptionnellement prononcé dans une grande partie de la zone euro, en raison de la faiblesse de l'économie aux États-Unis comme au Japon et, sur le plan intérieur, de la modération de la consommation et des investissements. La BCE a ainsi été amenée à réduire son taux directeur de 25 points de base. Elle a procédé à une nouvelle baisse des taux immédiatement après les événements du 11 septembre, qui, en ébranlant la confiance, avaient assombri les perspectives de reprise économique mondiale. À l'instar des autorités monétaires des États-Unis et de nombreux autres pays, elle a annoncé qu'elle injecterait des liquidités pour garantir le fonctionnement normal des marchés financiers au lendemain des attentats ; elle a ainsi lancé, le 12 septembre, un appel d'offres pour des montants non spécifiés dans le cadre de ses opérations de refinancement à taux fixe. En novembre, elle a encore diminué les taux, pour la quatrième et dernière fois de la période analysée. Elle estimait, en effet, que les tensions inflationnistes reculaient à un rythme satisfaisant malgré la persistance d'une forte croissance de M3 (graphique IV.2), essentiellement attribuée à des mouvements de portefeuille.

Devant le ralentissement de la croissance ...

... réduction du taux directeur

Confrontée à des signaux contradictoires sur les tensions inflationnistes potentielles, la BCE a maintenu le statu quo durant les premiers mois de 2002. Malgré des signes de redressement de l'activité, notamment confiance accrue des chefs d'entreprise et indice des directeurs d'achats dans l'industrie manufacturière, les preuves tangibles d'une reprise durable tardaient à se manifester. L'introduction de billets et pièces en euros, au début de l'année, n'a eu, semble-t-il, qu'un impact modéré sur l'inflation globale, les hausses n'ayant touché qu'une partie des services. La poussée d'inflation en glissement annuel, en janvier et février, a été jugée temporaire (et liée à des effets de base) ; elle n'a donc pas entraîné de réponse de la part des autorités monétaires.

Taux inchangé début 2002 ...

En avril, des signes d'inversion de l'évolution des stocks et d'amélioration de la situation sur les marchés financiers sont venus renforcer les signes de reprise de la conjoncture. Parallèlement, la hausse des prix pétroliers et l'ouverture de négociations salariales ont ravivé les préoccupations liées à l'accumulation de tensions inflationnistes. En l'occurrence, la BCE a maintenu le statu quo, attendant de voir comment évoluerait la situation.

... devant le retour des préoccupations concernant l'inflation

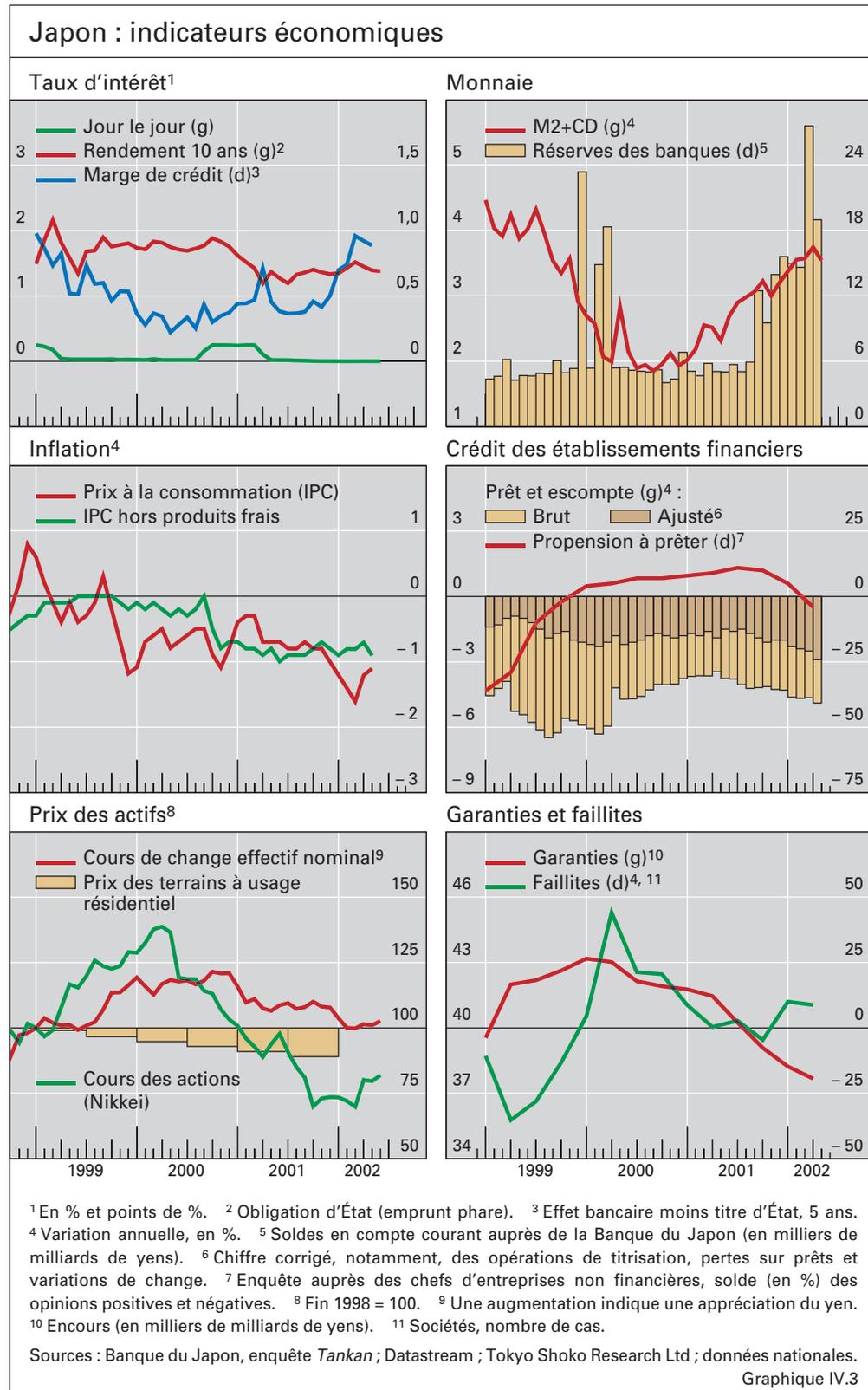
Japon

Début 2001, l'activité s'est de nouveau ralentie au Japon, qui est alors entré dans sa troisième et plus sévère récession en dix ans. Face à cette situation, la Banque du Japon a modifié ses procédures opérationnelles et chiffré un objectif pour l'encours des soldes en compte courant (¥5 000 milliards), de manière à accroître nettement ses injections de liquidités dans le système. La croissance de la base monétaire s'est envolée ; le taux au jour le jour est resté pratiquement à zéro et les taux plus longs ont été ramenés à des niveaux quasiment nuls. L'économie n'en a pas moins continué à se

Face à la détérioration des perspectives économiques au Japon ...

... les conditions monétaires ont été assouplies à plusieurs reprises

dégrader au fil des mois. Les cours des actions ont chuté en milieu d'année et le ralentissement mondial a commencé à peser lourdement sur les exportations nippones. Le conseil de politique monétaire, de plus en plus conscient qu'un nouvel assouplissement pourrait être nécessaire, a fini par porter son objectif quantitatif à ¥6 000 milliards en août. La banque



centrale a également augmenté par étapes ses achats fermes d'obligations de l'État.

En septembre, après les attentats, la Banque du Japon a de nouveau desserré sa politique monétaire, craignant que les perturbations des marchés des capitaux ne compromettent l'action des mesures antérieures. Au lieu de relever officiellement l'objectif des soldes en compte courant, elle a annoncé qu'elle pourrait le dépasser en pratique, en injectant massivement des liquidités sur le marché. Parallèlement, elle a réduit son taux d'escompte et élargi l'accès à la facilité d'avances sur titres. La base monétaire a fortement augmenté par la suite, mais la croissance de la masse monétaire large est restée faible (graphique IV.3). La dépréciation du yen en fin d'année, en partie attribuable à l'assouplissement des conditions monétaires, a été assez limitée. En décembre, en effet, le cours de change effectif nominal était encore supérieur de 20 % au niveau de mi-1998. Néanmoins, cette dépréciation a été bénéfique, renforçant notamment les exportations, les bénéfices des entreprises dans certains secteurs et la valeur en yens des investissements à l'étranger.

La dépréciation du yen a procuré un répit ...

Une dégradation des conditions financières en fin d'année laissait présager une nouvelle diminution de l'activité. Le taux des faillites a augmenté, les primes sur obligations d'entreprises se sont élargies et, malgré la stabilisation globale des cours des actions, les valeurs bancaires ont chuté du fait de l'accumulation de prêts non productifs. De plus, le repli des prêts bancaires s'est accentué, mais cette évolution a été également due à la contraction de la demande de crédits, les entreprises réduisant leurs investissements en capital fixe et leur endettement. La Banque du Japon a ainsi été amenée à adopter officiellement un objectif bien plus élevé pour les comptes courants (¥10 000–15 000 milliards, alors que leur niveau atteignait déjà ¥9 000 milliards). Elle a, en outre, élargi la gamme des titres admis en garantie pour ses opérations, en vue d'améliorer le fonctionnement du marché et l'intermédiation.

... mais les conditions financières se sont dégradées dans l'ensemble

Début 2002, la baisse des prix à la consommation s'est accélérée alors que les perspectives économiques demeuraient incertaines et ce, malgré une croissance de la base monétaire avoisinant 30 % en rythme annuel. À l'approche de la clôture de l'exercice financier, la Banque du Japon a estimé nécessaire d'injecter encore davantage de liquidités sur le marché. Elle a donc adopté plusieurs autres mesures de détente, fin février, dont un nouveau relèvement du plafond des comptes courants.

Accélération de la déflation ...

... entraînant de nouvelles mesures de détente ...

Tout en opérant cet assouplissement l'an dernier, la Banque du Japon n'a cessé de rappeler qu'un réel progrès des réformes structurelles restait une condition préalable pour le redressement de la demande, la croissance et l'arrêt de la déflation. Elle a notamment mis l'accent sur la nécessité d'une avancée sur le problème, toujours plus présent, des prêts improductifs, même en risquant des dépôts de bilan. Elle s'est déclarée disposée à agir en qualité de prêteur en dernier ressort, au cas où l'ensemble du système connaîtrait des difficultés. L'autre solution, une relance de la demande par la voie budgétaire, était jugée moins praticable, compte tenu de l'alourdissement de la dette

... mais des réformes structurelles restent essentielles

nationale, et les autres options comportaient aussi des inconvénients (voir ci-après).

Pays à objectif d'inflation

Effets du ralentissement mondial sur les autres pays industriels

Durant la période analysée, les pays à objectif d'inflation explicite ont eu des expériences similaires mais nullement identiques. En règle générale, le ralentissement économique qu'ils ont subi était surtout attribuable à la faiblesse des grandes économies. Ils ont donc pu assouplir leur orientation au premier semestre 2001, d'autant que l'inflation restait proche de l'objectif fixé (graphique IV.4). L'ampleur du tassement conjoncturel et les perspectives d'inflation ont cependant beaucoup varié selon les pays. Ainsi, l'activité s'est effondrée au Canada, amenant la banque centrale, à l'instar de la Réserve fédérale, à abaisser rapidement les taux. Dans d'autres cas, Royaume-Uni, Australie et Nouvelle-Zélande, par exemple, elle est restée relativement robuste, sous l'effet d'une demande intérieure plus dynamique. Les taux directeurs y ont, néanmoins, été réduits devant la perspective d'une chute de la croissance au-dessous de son potentiel. La Banque d'Angleterre semblait spécialement bien placée pour prévenir un fléchissement brutal de l'activité, étant donné la bonne tenue des prix et la vigueur persistante de la monnaie. La Suède, où l'inflation a augmenté tout au long de l'année, présente une situation atypique, puisque la Riksbank s'est finalement résolue à resserrer sa politique monétaire fin juillet.

Le Canada a été le plus touché ...

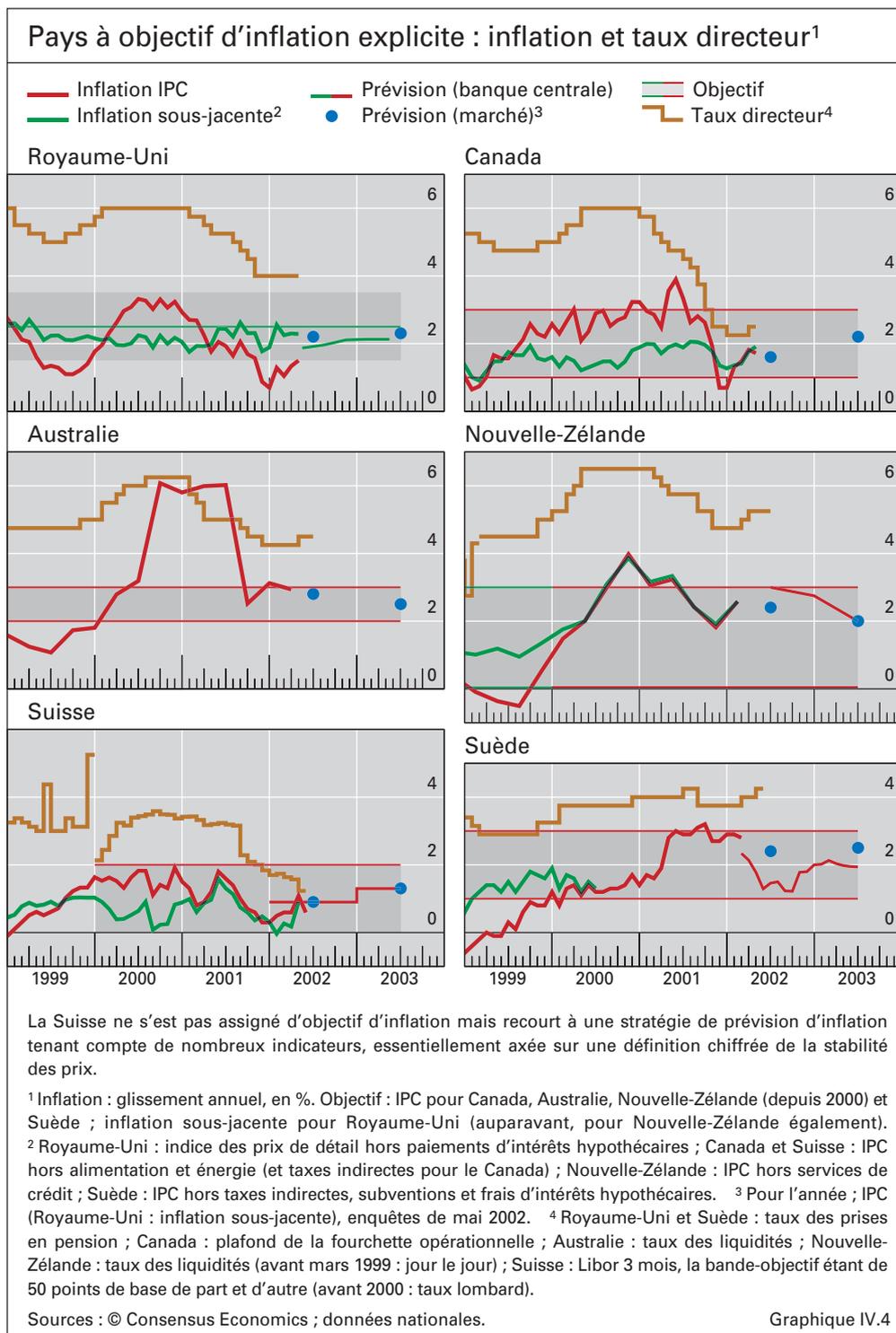
... mais la croissance est restée forte au Royaume-Uni et en Australie

Baisse générale des taux après les événements du 11 septembre

Un nouvel assouplissement général a immédiatement suivi les attentats aux États-Unis. Comme dans les trois grandes économies, le principal objectif des autorités était d'éviter un effondrement de la confiance des consommateurs et des entreprises, dans un climat déjà marqué par de profondes incertitudes. Diverses mesures ont été adoptées en dehors des séances régulières des comités de politique monétaire, telles que réductions des taux directeurs, dispositions spéciales pour la fourniture de liquidités et accords de swap avec la Réserve fédérale (voir précédemment). Seule exception, la Banque de Réserve d'Australie, qui a attendu jusqu'au début d'octobre pour desserrer sa politique monétaire. Par la suite, étant donné que la demande intérieure donnait, dans l'ensemble, des signes d'affaiblissement et que l'inflation sous-jacente restait proche de l'objectif, les taux directeurs ont été abaissés une nouvelle fois, fin 2001, dans la plupart des pays à objectif d'inflation.

Aggravation des déséquilibres sectoriels

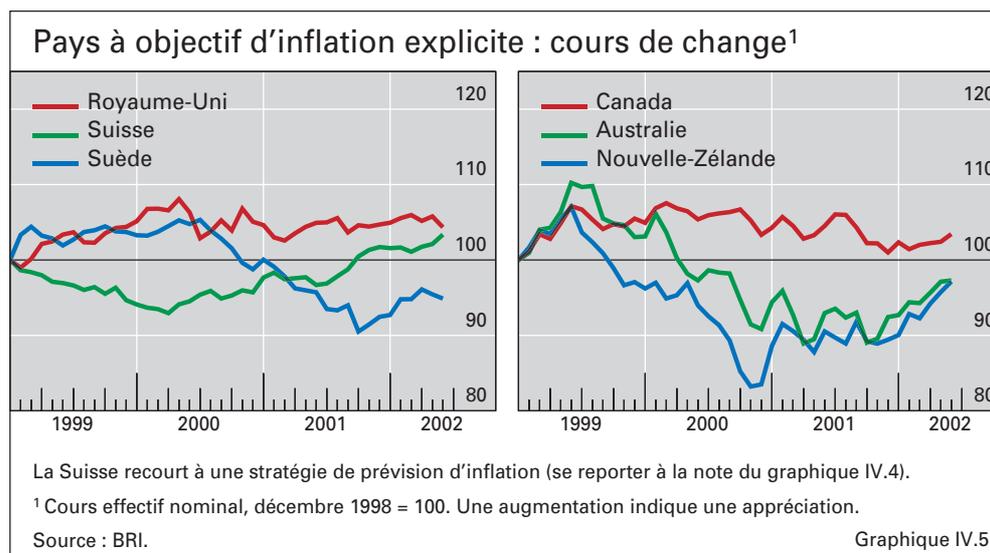
Destinée à stimuler la demande intérieure face à des débouchés externes médiocres, la détente monétaire risquait de créer des déséquilibres sectoriels ou de les aggraver, d'autant que la baisse des taux ne garantissait pas une dépréciation du change. Ce fut notamment le cas au Royaume-Uni où, en raison de la fermeté persistante de la livre (graphique IV.5), d'importants différentiels de croissance existaient depuis un certain temps entre secteurs tournés vers l'économie interne et industries exportatrices ou en concurrence avec les importations. Du reste, en abaissant les taux de 1,75 point de pourcentage, laissant ainsi le boum immobilier se poursuivre, la Banque



d'Angleterre semblait admettre qu'une croissance à deux vitesses valait mieux qu'une absence totale de croissance.

À une exception près, les taux directeurs sont restés stables pendant les deux premiers mois de 2002 dans les pays à objectif d'inflation. Seule la Banque du Canada a de nouveau minoré son taux-objectif. En mars, devant l'accumulation de signes annonçant la fin du ralentissement, dans ces pays comme ailleurs, une inversion du cycle monétaire paraissait envisageable. À la fin du mois, la Riksbank et la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande

Inversion du cycle des taux directeurs



ont été les premières à relever encore les taux : les tensions inflationnistes se renforçaient déjà et, en Suède, l'inflation dépassait même l'objectif officiel. La Banque du Canada et la Banque de Réserve d'Australie ont également durci leur politique monétaire, respectivement en avril et mai, face à une croissance d'une vigueur surprenante. La Banque nationale suisse, craignant que l'appréciation du franc ne freine la reprise économique, a, en revanche, abaissé son taux-objectif d'un demi-point, début mai.

L'amorce d'une phase de tension générale des taux n'allait pas sans susciter des interrogations sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire, compte tenu de la situation financière des agents. La dette des ménages et des entreprises, surtout au Royaume-Uni, était anormalement élevée ; les prix de l'immobilier résidentiel semblaient surévalués dans nombre de pays (chapitre VII) et, au Royaume-Uni, le déficit des paiements courants s'était aggravé. Une forte hausse des taux d'intérêt, en alourdissant la charge de la dette pour les ménages et les entreprises, pouvait entraîner un retournement des prix dans l'immobilier.

Défis plus complexes pour la politique monétaire ?

Ces dix dernières années, le monde est entré dans une période d'inflation faible et relativement stable. La détermination des banques centrales à lutter contre l'inflation et la crédibilité qu'elles se sont forgée n'y ont assurément pas été étrangères. Les politiques visant à améliorer le potentiel de production, tant dans les économies industrielles qu'émergentes, ont également joué un rôle.

Parfois considéré maintenant comme naturel, le nouvel environnement offre des avantages dont on ne saurait trop se féliciter. Il pose, en particulier, les fondements d'une croissance plus durable et plus régulière de l'économie mondiale. Il a contribué à atténuer nettement les distorsions qu'une inflation forte et variable introduisait dans l'allocation des ressources. Il a, en outre, largement accru la marge de manœuvre des banques centrales, dont la crédibilité, par exemple, a réduit l'éventualité de coûteuses tensions sur les

Avec le nouvel environnement économique ...

prix à travers les hausses salariales. Grâce à lui, enfin, les banques centrales ne risquent plus de stopper prématurément l'expansion économique en luttant contre une flambée d'inflation.

Dans le même temps, comme le montrent les sections précédentes, cette période a comporté plusieurs défis pour les banques centrales. D'abord, suite à la libéralisation financière, il leur a fallu, en règle générale, chercher les moyens d'intégrer dans leur schéma d'action monétaire l'alternance de hausses et baisses très marquées des prix des actifs, souvent associée à des variations similaires du crédit. Les conséquences de ces cycles ont été particulièrement prononcées au Japon et dans d'autres pays de l'Est asiatique. Le deuxième défi, non sans rapport avec le premier, a consisté à faire face aux incertitudes entourant les améliorations potentielles de l'offre, liées surtout aux nouvelles technologies de l'information, évolution dont les répercussions ont été très inégales selon les pays. Plus récemment, les banques centrales ont été confrontées à un ralentissement inattendu et brutal de l'activité, déclenché par un phénomène inhabituel : la fin du boum de l'investissement.

L'analyse qui suit s'efforce donc de tirer les leçons de l'expérience récente, afin d'évaluer les défis particuliers pour les banques centrales dans l'environnement actuel, caractérisé par la faiblesse de l'inflation, la crédibilité dont bénéficie manifestement leur détermination à lutter contre la hausse des prix, ainsi que par la libéralisation des marchés financiers. Elle examine, notamment, de quelle manière la dynamique économique aurait changé, ce qui pourrait modifier les propriétés de divers indicateurs de forces inflationnistes et déflationnistes et influencer, peut-être de façon inattendue, le réglage de la politique monétaire. La principale difficulté est que, comme les anticipations s'ancrent de plus en plus autour de faibles niveaux d'inflation, les déséquilibres sous-jacents entre demande et offre peuvent désormais tarder à se répercuter sur les prix. Aussi le choix du moment et de l'ampleur d'un resserrement en phase d'essor économique – ou d'un assouplissement dans la situation inverse – est-il entouré d'une plus grande incertitude et s'avère, à divers égards, plus délicat. Enfin, le seuil infranchissable du zéro pour les taux nominaux pourrait créer des difficultés spécifiques pour la politique monétaire.

... les défis deviennent plus complexes

Identification des forces inflationnistes et déflationnistes

Les déséquilibres sous-jacents entre demande et offre peuvent, désormais, mettre plus de temps à agir sur l'inflation, en raison des changements structurels dans le processus de formation des salaires et des prix. Premièrement, la volonté exprimée par les banques centrales de lutter contre l'inflation et le renforcement simultané de leur crédibilité paraissent avoir, dans ce domaine, davantage ancré les anticipations autour d'objectifs explicites ou implicites. Deuxième facteur, lié au premier, les répercussions des variations de change sur les prix semblent s'être atténuées (chapitre II). Troisièmement, la faiblesse et la stabilité de l'inflation incitent les entreprises et leur main-d'œuvre à modifier les prix et les salaires moins souvent que par le passé, ce qui favorise les contrats à long terme. Enfin, la

Les déséquilibres peuvent tarder à se manifester ...

mondialisation a entraîné un accroissement des pressions concurrentielles et une réduction du pouvoir de marché des entreprises. Chacun de ces facteurs laisse penser que l'inflation s'est désormais stabilisée à un bas niveau et pourrait, sur le court terme, montrer une moindre sensibilité à une demande excessive.

... notamment en phase d'expansion de l'investissement ...

Identifier ces déséquilibres sous-jacents peut s'avérer, assez paradoxalement, plus difficile dans un contexte de gains de productivité et d'essor de l'investissement car, pour un temps au moins, des cycles vertueux sont susceptibles d'apparaître. En effet, les gains de productivité aident à atténuer l'inflation, ce qui renforce la crédibilité de la politique monétaire et ancre les anticipations. Un meilleur comportement des prix peut, à son tour, permettre aux taux d'intérêt et au coût du capital de rester faibles ; en conséquence, les bénéfices et les prix des actifs grimpent, entraînant une accélération supplémentaire du crédit et de l'investissement et, partant, de nouveaux gains de productivité. Certains aspects de cette chaîne vertueuse ont été observés dans nombre de pays pendant la dernière phase d'expansion. La principale difficulté est de distinguer, parmi les gains de productivité, ceux qui sont durables de ceux qui sont associés à un niveau d'investissement excessif et à des anticipations de bénéfices irréalistes.

... modifiant l'appréciation des risques par les autorités monétaires

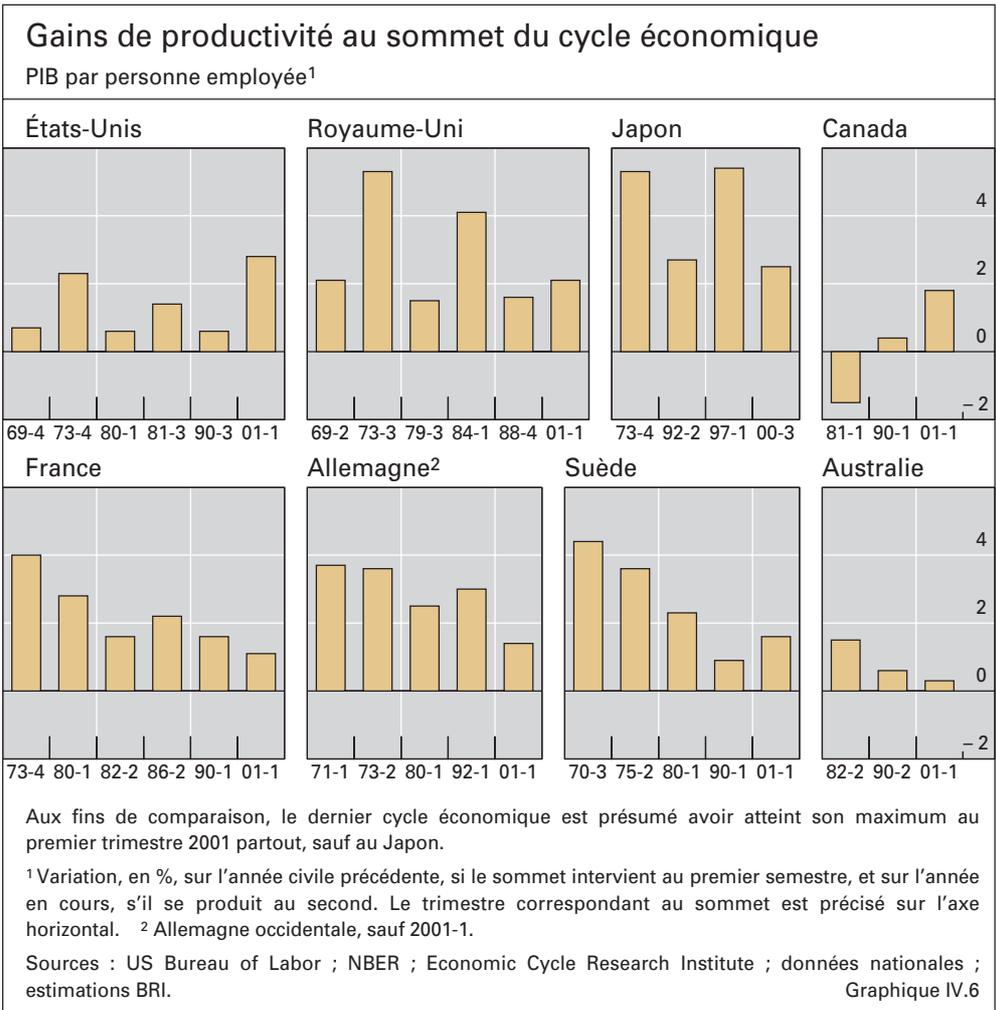
Les expansions économiques de ce type peuvent modifier de manière complexe l'appréciation des risques par les autorités monétaires. D'un côté, une poussée d'inflation pourrait finir par se manifester, scénario classique. D'un autre, et c'est l'évolution la plus probable, la phase d'essor peut s'essouffler sous l'effet du ralentissement de la demande et du tassement des bénéfices, avant qu'un resserrement prononcé ne s'impose pour enrayer un accès d'inflation. Comme celle-ci est faible, au départ, une déflation pourrait même s'ensuivre ; cela dépend de la nature et de la gravité des déséquilibres accumulés pendant la période de haute conjoncture.

Les incertitudes entourant les gains de productivité ...

La réaction moins visible de l'inflation aux pressions de la demande et les améliorations potentielles du côté de l'offre peuvent donc brouiller l'information tirée des indicateurs couramment utilisés pour la conduite de la politique monétaire. En particulier, les estimations des variables traditionnelles, telles que l'écart de PIB, risquent, dans ces conditions, de comporter une incertitude plus importante que d'ordinaire. De même, beaucoup de temps sera peut-être nécessaire pour déterminer avec certitude si les gains de productivité observés sont de nature cyclique ou structurelle et s'ils traduisent une accélération ponctuelle de la productivité ou une modification de son rythme de croissance.

... brouillent les estimations de l'écart de PIB ...

Le débat sur le caractère et l'incidence différenciée, d'un pays à l'autre, des gains de productivité liés aux nouvelles technologies de l'information (TI) donne toute la mesure des défis à relever par les autorités monétaires. Il a fallu beaucoup de temps aux États-Unis pour bien évaluer la nature et la viabilité de ces gains. Le rythme élevé de la hausse de la productivité au sommet du cycle et, surtout, sa bonne tenue pendant le ralentissement de courte durée ont constitué des éléments essentiels d'appréciation (graphique IV.6). Des difficultés semblables ont été rencontrées ailleurs. Cependant, à de rares exceptions près, les signes tangibles tant attendus de



gains de productivité inhabituels ne se sont pas manifestés, alors que les innovations liées aux TI ont souvent été largement appliquées. Les évaluations dans ce domaine étaient rendues plus complexes, et le sont encore, par des critères méthodologiques et des spécificités structurelles locales. En Europe, par exemple, les différences de méthodes statistiques et les politiques de soutien de l'emploi peuvent occulter en partie les gains de productivité sous-jacents. Par ailleurs, l'expérience des économies plongées dans une grave récession après un essor prolongé tiré par l'investissement, Japon et autres pays de l'Est asiatique par exemple, laisse penser que l'évaluation du potentiel de croissance à long terme n'est peut-être pas fiable : les estimations initiales, élevées en phase d'expansion, ont dû, dans toutes ces économies, être sensiblement révisées en baisse après la crise.

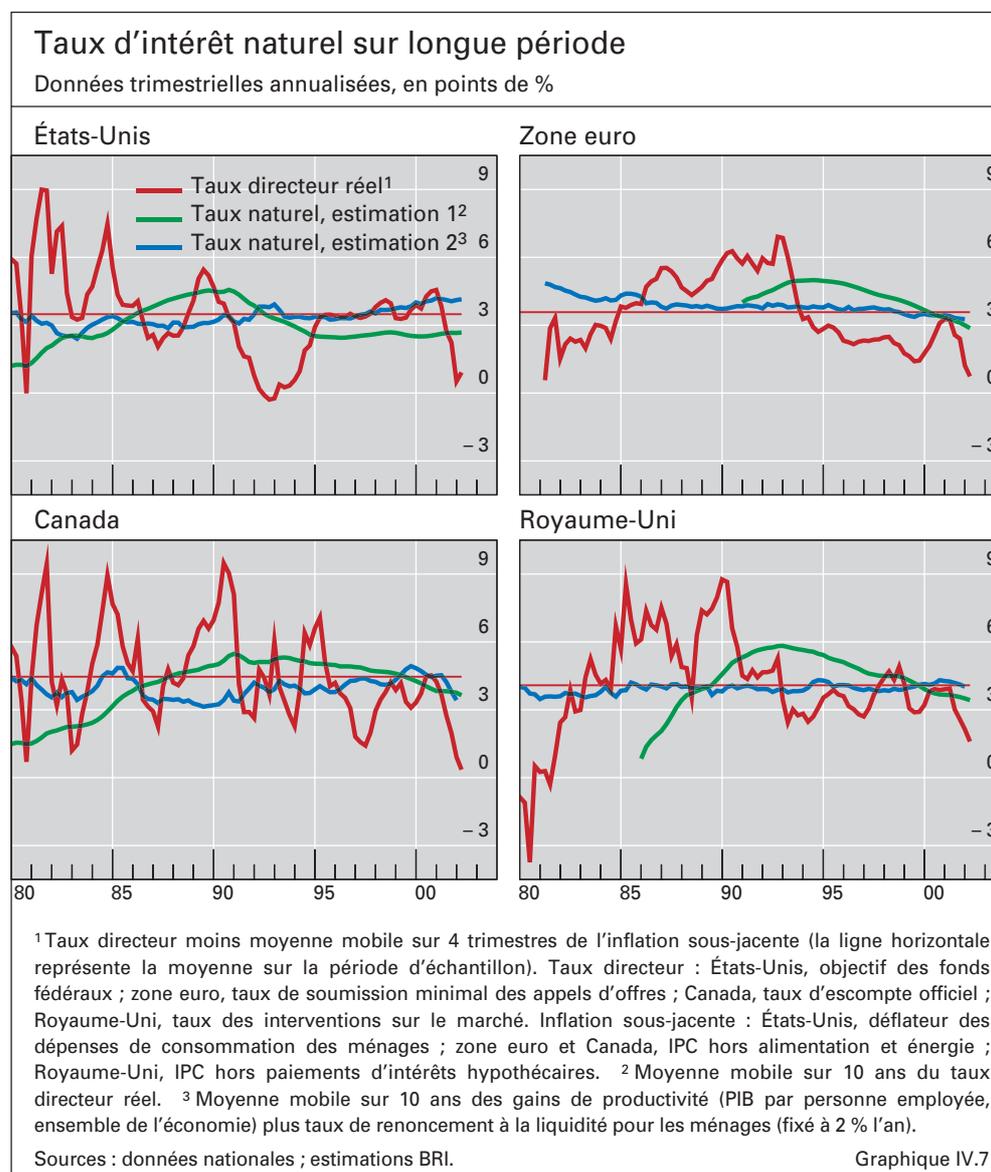
Des incertitudes semblables concernent un autre indicateur qui revêt de plus en plus d'importance : le taux d'intérêt naturel, défini couramment comme le taux d'intérêt réel à court terme correspondant à une croissance non inflationniste durable. Lorsque le taux d'intérêt réel constaté ex ante est inférieur (supérieur) au taux naturel, la politique monétaire est jugée expansionniste (restrictive). Puisque ce taux peut varier au cours du cycle en réponse à divers événements inattendus difficiles à identifier avec précision, il peut être parfois plus aisé d'estimer sa valeur moyenne (en

... et le taux d'intérêt naturel

longue durée), qui sert alors de référence pour l'orientation monétaire à horizon éloigné. L'une des façons de calculer cette moyenne consiste à utiliser les données sur l'économie réelle, dans la mesure où, sur longue période, le taux naturel varie nécessairement en fonction des gains de productivité. Par exemple, les estimations de ces gains, en moyenne mobile, montrent que le taux naturel a légèrement augmenté dans les années 90 aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada et qu'il a baissé dans la zone euro (graphique IV.7). Mais cette méthodologie est soumise aux mêmes incertitudes que toutes les estimations des gains de productivité tendanciels. Une autre formule consiste à prendre la moyenne des taux courts réels observés a posteriori ; elle pourrait, cependant, se révéler peu fiable si des écarts persistaient entre inflation attendue et inflation effective sur la période de référence.

Un rôle pour les indicateurs de déséquilibres financiers ?

Il pourrait donc être utile d'accorder davantage de poids à d'autres indicateurs capables de signaler des décalages sous-jacents entre demande et offre. Ceux qui retracent l'accumulation des déséquilibres financiers



semblent, à cet égard, tout indiqués. L'expérience des dix dernières années montre notamment qu'un accroissement exceptionnellement rapide et simultané du crédit et des prix des actifs prélude à une phase d'expansion insoutenable, dans la mesure où il va généralement de pair avec une perception insuffisante du risque et une accumulation excessive de capital (chapitre VII). Les distorsions qui en découlent dans les bilans et les décisions d'investissement peuvent, à leur tour, rendre l'économie plus sensible à un ralentissement de l'activité et entraîner des difficultés financières. D'importants afflux de capitaux et des tensions sur le cours de change accompagnent souvent les symptômes précédents ; tel est le cas dans les économies de l'Est asiatique. Une progression rapide d'autres agrégats quantitatifs, masse monétaire dans sa définition large, par exemple, peut également apporter une information complémentaire.

Cela étant, tout jugement d'ensemble sur les déséquilibres financiers exige quelque prudence (chapitre VII). Premièrement, pour qualifier d'« excessives » la croissance du crédit et les hausses des prix des actifs, il importe de déterminer leur caractère soutenable. L'expérience peut s'avérer utile à cet égard, mais, fondamentalement, l'exercice revient à évaluer la viabilité des gains de productivité sur le long terme. Deuxièmement, pour se forger une opinion, il convient d'analyser soigneusement un large éventail de facteurs : ensemble des prix des actifs (actions, immobilier commercial et immobilier résidentiel), répartition sectorielle du crédit et, pour finir, solidité des établissements financiers. Troisièmement, le comportement de certains éléments peut être également dû à des facteurs sans lien avec une demande excédentaire sous-jacente. Par exemple, l'accentuation notable de l'écart monétaire réel dans la zone euro, l'année dernière (graphique IV.2), qui aurait pu, en principe, être interprétée comme le signe d'un accroissement important des déséquilibres monétaires, était en grande partie imputable à des facteurs particuliers, dont un report sur les actifs liquides après les attentats aux États-Unis.

Resserrement monétaire : choix du moment

En l'absence de signes manifestes de tensions inflationnistes, comment la politique monétaire peut-elle être suffisamment préventive en période de forte croissance ? La question n'aurait guère d'importance si la stabilité des prix augmentait la marge de manœuvre des autorités et si, dans le nouvel environnement, le mécanisme de transmission agissait avec un délai plus court. Ces aspects sont examinés successivement.

Les améliorations du côté de l'offre sont parfois malaisées à évaluer par les autorités monétaires. En cas d'accélération permanente des gains de productivité, le taux d'intérêt naturel croît durablement (graphique IV.7), ce qui amène la banque centrale, toutes choses égales par ailleurs, à relever les taux nominaux pour éviter un essor excessif de l'activité. Or, si l'augmentation de la production potentielle exerce, dans un premier temps, de fortes pressions à la baisse sur les prix, il peut être souhaitable à bref délai de réduire les taux d'intérêt. Dans ces conditions, le choix du moment et de l'ampleur convenables des modifications de la politique monétaire peut

Plusieurs aspects délicats :

réagir aux améliorations du côté de l'offre ...

s'avérer délicat, surtout en présence d'incertitudes sur le caractère durable ou temporaire de l'évolution des gains de productivité.

... tenir compte des considérations de politique économique ...

Même dans les cas où les banques centrales parviennent à identifier correctement l'accumulation d'une demande excédentaire sous-jacente en l'absence de toute hausse de l'indice de référence pour l'inflation, elles peuvent avoir du mal à durcir leur orientation pour des considérations de politique économique. Malgré l'indépendance accrue dont elles bénéficient le plus souvent, elles auront peut-être des difficultés à majorer les taux si l'objectif déclaré de la politique monétaire – inflation faible et stable – a, en fait, été atteint.

... et des disparités sectorielles

La situation est rendue encore plus complexe, comme cela s'est déjà produit par le passé, par d'amples écarts d'évolution entre secteurs réagissant différemment, de surcroît, à l'impulsion des taux directeurs. Dans ces conditions, l'orientation monétaire ne saurait répondre simultanément à des besoins sectoriels divergents. On en veut pour preuve la croissance relativement rapide du secteur des biens de haute technologie, qui a sans doute été plus sensible à la variation des cours des actions qu'à celle des taux longs, en raison de sa structure de financement. Quant aux secteurs moins avancés dans l'usage de ces technologies, ils ne manqueront pas d'exercer des pressions sur les autorités pour éviter un relèvement des taux ; c'est ce qui est arrivé au Royaume-Uni ces dernières années.

Devant des situations à certains égards semblables, la Banque du Japon et la Réserve fédérale ...

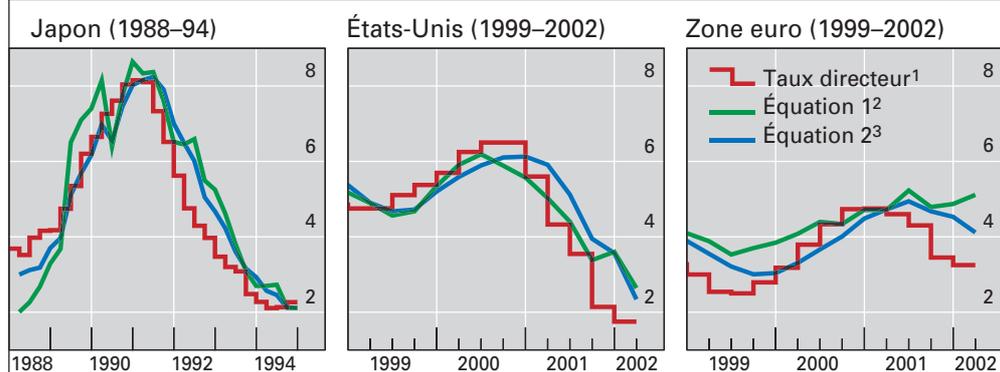
La situation du Japon à la fin des années 80 illustre bien toutes les questions que soulève un durcissement monétaire. Face à d'amples gains de productivité, une nette augmentation des prix des actifs et une faible inflation, la Banque du Japon a estimé en toute objectivité qu'il lui était très difficile de resserrer les taux alors que les déséquilibres s'accroissaient. Du reste, de vives pressions ont été exercées sur la banque centrale, y compris par la communauté internationale, pour qu'elle maintienne ses taux d'intérêt à de bas niveaux. Dans un environnement bien différent, la Réserve fédérale a été confrontée à une situation semblable au cours du dernier cycle économique. Les autorités, jugeant alors que les perspectives de croissance à long terme s'étaient améliorées et que le système financier était fondamentalement sain, ont renoncé, dans un premier temps, à durcir fortement leur orientation, pour relever plus largement les taux directeurs par la suite, quand elles ont estimé insoutenable le rythme de l'expansion. Mais la nécessité apparente d'un resserrement monétaire était tempérée par le fait que l'inflation était en réalité restée relativement modérée.

... ont pris des mesures similaires ...

Rétrospectivement, d'aucuns soutiennent qu'un resserrement monétaire précoce au Japon aurait pu limiter l'accumulation de capital improductif, moins exposer les banques et atténuer le tassement conjoncturel ultérieur. Mais, en temps réel, la définition et la mise en œuvre des actions adéquates constituent une tâche particulièrement ardue. En fait, à en juger par les équations – fondées sur l'écart de PIB et le comportement des prix – couramment utilisées pour décrire l'action des banques centrales, l'orientation monétaire de ce pays ne s'écartait guère de la pratique antérieure (graphique IV.8). Des indicateurs retraçant les déséquilibres financiers et les distorsions qu'ils provoquent sur les décisions d'investissement auraient pu

Taux directeur et équations de politique monétaire

Données trimestrielles annualisées, en points de %



¹ Japon : jour le jour ; États-Unis : objectif des fonds fédéraux ; zone euro : taux de soumission minimal des appels d'offres. ² Équation 1 = $r + \pi_t + 0,5 (\pi_t - \pi^*) + 0,5 Y_t$, où π_t représente l'inflation sous-jacente, Y_t l'écart de PIB, $r = 3\%$ et $\pi^* = 2\%$. ³ Équation 2 = $0,4$ (équation 1) + $0,6 R_{t-1}$, où R_{t-1} correspond au taux directeur avec décalage d'un trimestre.

Sources : données nationales ; calculs BRI.

Graphique IV.8

aider à la formulation de la politique. La situation beaucoup plus favorable des États-Unis jusqu'à ce jour (graphique) illustre la complexité de l'évaluation et de la correction de ces déséquilibres financiers. Dans ce pays, en effet, malgré des mesures de politique monétaire globalement similaires et un contexte à certains égards comparable, la récession qui a suivi a été nettement plus modérée. Grâce à l'absence de déséquilibres des prix dans l'immobilier commercial, à la dispersion du risque par le biais des marchés financiers et à la plus grande solidité du système bancaire, l'économie a mieux résisté au ralentissement brutal de l'activité (chapitre VII).

... mais avec des résultats différents

Ces difficultés seraient cependant moins préoccupantes si, dans le nouvel environnement, les autorités monétaires – comme cela semble plausible – devaient avoir une orientation moins préventive. Tout d'abord, puisque les anticipations d'inflation sont mieux ancrées, les banques centrales ont davantage de temps pour évaluer les conditions économiques avant d'agir, sans risquer de voir apparaître une flambée des prix. Certes, cette marge de manœuvre élargie n'existe que si les déséquilibres ne s'aggravent pas, ce qui exigerait ultérieurement des mesures correctrices plus coûteuses. Ensuite, le délai de transmission des impulsions monétaires à la demande globale semble s'être réduit à la faveur des progrès technologiques et de l'évolution des marchés financiers. L'expérience des États-Unis en témoigne. L'adoption de la gestion des stocks en flux tendu montre, entre autres exemples, comment les décisions en matière de dépenses peuvent désormais s'adapter plus vite à l'évolution des conditions économiques. En outre, la présence accrue des ménages sur les marchés des actions a peut-être intensifié l'effet de richesse sur la consommation (chapitre II).

Il semble moins important d'agir de manière préventive

Détente monétaire : choix du moment

Face à ce problème d'évaluation des déséquilibres entre offre et demande, les décisions d'assouplissement monétaire rencontrent les mêmes difficultés que

les mesures de resserrement. S’y ajoutent d’autres questions, dues à certaines dissymétries qui peuvent influencer la dynamique de l’économie.

Absence d’efficacité

Premièrement, la nature de la phase d’expansion précédente, selon le degré et l’étendue des déséquilibres accumulés, peut limiter l’efficacité de la détente. Comme le montre l’évolution depuis le début des années 90, un surinvestissement en capital et, peut-être, des tensions financières peuvent représenter de sérieux obstacles. En pareil cas, l’assouplissement influence principalement les composantes de la demande ne présentant pas les plus graves déséquilibres. Ainsi, les baisses de taux n’ont guère réussi à enrayer le repli prononcé des dépenses d’investissement pendant le ralentissement de l’an dernier, alors que la croissance de la consommation est restée forte, les ménages profitant des meilleures conditions de financement (ci-avant et chapitre II).

Contraintes liées au seuil du taux zéro

La deuxième difficulté tient au fait que les taux d’intérêt nominaux ne peuvent pas descendre au-dessous de zéro, ce qui soulève deux questions. Tout d’abord, quelle orientation adopter lorsque les taux s’approchent du seuil zéro, risquant de limiter les options de la politique monétaire ? Le cas s’est presque présenté, l’an dernier, où les taux courts ont avoisiné des minimums historiques, par exemple aux États-Unis. L’autre question concerne la conduite à suivre quand le seuil zéro a été atteint, comme au Japon.

Deux approches :

celle des « petits pas » ...

... ou une action énergique

Il existe au moins deux approches opposées sur la manière de desserrer les taux lorsque le seuil zéro devient un sujet de préoccupation pour la politique monétaire. La première préconise un assouplissement progressif (par « petits pas »). Cette approche prudente permet aux autorités de conserver une marge au cas où la demande ne réagirait pas d’emblée. La seconde prône une détente vigoureuse pour stimuler rapidement la demande. Dans ce cas, les autorités, peu soucieuses de lissage, réagissent vigoureusement aux évolutions en cours et attendues, pour éviter un ralentissement prolongé et réduire ainsi le risque d’être confrontées à la contrainte du taux zéro.

S’il est généralement souhaitable que la stratégie monétaire observe une progressivité, une politique plus offensive peut aussi présenter certains avantages lorsque le risque d’atteindre le seuil zéro devient tangible. En temps normal, l’approche graduelle peut se révéler efficace dans la mesure où, en inscrivant les modifications de taux dans la continuité, elle induit des anticipations de changements plus durables de la politique monétaire. Elle aura ainsi une influence notable sur les rendements obligataires longs – plus importants, semble-t-il, pour les décisions de dépense dans nombre de pays (en particulier en Europe) – et favorisera simultanément la stabilité financière en réduisant la variabilité des taux courts. Cependant, lorsque les taux directs s’approchent de zéro, une réaction plus vigoureuse, mais maîtrisée, aux conditions économiques peut exercer un effet immédiat plus marqué sur la demande, notamment en renforçant la confiance et la situation financière des entreprises. Pour ces mêmes raisons, elle pourrait limiter d’entrée de jeu le risque d’atteindre un tel seuil.

Les banques centrales semblent, à cet égard, avoir des préférences différentes. La Banque du Japon, en particulier, a parfois été critiquée pour

avoir abaissé trop prudemment les taux après la chute initiale des prix des actifs au début des années 90. La Réserve fédérale, en revanche, donne le sentiment général d'adopter le plus souvent une détente beaucoup plus marquée, comme ces derniers temps mais aussi à l'automne 1998, en pleine tourmente financière. La BCE, pour sa part, passe pour occuper une position intermédiaire.

Des différences de stratégie existent sans doute, mais elles ne doivent pas être surestimées, comme le montrent les équations représentatives de la politique monétaire (graphique IV.8). Par référence à l'évolution de la production et de l'inflation, le contraste entre les stratégies des trois banques centrales semble moins apparent dans la période qui a immédiatement suivi le ralentissement. Par ailleurs, un contexte dissemblable peut obscurcir la comparaison. En particulier, la nécessité de restaurer la confiance après les événements du 11 septembre 2001 a certainement joué un rôle dans la phase la plus récente.

L'expérience du Japon, où la banque centrale rencontre de grosses difficultés pour relancer l'économie, montre qu'il importe de ne pas atteindre le seuil zéro. Avec des taux courts pratiquement nuls, ses choix se sont sérieusement réduits. En premier lieu, l'institut d'émission a injecté des liquidités supplémentaires dans l'économie par une expansion quantitative des réserves des banques. Cependant, comme décrit ci-avant, cette politique ne semble guère avoir réussi jusqu'à présent à faire redémarrer la demande. Une deuxième possibilité, également utilisée plus récemment par la banque centrale, consiste à accroître les achats fermes de titres de l'État. Mais une telle politique ne peut avoir qu'un impact limité si les taux longs sont déjà très bas. La banque centrale pourrait aussi acquérir d'autres actifs internes : titres de dette des entreprises, actions ou actifs immobiliers, ce qui, dans chaque cas, serait de nature à dynamiser des marchés des actifs déprimés. Mais la détention de ces actifs impliquerait directement la banque centrale dans l'intermédiation du risque de crédit, l'exposerait à des pertes financières et, en fin de compte, amènerait à s'interroger sur son indépendance.

Une autre possibilité a focalisé l'attention : stimuler l'activité économique par une dépréciation du change. La banque centrale ou le gouvernement pourraient faire baisser la valeur externe de la monnaie par des déclarations, des interventions massives ou une fixation du cours de change à un niveau plus bas. Mais cette formule, aussi, a ses inconvénients. Si la dévalorisation récente du yen a eu des effets positifs, ne serait-ce qu'en améliorant la rentabilité du secteur des exportations, les avantages globaux, en termes de production et de prix, sont limités en raison de la nature relativement fermée de l'économie. De plus, l'efficacité d'une dépréciation pourrait n'être que temporaire si les autres pays ripostaient par des moyens similaires.

Il est clair que, une fois le seuil zéro atteint, la politique monétaire voit son efficacité nettement limitée. Pour porter ses fruits, il lui faut, au préalable, être appuyée par les politiques macroéconomiques et microéconomiques. Dans le cas du Japon, en particulier, comme le souligne la banque centrale, des réformes structurelles s'imposent, notamment la restructuration du secteur financier et des entreprises.

Comparaison
des réactions des
banques centrales

Autres
possibilités ...

... notamment
dépréciation
de la monnaie

Des questions particulières se posent, également, lorsque les taux d'intérêt doivent être finalement portés à des niveaux plus normaux, après avoir été maintenus à zéro – ou, de manière générale, à un niveau très bas – pendant une longue période. Un resserrement non anticipé peut alors entraîner des tensions au sein du système financier. Ce pourrait être le cas lorsque, comptant sur la persistance de conditions avantageuses, les opérateurs se sont endettés. Ainsi, la vive remontée des taux longs aux États-Unis en 1994 est parfois attribuée, en partie, à une situation de ce type. Dans de telles circonstances, les banques centrales auraient avantage à préparer les marchés au relèvement des taux (voir ci-avant).

Résumé

En conclusion, la maîtrise de l'inflation, aujourd'hui devenue réalité, constitue un succès majeur. Elle a jeté les fondements d'une amélioration durable de l'économie mondiale et conféré aux autorités monétaires une plus grande marge de manœuvre. L'environnement actuel n'est toutefois pas exempt de défis, de nature certainement plus complexe que les problèmes que posait précédemment la lutte contre des hausses de prix à la fois fortes et instables. Les banques centrales doivent donc rester extrêmement vigilantes.

Le principal risque, dans ce nouveau contexte, est que des mesures préventives soient désormais plus difficiles à prendre, en raison de la modification de la dynamique économique et de considérations de politique économique. En particulier, et de manière assez paradoxale, comme les anticipations sont solidement ancrées à un faible niveau d'inflation et s'appuient sur la crédibilité des banques centrales, les déséquilibres sous-jacents entre demande et offre peuvent mettre plus de temps à agir sur les prix. Dans ces conditions, il serait peut-être utile, pour définir l'orientation monétaire, d'accorder plus d'attention aux indicateurs de déséquilibres financiers, notamment à l'augmentation exceptionnellement rapide et simultanée du crédit et des prix des actifs, révélatrice de ces déséquilibres. Une analyse beaucoup plus approfondie s'impose toutefois pour comprendre la dynamique de l'économie dans ce nouvel environnement et en tirer des conclusions applicables à la conduite de la politique monétaire.