

IV. Politique monétaire dans les économies industrialisées avancées

Faits marquants

La politique monétaire est restée très accommodante dans les économies du G 3 durant la période analysée. Aux États-Unis, où l'expansion économique s'est poursuivie et où les risques ont été perçus comme ne venant plus tant de la désinflation et du niveau d'activité que de possibles tensions inflationnistes, la Réserve fédérale a commencé à resserrer les conditions monétaires en relevant le taux cible des fonds fédéraux de façon progressive et mesurée. Dans la zone euro, une croissance économique décevante et des tensions inflationnistes toujours contenues par l'appréciation de l'euro ont incité la BCE à ne pas modifier son taux directeur. La Banque du Japon a maintenu le sien à zéro, face à des handicaps économiques et financiers suffisamment forts pour différer la fin de la déflation ; avec l'amélioration de la situation du marché financier, l'abandon de sa politique non conventionnelle – assouplissement quantitatif – semble néanmoins plus proche. Dans le sillage de la reprise sur fond de taux directeurs bas, les autorités monétaires du G 3 ont pris soin d'expliquer la stratégie qu'elles adopteraient pour infléchir leur orientation.

Dans les autres économies industrialisées avancées, les banques centrales ont suivi une orientation parfois très accommodante, parfois plus neutre, et nombre d'entre elles ont légèrement relevé leurs taux directeurs quand la croissance intérieure et mondiale a été perçue comme plus solide ; dans certains cas, des contraintes de capacités de production ont fait craindre pour la stabilité des prix. Le niveau d'endettement, l'envolée des prix du logement et des considérations relatives au cours de change ont continué de peser sur les décisions de politique monétaire.

Les facteurs extérieurs, en particulier la hausse des cours des produits de base, pétrole surtout, ont exercé une influence dominante et généralisée sur la période analysée, comme à la fin des années 60 et au début des années 70. Le parallélisme avec cette époque est frappant, et il ne se limite pas à ces facteurs extérieurs. Il convient d'en tirer les enseignements et de préciser les risques auxquels les autorités monétaires pourraient se trouver confrontées.

Synthèse des évolutions

États-Unis

La Réserve fédérale a suivi une orientation moins accommodante, augmentant à huit reprises de 25 points de base le taux cible des fonds fédéraux, qui a cependant terminé la période encore en deçà, à 3 %, des

La Réserve fédérale a relevé ses taux à un rythme mesuré...

estimations prudentes du taux d'intérêt neutre ou naturel pour les États-Unis. À la fin du printemps, les marchés financiers s'attendaient à de nouveaux relèvements.

...et dans la transparence

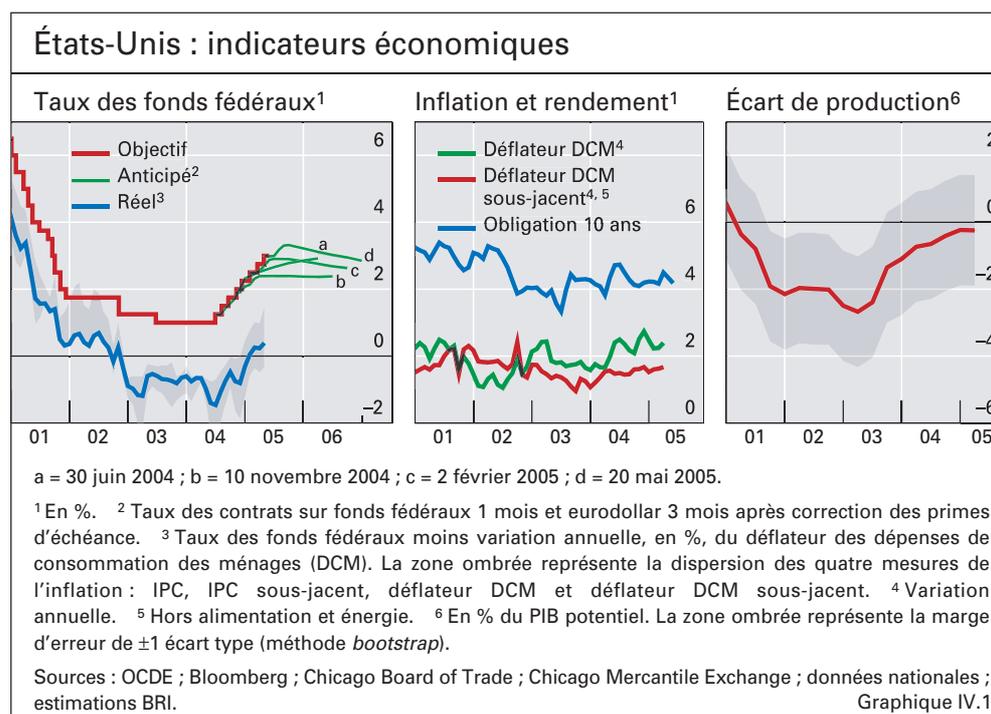
Un aspect important de ce resserrement aura été sa transparence. En partie pour atténuer le plus possible les éventuelles tensions sur le système financier, les relèvements de taux ont été amplement préparés, notamment par les communiqués du Comité fédéral de l'open market (CFOM), ses comptes rendus de séance et les déclarations de ses membres. Les marchés financiers ont, dans l'ensemble, réagi avec calme et il n'y a guère eu de surprises quant à l'orientation ou à l'ampleur de l'action du CFOM.

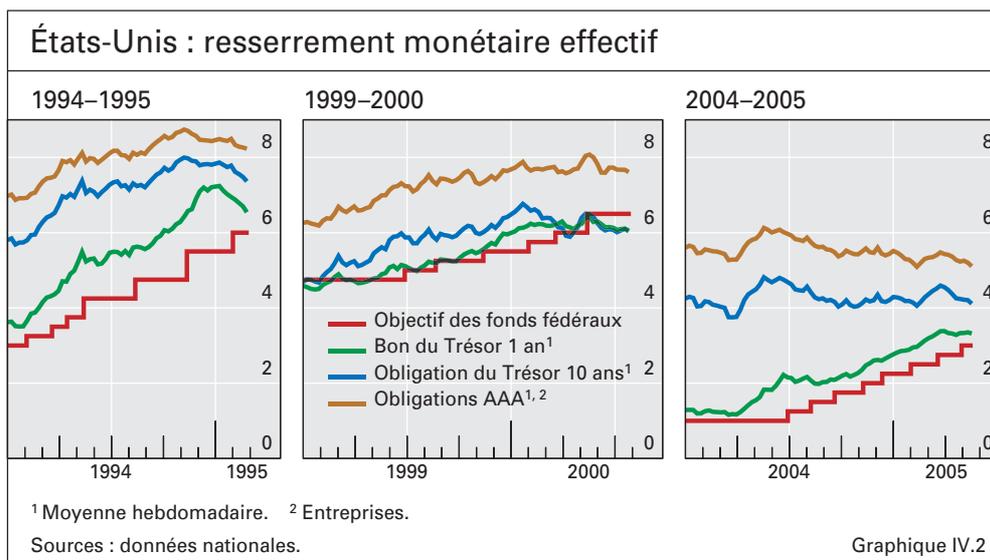
Les taux directs réels sont cependant restés proches de zéro...

Cette approche mesurée visait à préserver la croissance tout en maintenant la stabilité des prix, alors que l'expansion économique des quatre années passées avait réduit la marge de capacités inutilisées (graphique IV.1). D'aucuns se sont néanmoins demandé si les relèvements de taux suffisaient à durcir l'orientation autant que le CFOM le souhaitait. L'une des préoccupations était que, du fait de la hausse de l'inflation, les taux directs réels ne se révèlent *ex post* très faibles sur toute la période – inférieurs à zéro en 2004 et à peine positifs début 2005.

...et les taux longs se sont comportés de façon atypique...

Le comportement des taux longs face à ce resserrement modéré a suscité d'autres préoccupations. Par le passé, les grandes phases de resserrement allaient normalement de pair avec une remontée sensible des taux courts et longs du marché (graphique IV.2). Cette fois, si les taux courts ont bien augmenté, les rendements à long terme n'ont pas suivi, évoluant même plutôt à la baisse (chapitre VI). Certains en sont venus à se demander si l'action des autorités avait l'impact restrictif voulu sur la demande globale. Toutefois, pour la Réserve fédérale, la stabilité atypique des taux longs s'explique, en partie, par le fait que les anticipations d'inflation à long terme sont apparues plus





fermement ancrées à leur bas niveau. Il était donc moins nécessaire de restreindre la demande.

La courbe des rendements relativement plate pourrait avoir d'autres causes, avec des implications contradictoires pour la politique monétaire. Elle pourrait indiquer des attentes de ralentissement économique à terme, ce qui nécessiterait un assouplissement. À l'inverse, elle pourrait, avec la baisse des rendements et la hausse des prix des actifs, signaler une prise de risque excessive de la part des investisseurs durant la phase prolongée de politique accommodante. L'envolée des prix du logement en constituerait une illustration. Dans ce cas, c'est un relèvement plus marqué des taux directeurs qui serait nécessaire pour absorber les liquidités excédentaires.

...ce qui fait redouter un excédent de liquidités

Les choix de la politique monétaire américaine durant la période ont été encore compliqués par la nécessité de tenir compte d'évolutions imprévues et potentiellement inflationnistes. L'envolée des prix de l'énergie, en particulier du pétrole, a suscité des préoccupations quant à la stabilité des prix et à la croissance. Néanmoins, avec une inflation sous-jacente largement inférieure à 2 %, les autorités ont estimé que la menace de l'inflation, tout en méritant un suivi attentif, était raisonnablement contenue. La forte dépréciation du dollar a aussi posé problème. Malgré tout, la faiblesse persistante des prix à l'importation et la transmission manifestement amortie des variations de change aux prix, ces dernières années, ont rendu moins nécessaire une action vigoureuse des autorités. En fin de période, il est cependant apparu que le pouvoir de marché des entreprises s'était accru. Si la tendance se confirme, elle appellerait un abandon un peu plus rapide de la politique accommodante.

D'autres préoccupations sont aussi nées de l'envolée des prix de l'énergie...

...de la dépréciation du dollar...

Le CFOM a aussi dû tenir compte d'un possible ralentissement de la croissance structurelle de la productivité, avec une diminution de la production horaire et une augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre, même si la rupture de tendance n'a pas été vraiment établie avec certitude. À court terme, les marges bénéficiaires restaient suffisamment amples pour atténuer les effets inflationnistes ; il était donc moins urgent de prévoir des relèvements de taux vigoureux. À moyen terme, un ralentissement de la productivité

...et de l'évolution de la productivité

tendancielle pourrait se traduire par une baisse du taux d'intérêt naturel, ce qui signifie que le niveau du taux des fonds fédéraux pourrait être moins élevé à la fin de la phase de resserrement.

Un objectif explicite d'inflation a été envisagé

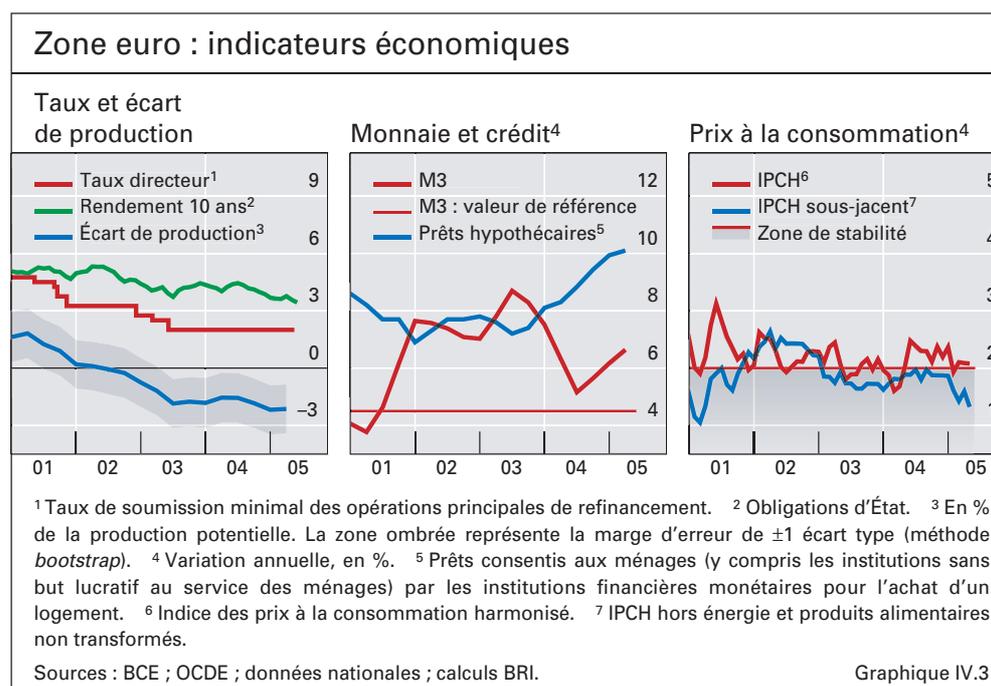
Début 2005, la Réserve fédérale s'est demandée si la définition d'un objectif explicite d'inflation pourrait mieux stimuler l'activité. Pour le CFOM, l'examen des avantages et inconvénients d'un tel objectif s'inscrit dans le cadre d'une révision beaucoup plus large de son dispositif institutionnel, dans un souci de transparence illustré par sa décision d'accélérer la publication du compte rendu de ses séances et d'allonger l'horizon de ses prévisions publiées. Le CFOM a souligné que, d'une part, un objectif explicite d'inflation pouvait donner à l'économie un meilleur point d'ancrage des anticipations, tout en améliorant la visibilité des délibérations internes et la communication. D'autre part, il pouvait constituer un obstacle à l'exécution de ses missions à l'égard de l'activité et de l'inflation, en limitant sa souplesse d'intervention face à l'évolution de la situation économique et financière.

Zone euro

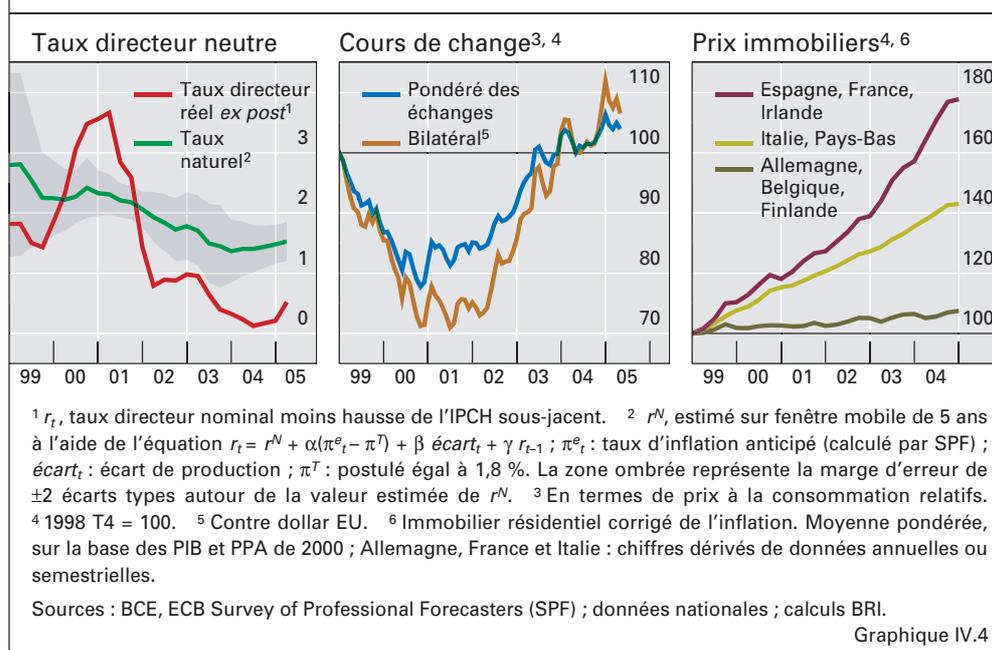
La BCE a maintenu ses taux...

Face à une inflation généralement modérée et au manque de dynamisme de l'activité, la BCE a conservé son orientation de stimulation monétaire, avec un taux directeur maintenu à 2 % depuis deux ans (à la fin du printemps), par souci d'équilibre entre un taux d'inflation supérieur à la définition de la stabilité des prix à moyen terme et des résultats économiques inférieurs à la moyenne. La flambée des cours pétroliers a fait redouter une détérioration des perspectives d'inflation à court terme, voire un retour de la stagflation. Mais la hausse des prix de l'énergie et des produits de base ne s'est guère répercutée sur l'inflation sous-jacente, ni sur les comportements salariaux, ni même sur les anticipations d'inflation à moyen terme. La BCE a donc estimé qu'il n'était pas nécessaire de relever ses taux, car les risques de réveil de l'inflation

...face au manque de dynamisme de l'activité et à une inflation supérieure à l'objectif à moyen terme



Zone euro : taux directeurs et évolution des marchés



n'étaient pas suffisamment réels, notamment du fait de capacités de production non utilisées en raison de l'atonie économique (graphique IV.3). Avec une inflation proche de 2 %, voisine de la définition de la stabilité des prix à moyen terme, le taux directeur réel est resté quasiment nul, ce qui, comme aux États-Unis, est bien inférieur au taux naturel estimé. On peut en conclure qu'avec la reprise la BCE devra durcir les conditions monétaires pour prévenir des tensions inflationnistes (graphique IV.4).

Comme aux États-Unis, le maintien d'une politique accommodante amène à s'interroger sur ses conséquences. Si les indicateurs de tensions inflationnistes dans la sphère réelle (supra) ne signalaient guère de menaces imminentes, le taux de croissance de M3 continuait de dépasser sa valeur de référence (4 1/2 %). Normalement, la croissance rapide de l'agrégat monétaire large témoigne d'une politique accommodante qui peut entraîner une accélération de l'inflation; jusque-là attribuée à un accroissement de la demande d'encaisses de précaution, elle a été plus difficile à expliquer l'an passé. La BCE a donc souligné le risque d'inflation à moyen terme associé à une telle expansion monétaire.

La stratégie des deux piliers placée par la BCE dans une perspective de moyen terme aura aussi constitué un mode moins conventionnel d'évaluation des risques monétaires. La progression plus rapide de M3 après le premier semestre 2004 a coïncidé avec une accélération de l'expansion du crédit, prêts hypothécaires notamment. De ce point de vue, poursuivre la politique de taux d'intérêt bas, avec ses conséquences logiques sur les rendements à long terme, risquait d'accélérer la hausse des prix non seulement des biens et des services, mais aussi des logements, et de favoriser un endettement record. Selon les vues classiques, un relèvement des taux directeurs aurait alors été nécessaire pour éviter un emballement de l'activité et une accélération de l'inflation. Selon une approche moins conventionnelle, ce relèvement devrait

La croissance rapide de M3 a renforcé les interrogations concernant l'évaluation à moyen terme...

...de même que le gonflement du crédit et la hausse des prix du logement

être opéré pour prévenir les déséquilibres financiers avant qu'un cycle expansion-contraction des prix des actifs ne menace la stabilité des prix, en les tirant cette fois vers le bas.

Par leur disparité d'évolution entre pays, les prix du logement ont également mis en évidence les enjeux de la politique monétaire. Leur stagnation en Allemagne et en Autriche, par exemple, a contrasté avec leur augmentation supérieure à 10 % en Espagne et en France (chapitre II). La BCE a exprimé ses préoccupations face aux hausses de prix dans plusieurs États membres, mais elle a rappelé que son mandat ne l'obligeait à réagir qu'à partir du moment où elles avaient des répercussions sur les conditions macroéconomiques de la zone tout entière. Elle a également souligné que, au sein des divers États membres, la stabilité financière relevait naturellement des superviseurs et banques centrales nationales.

La forte appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar en 2004 a représenté un défi pour la BCE. Si elle a atténué les tensions inflationnistes à court terme, elle a surtout fait peser le poids de la correction sur le secteur exportateur. De plus, avec le niveau sans précédent du déficit courant des États-Unis, un nouveau recul du dollar ne pouvait être exclu (chapitre V).

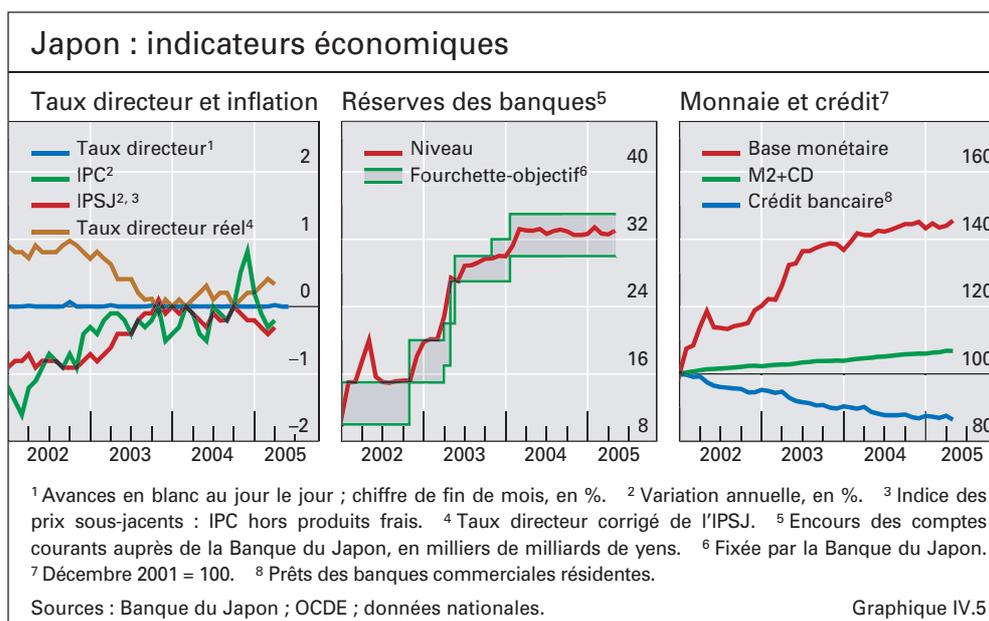
Japon

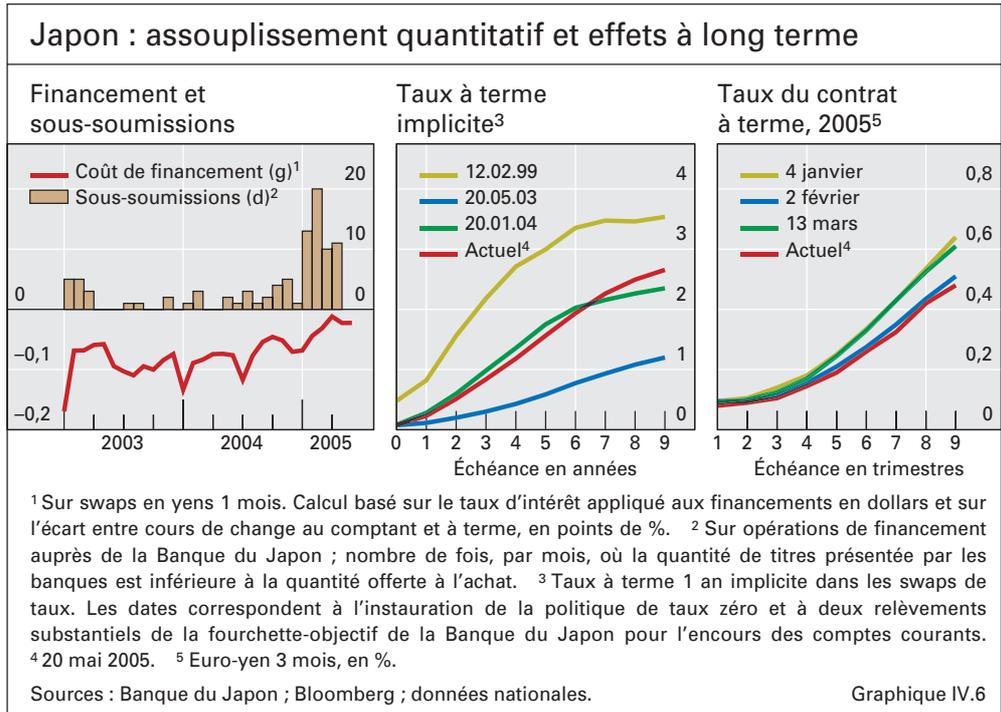
La Banque du Japon a maintenu sa politique très accommodante d'assouplissement quantitatif, avec un taux directeur quasiment toujours à zéro (graphique IV.5). Elle a été motivée en partie par la trop grande difficulté à contrer les pressions déflationnistes résultant d'un volume important (quoique en diminution) de capacités inutilisées, du fait de la stagnation économique. De nettes améliorations dans le secteur financier, encore sous le coup de l'effondrement des prix des actifs dans les années 90, ont apaisé les craintes d'une spirale déflationniste (chapitre VII). Pourtant, l'orientation accommodante n'a abouti qu'à une légère élévation des agrégats monétaires larges, les crédits bancaires commençant tout juste à se redresser.

Des disparités de prix du logement entre pays compliquent la politique monétaire

La forte appréciation de l'euro a représenté un défi

La Banque du Japon a maintenu son taux directeur à zéro face à la persistance de la déflation





La Banque du Japon a maintenu son objectif de ¥30 000–35 000 milliards pour l'encours des comptes courants détenus sur ses livres. Cependant, certains membres de son Conseil de politique monétaire doutent de plus en plus que cette fourchette soit compatible avec l'objectif d'inflation faible et stable. D'ailleurs, la Banque du Japon a envisagé de la baisser pour la première fois depuis l'adoption de sa politique d'assouplissement quantitatif en 2001, et certains membres du Conseil ont exprimé une préoccupation grandissante quant à d'éventuels effets secondaires d'une telle politique : endettement excessif, mauvais fonctionnement des marchés monétaires, perte de flexibilité de la politique monétaire et affaiblissement de la discipline budgétaire.

Les difficultés techniques de mise en œuvre des injections de liquidités par la Banque du Japon ont accentué les doutes sur l'adéquation de la fourchette des comptes courants. Lors de ses appels d'offres, la fréquence des sous-soumissions (nombre de fois où la quantité de bons présentée à la vente par les banques est inférieure à la quantité offerte à l'achat) a sensiblement augmenté en mars 2005 (graphique IV.6). On en a généralement déduit que la demande de liquidités avait baissé sous l'effet de l'amélioration de la situation du secteur bancaire. En particulier, comme les banques affichaient des bilans plus solides, elles n'avaient plus besoin de supporter un coût élevé pour lever des fonds en dollars au moyen de swaps en yens. Pendant des années, les banques ayant reçu des dépôts en dollars, surtout celles d'origine étrangère, avaient conclu des swaps de devises correspondant en fait à des emprunts en yens à taux d'intérêt négatifs, et elles trouvaient rentable de conserver ces yens sous forme d'actifs peu rémunérés, même sur des comptes à taux zéro auprès de la Banque du Japon. Lorsque la prime sur les taux des swaps a disparu, début 2005, cette demande s'est tarie.

La fourchette-cible est restée inchangée...

...mais la politique choisie a suscité des questions de fond...

...et des difficultés techniques

Les réactions du marché ont mis en évidence l'importance de la stratégie de communication de la banque centrale...

Alors que le phénomène avait un caractère technique et n'était pas lié à l'orientation monétaire, l'inaptitude de la Banque du Japon à susciter une demande suffisante lors de ses opérations, essentiellement de court terme, a, dans un premier temps, incité le marché à pressentir un changement de politique. La courbe des taux à terme s'est pentifiée, tout en devenant plus instable. La Banque du Japon a ainsi été amenée à réaffirmer que le problème de l'insuffisance des soumissions était de nature purement technique et n'annonçait pas une modification d'orientation. Elle a aussi réitéré son attachement à sa politique de taux zéro, laquelle est apparue, plus que les objectifs de comptes courants, centrale dans le processus de transmission de la politique monétaire. En tout état de cause, la stratégie de communication de la Banque du Japon jouera un rôle important lorsqu'elle modifiera sa politique.

...et ont souligné les avantages potentiels d'un objectif explicite d'inflation

Pour réorienter les anticipations vers une inflation faible et stable, il a été suggéré de formuler et d'annoncer un objectif explicite d'inflation. Cette possibilité, fréquemment évoquée par le passé, a suscité un regain d'intérêt pendant la période analysée : l'inflation étant devenue plus probable, l'approche a gagné en crédibilité. Les régimes à objectif d'inflation ont montré qu'ils pouvaient contribuer à réduire les anticipations d'inflation et à les maintenir à un faible niveau. La problématique de la Banque du Japon est, toutefois, assez différente. Il lui faut susciter et maintenir des anticipations de faible inflation dans un contexte de croissance économique, après une décennie de déflation et d'activité atone. Ce qu'elle peut surtout attendre d'un objectif explicite d'inflation, une fois consolidés l'économie et le système financier, est sans doute, étant donné la surabondance de réserves, qu'il réduise le risque de surréaction des anticipations d'inflation. Une telle surréaction pourrait accroître le coût des emprunts et accentuer les fragilités persistantes de l'économie, notamment les problèmes associés aux entreprises en difficulté luttant encore pour leur survie.

Pays à objectif d'inflation

Dans de nombreux pays à objectif d'inflation, la banque centrale a durci sa politique

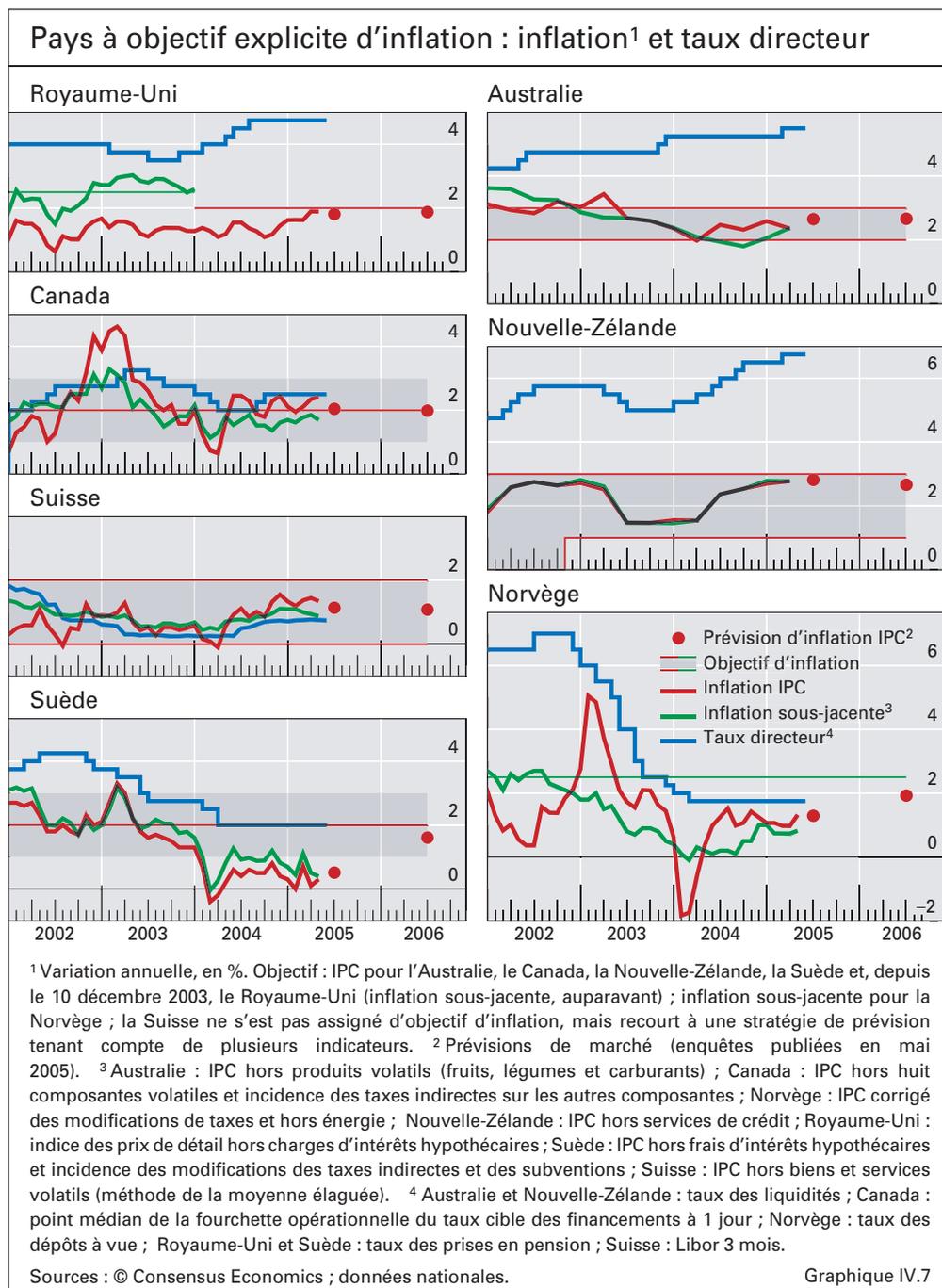
Dans les pays définissant un objectif d'inflation chiffré, les taux directeurs ont souvent été légèrement relevés pendant la période examinée. En général, le dynamisme mondial a contribué à améliorer l'activité et à renchérir les produits de base, pétrole en particulier, ce qui a fait redouter l'apparition de tensions inflationnistes. Quelques banques centrales ont estimé qu'un relèvement des taux pourrait aussi prévenir un alourdissement de la dette et une accélération de la hausse des prix des actifs, éléments qui, dans certaines circonstances, pourraient accroître le coût potentiel d'une correction ultérieure.

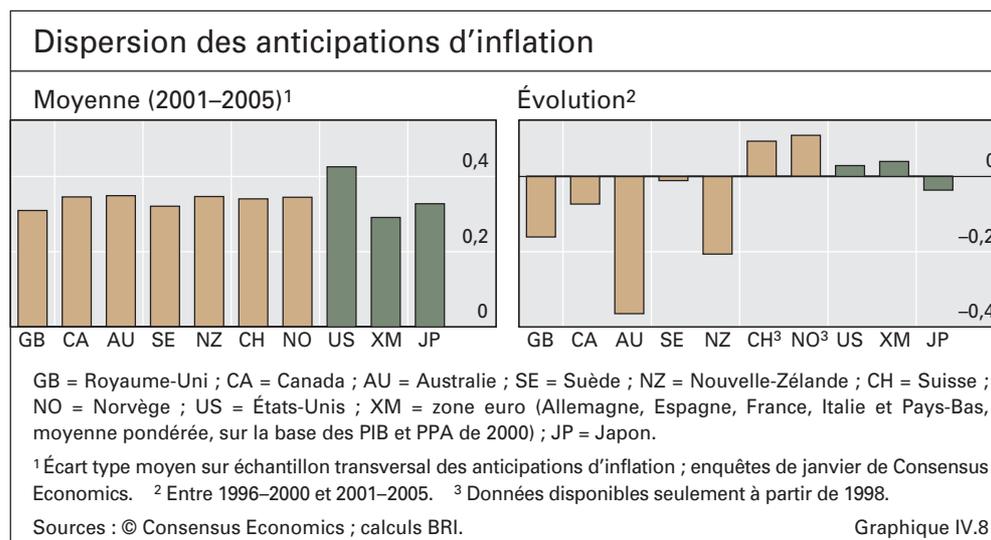
Pour les banques centrales d'Australie et de Nouvelle-Zélande, les augmentations de taux de 2004 prolongeaient une orientation plus ancienne (graphique IV.7). Pour la Banque du Canada et la Banque nationale suisse (laquelle avait pratiquement ramené ses taux à zéro), elles marquaient une inversion de tendance. En revanche, la Sveriges Riksbank et la Banque centrale de Norvège ont, depuis début 2004, conservé leur taux directeur à son niveau le plus bas. La Bank of England, malgré une inflation très faible au départ, n'a pas changé son taux directeur après août 2004.

En Australie, en Nouvelle-Zélande et au Royaume-Uni, les taux directeurs sont actuellement proches du niveau jugé propice à une croissance

durable non inflationniste. La Banque de Réserve d'Australie redoute qu'après treize ans d'expansion économique la faiblesse des ressources inutilisées ne se traduise par des tensions inflationnistes ; faute d'un relèvement du taux directeur, l'inflation pourrait s'approcher du haut de sa fourchette. La Nouvelle-Zélande, où l'inflation avoisinait déjà sa limite supérieure et où l'économie présentait des signes de surchauffe, a affiché le taux directeur le plus élevé des économies industrialisées (6,75 %) et la Banque de Réserve a laissé explicitement entrevoir la possibilité de nouvelles hausses. La Bank of England a relevé plusieurs fois son taux au premier semestre 2004, pour le porter à 4,75 % en août. Parallèlement, son Comité de politique monétaire a clairement indiqué qu'il surveillait de près

L'orientation est quasi neutre en Australie, en Nouvelle-Zélande et au Royaume-Uni...





l'augmentation rapide de l'endettement et le niveau élevé des prix du logement, deux sources de vulnérabilité pour les ménages. La Bank of England a d'ailleurs précisé que ses relèvements de taux se justifiaient en partie par la volonté de contenir tout excès dans ces domaines. Cela a aussi été la motivation des banques centrales d'Australie et de Nouvelle-Zélande.

La Banque du Canada et la Banque nationale suisse ont terminé la période examinée avec une orientation encore jugée accommodante. Au Canada, un resserrement significatif a été opéré vers la mi-2004, afin de prévenir une surchauffe de l'économie. Toutefois, à la fin de l'automne, le repli des cours du pétrole et l'appréciation de la monnaie par rapport au dollar ont permis de différer tout durcissement supplémentaire, compte tenu d'un moindre risque d'inflation à court terme. La Banque nationale suisse, après avoir porté son taux directeur de 0,25 % (son plus bas niveau historique) à 0,75 %, s'est également abstenue de le relever davantage, une détérioration inattendue des perspectives de croissance en Europe pesant sur la reprise en Suisse. Les banques centrales de Suède et de Norvège ont, elles aussi, maintenu leur taux directeur à un niveau très bas. Les pays nordiques ont bénéficié de conditions d'offre exceptionnelles, qui ont stimulé l'activité tout en contenant les tensions inflationnistes et le taux de chômage. La baisse des prix à l'importation et l'augmentation de la productivité intérieure ont même fait planer le risque d'une baisse des prix en Suède. En Norvège, malgré une activité peu dynamique, des risques d'inflation demeuraient, en partie du fait de perspectives d'investissement plus favorables dans le secteur de l'énergie.

Durant la période, la conjonction de prix élevés des actifs et d'un fort endettement a encore représenté un risque significatif pour diverses banques centrales. En Australie, en Nouvelle-Zélande et au Royaume-Uni, par exemple, il s'est produit un ralentissement marqué du marché du logement, dû en partie à la politique plus rigoureuse suivie ces dernières années et d'autant plus bienvenu jusqu'ici que des scénarios plus déstabilisants étaient envisageables. Mais une chute des prix n'est pas à exclure (les chapitres II et VII analysent l'évolution des prix du logement et ses implications). En Suède, la situation était

...et nettement accommodante ailleurs

Les prix élevés des actifs et le degré d'endettement ont représenté un risque significatif

différente : malgré des prévisions d'inflation inférieures à l'objectif sur l'essentiel des deux années à venir, la hausse rapide de l'endettement des ménages et l'augmentation des prix du logement ont plaidé contre un assouplissement monétaire. La Sveriges Riksbank a souligné qu'une baisse des taux, s'il fallait l'annuler rapidement par la suite, risquait de remettre en cause la vigueur de la consommation, étant donné le degré d'endettement. Elle a également fait valoir qu'une déflation induite par l'offre est qualitativement différente d'une déflation découlant d'une insuffisance de la demande ou de l'effondrement des prix des actifs (73^e Rapport annuel, chapitre IV).

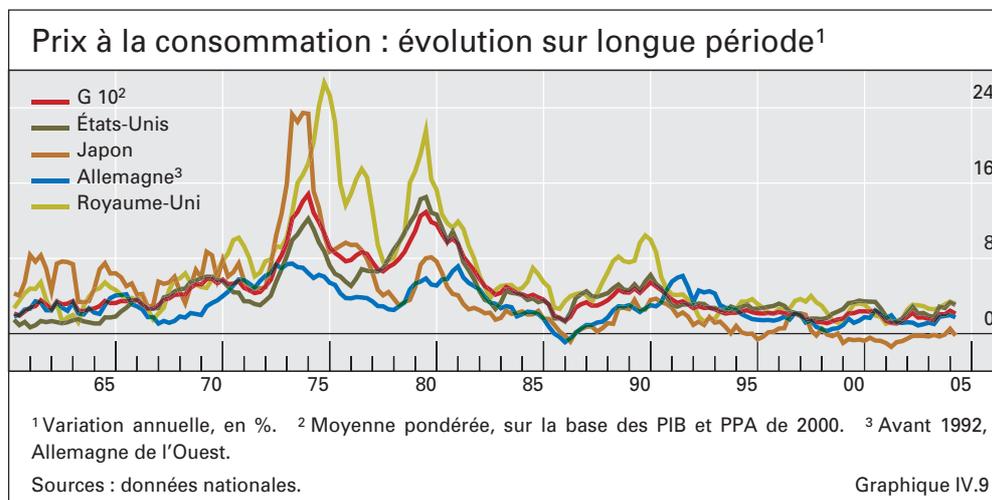
Dans les pays à objectif d'inflation, les banques centrales ont affiché ces dernières années des performances impressionnantes en matière d'inflation, malgré divers aléas (graphique IV.8). Les anticipations du secteur privé sont restées pour l'essentiel conformes à leurs objectifs. En outre, la dispersion moyenne des anticipations est faible et correspond désormais globalement à celle du G 3, en dépit des résultats relativement médiocres des décennies antérieures. Cela atteste de la transparence et de la crédibilité de ces régimes. Des perfectionnements sont néanmoins envisageables. La Banque du Canada, par exemple, réexamine actuellement l'horizon de 18-24 mois sur lequel elle cible son objectif. Même si cette durée assure une grande transparence, un horizon plus souple, et si possible plus éloigné, pourrait permettre de mieux réagir à certains types de chocs économiques.

Les perspectives d'inflation s'alignent sur celles du G 3

Un sentiment de « déjà vu »

La période analysée présente des analogies avec la fin des années 60 et le début des années 70. Les plus évidentes sont une longue phase de politiques monétaires accommodantes au sein du G 3, des incertitudes sur le degré de sous-utilisation des capacités, les préoccupations suscitées par la position extérieure des États-Unis et ses conséquences pour les cours de change, une forte hausse des cours pétroliers et des produits de base, et un relâchement de la discipline budgétaire. De tels parallèles ont naturellement fait redouter

Analogies avec la situation d'il y a une trentaine d'années



que, comme précédemment, l'inflation s'emballe et que, une fois encore, les autorités monétaires réagissent trop tardivement.

Ces préoccupations sont héritées de la douloureuse flambée inflationniste d'alors (graphique IV.9). La spirale avait commencé à la fin des années 60, s'était amplifiée au début des années 70, pour s'accélérer avec la première crise pétrolière. On relèvera en particulier que les taux d'inflation sont restés élevés, même après l'accalmie des cours du pétrole et le ralentissement des économies. Dans ce contexte, il convient d'examiner plus en détail cet antécédent, en expliquant à la fois les analogies et les différences, de façon à en tirer des enseignements pour la politique monétaire.

L'histoire se répète-t-elle ?

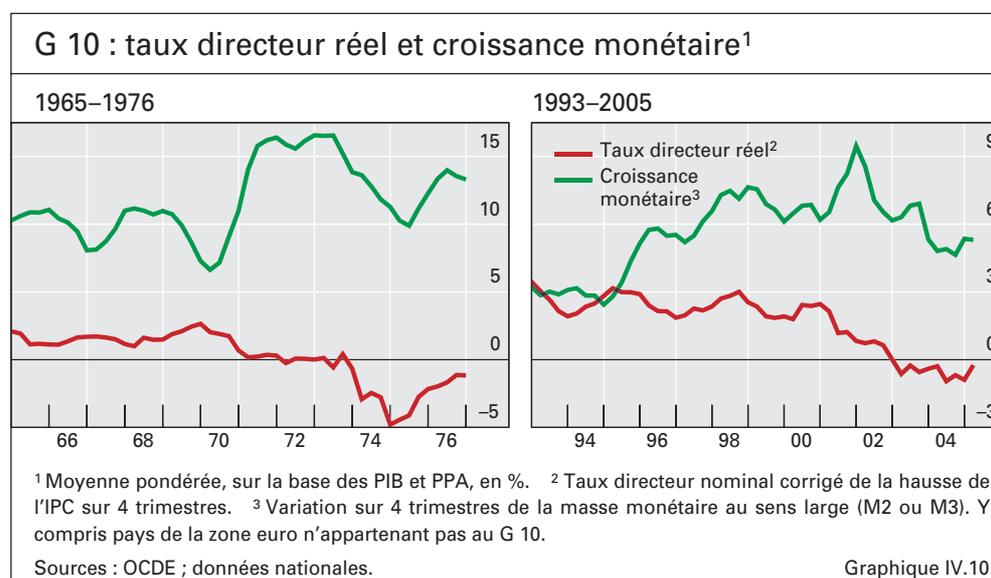
Des similitudes :

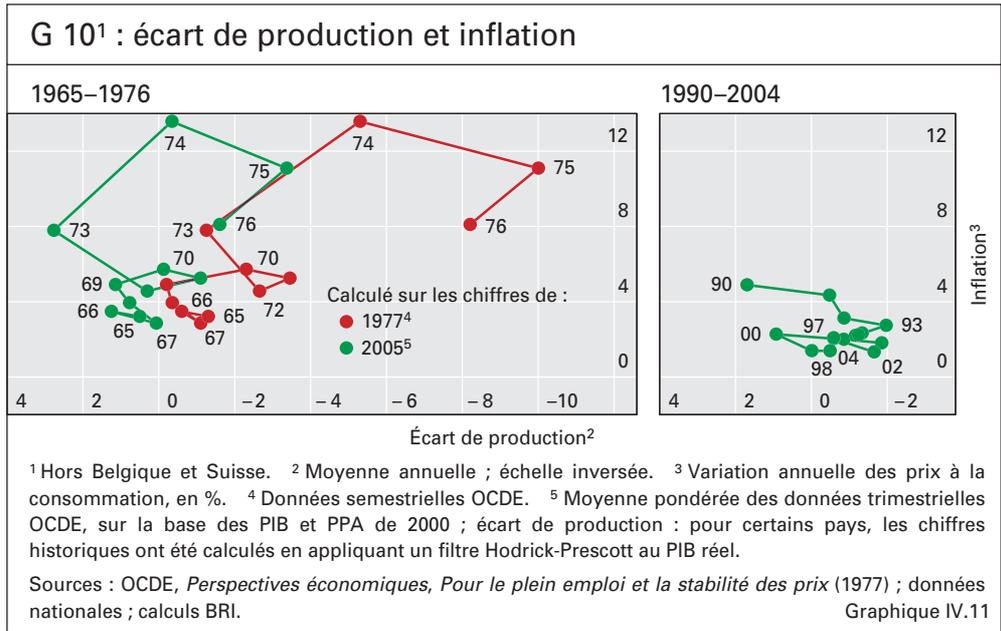
À la fin des années 60 et au début des années 70, l'accumulation de tensions inflationnistes avait été favorisée par six facteurs, qui se retrouvent dans la situation actuelle.

...période prolongée de politique monétaire accommodante...

Premièrement, les taux directeurs réels étaient bas et la croissance des agrégats monétaires rapide (graphique IV.10) ; l'orientation accommodante était générale dans les grandes économies industrialisées. La faiblesse des taux longs réels avait aussi contribué à cette situation, d'autant plus que les taux nominaux étaient restés relativement bas et qu'ils avaient dans l'ensemble réagi lentement à l'accélération de l'inflation. Cette politique contribua certes à remédier à l'atonie de l'activité lors de la récession de 1970–71, mais elle aboutit ensuite à une stimulation excessive de la demande durant le boum économique de 1972–73.

Ces dernières années, comme on l'a vu, la politique monétaire au sein du G 3 a aussi été très accommodante. Les taux directeurs nominaux et réels ont été bas et les agrégats de monnaie et de crédit ont augmenté rapidement. De fait, les taux directeurs réels n'ont été durablement proches de zéro, voire négatifs, qu'à deux reprises en quarante ans : dans la période récente et les années 70. Dans les deux cas, l'expansion de la liquidité mondiale a été substantielle. De plus, les taux longs sont restés assez faibles.





Deuxièmement, les « règles du jeu » du système monétaire international avaient transmis au reste du monde les politiques accommodantes des grandes économies, en particulier des États-Unis. Dans un premier temps, la diffusion s'était opérée via le régime de changes fixes du système de Bretton Woods. En pratiquant une politique d'expansion monétaire et budgétaire pour régler des problèmes économiques internes, les États-Unis avaient exporté l'inflation en raison de leur taille et du rôle de monnaie internationale du dollar. Après l'effondrement du système de Bretton Woods, les autres pays n'étaient plus obligés d'accepter l'inflation américaine et pouvaient laisser s'apprécier leur monnaie. Mais, en pratique, ils ont souvent préféré contrer la hausse du cours de change, surtout lorsqu'elle leur semblait due à des entrées de capitaux spéculatifs. Le caractère incitatif des conditions monétaires s'en est trouvé renforcé dans le monde entier.

...régime de change à biais inflationniste...

Le système actuel, ni régime de changes fixes, ni système purement flottant, présente des similitudes avec les dispositifs antérieurs. L'une des principales est la réticence des pays, à des degrés divers, à accepter une appréciation de leur monnaie vis-à-vis du dollar. Un volume sans précédent d'interventions a entraîné une accumulation massive de réserves en dollars et, dans certains cas, des taux directeurs excessivement bas. L'opposition à la dépréciation du dollar a sans doute pu contribuer à l'expansion rapide de la liquidité mondiale (analysée dans le 74^e Rapport annuel).

Troisièmement, dans les années 60, l'aplatissement de la courbe de Phillips – laquelle tenait une place prépondérante dans l'analyse de la relation entre politique monétaire et économie réelle – avait fait croire à tort aux autorités, comme aux économistes, que la stimulation de l'activité n'entraînerait pas d'accélération de l'inflation (graphique IV.11).

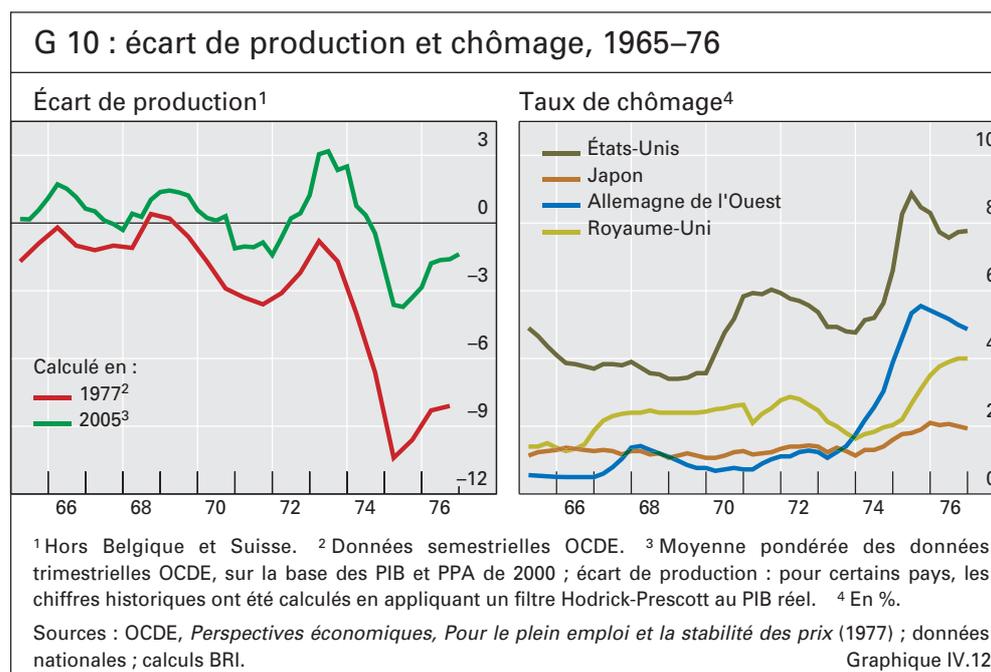
...courbe de Phillips apparemment plate à court terme...

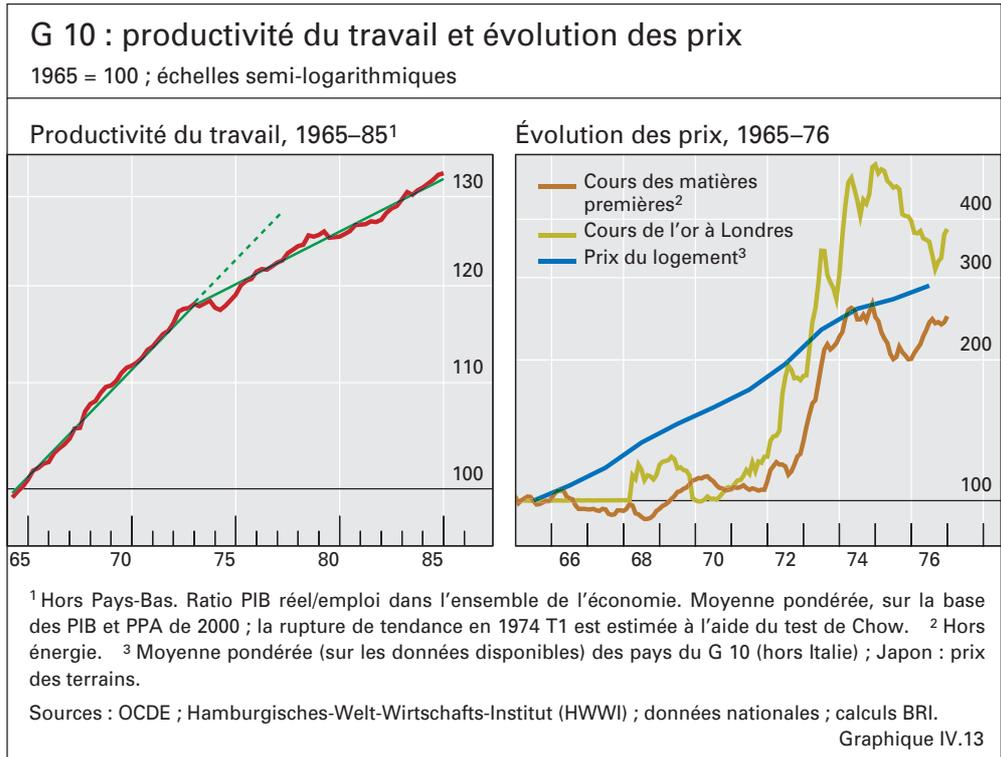
Aujourd'hui aussi, cette courbe, qui représente l'arbitrage à court terme entre activité économique et inflation, s'est considérablement aplatie – au point d'être un peu plus étale et plus basse que durant les années 60. L'activité

semble avoir eu récemment peu de répercussions sur des anticipations d'inflation bien ancrées (graphique IV.11). En outre, après être tombée en disgrâce dans les années 80, la méthodologie de la courbe de Phillips a connu un regain d'intérêt dernièrement : l'actuelle variante keynésienne ouvre des perspectives nouvelles, même si l'on pense généralement qu'elle n'est pas pertinente pour le long terme.

...signaux faussés des indicateurs de sous-utilisation des capacités...

Quatrièmement, durant l'épisode antérieur, les indicateurs classiques des tensions inflationnistes sous-jacentes avaient émis des signaux mitigés, et certainement faussés. Une des principales erreurs venait du fait que les écarts de production passaient pour importants et négatifs. En outre, les taux de chômage augmentaient. À l'époque, la dissociation apparente entre sous-utilisation croissante des capacités et hausse des prix fut expliquée par un changement fondamental dans le processus d'inflation. Certains analystes n'estimaient pas urgent de resserrer la politique monétaire dans de telles circonstances, car ils tablaient sur un retour naturel de l'inflation à des niveaux plus bas, vu le degré de sous-utilisation des capacités. D'autres avaient délaissé l'approche de la courbe de Phillips classique pour une hypothèse selon laquelle l'économie serait soumise à des « limitations de vitesse » : l'accélération de l'inflation du début des années 70 aurait résulté d'une modification non du niveau d'utilisation des ressources, mais de leur mode d'utilisation. Ce n'est que plus tard, avec le recul, qu'il est apparu qu'il y avait eu simplement erreur de mesure (graphique IV.12) ; en réalité, la situation se caractérisait par un excès de demande. L'un des problèmes était que les gains de productivité avaient commencé à ralentir, ce qui n'avait pas été perçu à l'époque (graphique IV.13). En outre, l'augmentation des taux de chômage, qui passait pour conjoncturelle, était en fait largement attribuable aux tendances démographiques et à la générosité des régimes de protection sociale. Dans le même temps, les autorités ont dû tenir compte d'importantes évolutions de





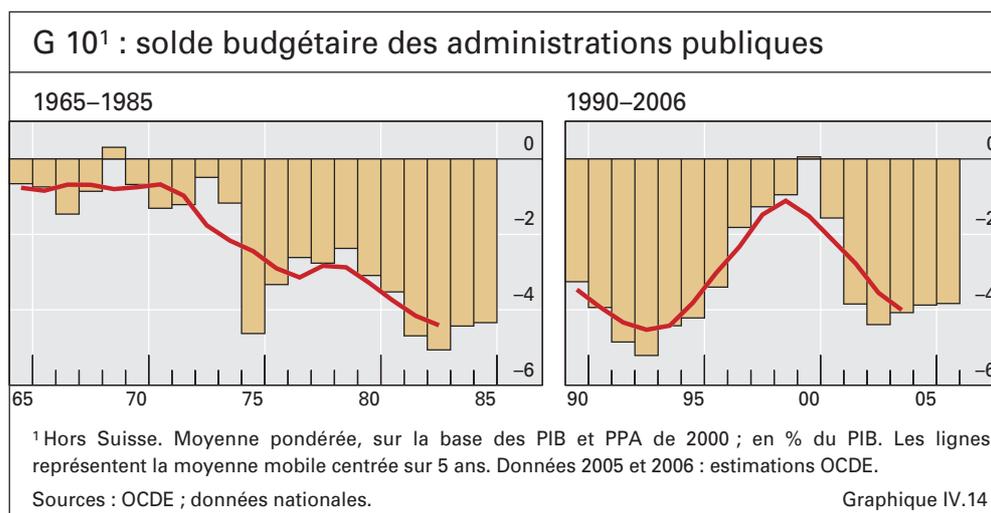
l'offre, notamment des cours pétroliers au milieu des années 70, qui rendaient la situation encore plus opaque.

De nos jours également, les autorités ne peuvent évaluer les tensions inflationnistes avec précision en raison d'incertitudes sur les estimations en temps réel des écarts de production, des taux de chômage non accélérateurs de l'inflation, variables dans le temps, et d'autres indicateurs de sous-utilisation des capacités. Des questions fondamentales sur l'évolution de la productivité et du marché du travail continuent d'obscurcir la visibilité, de même que des questions concernant l'incidence sur l'offre du renchérissement des produits de base. Selon certains, la récente résurgence de l'inflation, malgré la sous-utilisation des capacités qu'ils perçoivent à l'échelle mondiale, s'explique par de nouvelles limitations de vitesse dans plusieurs secteurs, en particulier ceux à forts intrants en produits de base.

Cinquièmement, les cours du pétrole et autres produits de base s'étaient envolés au début des années 70, excédant nettement leurs fourchettes traditionnelles, le pétrole atteignant même des records en termes réels, pourtant dépassés pendant la deuxième crise pétrolière, à la fin de la décennie (chapitre III). En outre, les prix de nombreux actifs offrant une protection contre l'inflation, comme les produits de base hors pétrole et l'immobilier, avaient aussi enregistré des sommets (graphique IV.13). Toutefois, le retournement de ces indicateurs n'avait pas été vraiment synchronisé. Bien entendu, le comportement récent de toutes les matières premières fait largement penser à la période antérieure ; on se souvient peut-être moins que l'immobilier s'était également renchéri. Ce parallèle est intéressant, lui aussi (chapitre II).

Enfin, les politiques budgétaires du début des années 70 étaient devenues plutôt expansionnistes à mesure que les déficits budgétaires se creusaient

...cherté du pétrole et des matières premières...



...politiques budgétaires expansionnistes

(graphique IV.14). Elles étaient généralement évaluées, comme les politiques monétaires, à travers le prisme des objectifs de stabilisation keynésiens de l'époque. Elles étaient censées lisser l'activité, même si leurs délais de mise en œuvre avaient parfois tendance à amplifier le cycle plutôt qu'à l'atténuer. Vers 1975, de véritables déficits structurels étaient apparus, alors que les récessions devenaient moins fréquentes et moins irrégulières. Aujourd'hui, après de gros progrès à la fin des années 90 dans la maîtrise des budgets, des déficits structurels encore plus amples apparaissent (chapitre II).

Ces analogies, bien que frappantes, n'augurent pas nécessairement d'un retour imminent de la spirale inflationniste des années 70. Pour mieux saisir les enjeux, il est instructif d'examiner les enseignements tirés de cette expérience et quelques différences importantes entre les deux périodes.

Les enseignements du passé

Des enseignements majeurs pour la politique monétaire :

Aucun élément ne peut raisonnablement être tenu seul responsable d'un des pires dysfonctionnements économiques des cinquante dernières années. La cause en aura été la conjonction d'évolutions économiques malencontreuses et imprévisibles et de stratégies erronées, dans un environnement économique et financier en mutation, ce dont les autorités n'avaient pas pris toute la mesure. Trois enseignements s'imposent pour la conduite de la politique monétaire.

...la stabilité des prix doit être préservée...

Le premier concerne l'importance de la stabilité des prix et les moyens institutionnels d'y parvenir. Dans les années 70, l'énorme coût de l'hyperinflation est devenu évident. Sans oublier, notamment, le temps et les efforts gaspillés pour éviter l'impact de l'inflation sur les actifs nominaux, ainsi que la distorsion de l'investissement liée à l'indexation imparfaite des barèmes d'imposition. Par sa forte variabilité, l'hyperinflation entraînait en outre des fluctuations excessives de la production, en raison du manque de clarté des signaux émanant des variations des prix relatifs. Elle imposait de surcroît des primes d'inflation élevées sur les actifs financiers. Les années 70 ont aussi montré qu'une inflation élevée ne présentait aucun avantage sur la durée – l'idée, défendue à l'époque, d'un arbitrage positif à long terme entre inflation et croissance était tout simplement fautive ; cet arbitrage s'est plutôt révélé

négatif, avec des effets délétères sur l'activité. Il n'y a donc rien d'étonnant qu'un consensus intellectuel, politique et social se soit progressivement forgé sur la nécessité de combattre l'inflation. Cela a aussi contribué à asseoir la tendance mondiale à accorder aux banques centrales plus d'indépendance dans l'exécution d'un mandat privilégiant la stabilité des prix.

Un deuxième enseignement aura été l'utilité d'une réaction rapide et vigoureuse aux tensions inflationnistes. Durant les années 70, les autorités monétaires appliquaient généralement des politiques accommodantes pour stimuler l'activité, même quand l'inflation s'accélérait, en partie parce qu'elles n'avaient pas pleinement conscience des coûts de l'inflation, mais aussi parce qu'elles se fiaient à la courbe de Phillips. Il est également apparu que, plus on tardait à contrer les anticipations de hausse des prix, plus le coût final du retour à la stabilité était élevé. De ce point de vue, les autorités monétaires ont été beaucoup plus attentives, durant la décennie passée, à resserrer leur politique dès l'apparition des premiers signes clairs d'inflation. Cela a été déterminant pour instaurer et préserver la stabilité des prix.

...il faut agir en anticipant l'inflation...

Une illustration particulière aura été la reconnaissance de la nécessité de réagir vigoureusement aux effets induits d'un renchérissement du pétrole. L'incidence directe est une accélération de l'inflation, proportionnelle à la composante énergétique de l'indice des prix. Un bond ponctuel du niveau des prix n'a pas nécessairement d'impact durable sur l'inflation et ne justifie donc pas forcément de modifier sensiblement l'orientation de la politique monétaire. Cela étant, si les anticipations d'inflation s'orientent à la hausse (par effets induits), une spirale inflationniste des salaires et des prix peut s'amorcer. Les années 70 ont appris aux autorités monétaires qu'une réaction vigoureuse peut casser cette spirale. La Bundesbank, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse, notamment, l'ont démontré lors de la deuxième crise pétrolière : leurs résultats en termes d'inflation ont été bien meilleurs.

Le troisième enseignement des années 70 est qu'il faut évaluer avec prudence la sous-utilisation des capacités – difficile à mesurer précisément, car s'appuyant sur des paramètres non observables, comme la production potentielle ou le taux de chômage non accélérateur de l'inflation, dont la variation peut être imprévisible et identifiable très tardivement. Le ralentissement de la productivité structurelle dans les années 70, pour des raisons qui ne sont toujours pas entièrement claires, montre bien que l'évolution conjoncturelle peut fausser l'évaluation de la sous-utilisation des capacités et amener une politique monétaire trop accommodante. Cela signifie qu'il faut disposer de données actualisées de qualité et les recouper avec d'autres sources ; mais il est avant tout nécessaire d'intégrer, dans les choix de politique monétaire, les incertitudes inhérentes à l'environnement.

...et évaluer avec prudence la sous-utilisation des capacités

À présent : un scénario différent

Fortes de ces enseignements, les banques centrales ne risquent guère de commettre les mêmes erreurs, de sorte que l'histoire ne se répétera pas. Certes, cela n'exclut pas une recrudescence inattendue des tensions inflationnistes, voire de l'inflation elle-même. Mais cela montre que, si elles

Trois grandes mutations de l'environnement économique :

Corrélation inflation/hausse des salaires : comparaison historique						
	États-Unis	Japon	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni
1965–1979	0,76	0,95	0,47	0,75	0,54	0,71
1991–2004	0,28	0,53	0,19	0,11	0,18	0,56

Corrélation entre variations annuelles, en %, des prix à la consommation et des coûts unitaires de main-d'œuvre.
Sources : OCDE ; données nationales ; calculs BRI. Tableau IV.1

devaient se matérialiser, ces tensions seraient fermement contrées et que le problème serait réglé plus rapidement que par le passé.

Notre confiance est, en outre, confortée par l'existence de différences claires entre les deux époques, concernant le comportement des salaires, l'impact de la mondialisation et l'influence des cours du pétrole.

...un comportement plus modéré des salaires...

Dans l'épisode antérieur, le comportement des salaires était, en général, plus étroitement corrélé à l'inflation (tableau IV.1), pour deux grandes raisons. Premièrement, la période se caractérisait par un pouvoir syndical fort et des revendications salariales dures. Les conflits sociaux, notamment en Europe continentale, débouchaient en outre sur des grèves. Du point de vue des pouvoirs publics, un peu plus d'inflation en contrepartie d'un peu moins de grèves pouvait alors apparaître comme une option intéressante, surtout à une époque où les autorités monétaires étaient moins indépendantes. Deuxièmement, les politiques des revenus étaient bien plus répandues, ce qui a eu de lourdes conséquences dans les années 70 lors de la hausse des cours du pétrole et autres produits de base. L'indexation des salaires a généré des gains de revenus nominaux incompatibles avec l'augmentation des transferts vers les pays producteurs de pétrole et de produits de base. Ces mécanismes d'indexation plus ou moins institutionnalisés ont aussi matériellement contribué à pérenniser l'inflation des prix des biens et des services.

Aujourd'hui, les marchés du travail sont bien plus concurrentiels et soumis aux lois de l'offre et de la demande. Le pouvoir des syndicats s'est émoussé et les négociations salariales sont devenues moins rudes. Cela s'explique en partie par l'augmentation de l'élasticité de l'offre de main-d'œuvre, directement, sous l'effet des migrations et, indirectement, par les échanges et la perméabilité des marchés à la concurrence. Quelles qu'en soient les raisons, il en découle un relâchement du lien entre hausse des salaires et inflation, ainsi qu'une diminution de la part du travail dans les revenus. Cela a contribué à réduire la transmission des divers chocs inflationnistes et a ensuite permis de bien ancrer les anticipations d'inflation (chapitre II).

...une accentuation de la mondialisation...

Autre différence, corollaire de la première, les tensions inflationnistes ont aussi été atténuées par une modification des conditions de l'offre mondiale, sous l'effet de plusieurs tendances. Outre d'importants gains de productivité, qui ont permis d'économiser de la main-d'œuvre et de stimuler la croissance tout en maîtrisant les coûts, la mutation la plus spectaculaire a été l'ampleur de la mondialisation. Certes, la pénétration des exportations japonaises et

coréennes était forte dans les années 60 et 70, mais, actuellement, celle des exportations d'Asie (de Chine notamment) contribue encore davantage à la modération des prix à l'importation et des salaires dans la plupart des pays industrialisés (chapitre II). Les efforts de déréglementation ont également joué un rôle, surtout dans les économies émergentes, en intensifiant la concurrence sur les prix.

La troisième différence concerne le rôle macroéconomique du pétrole. Il y a plusieurs bonnes raisons de penser que la cherté du pétrole aura moins d'incidence sur l'inflation dans le contexte économique actuel (chapitre II). Les principales économies industrialisées sont aujourd'hui beaucoup moins dépendantes du pétrole en termes de barils par unité de PIB, en raison d'un recours accru à des technologies énergétiquement plus efficaces et d'un déplacement de l'activité, des industries de transformation vers les services. Selon les estimations actuelles, l'élasticité de l'inflation et de la production par rapport au cours du pétrole s'est réduite.

...et des liens moins forts entre cours du pétrole et macroéconomie

Modification des risques ?

Si les enseignements tirés des erreurs passées peuvent nous rassurer, nous ne sommes pas pour autant à l'abri de nouvelles erreurs. Les principaux risques pour les autorités proviennent rarement de la répétition d'événements connus, mais plutôt d'évolutions imprévues dans l'économie et l'environnement général. Enfin, comme le montre l'expérience du début des années 70, c'est normalement l'interaction entre la politique des autorités et cet environnement qui peut poser de nouveaux problèmes inattendus.

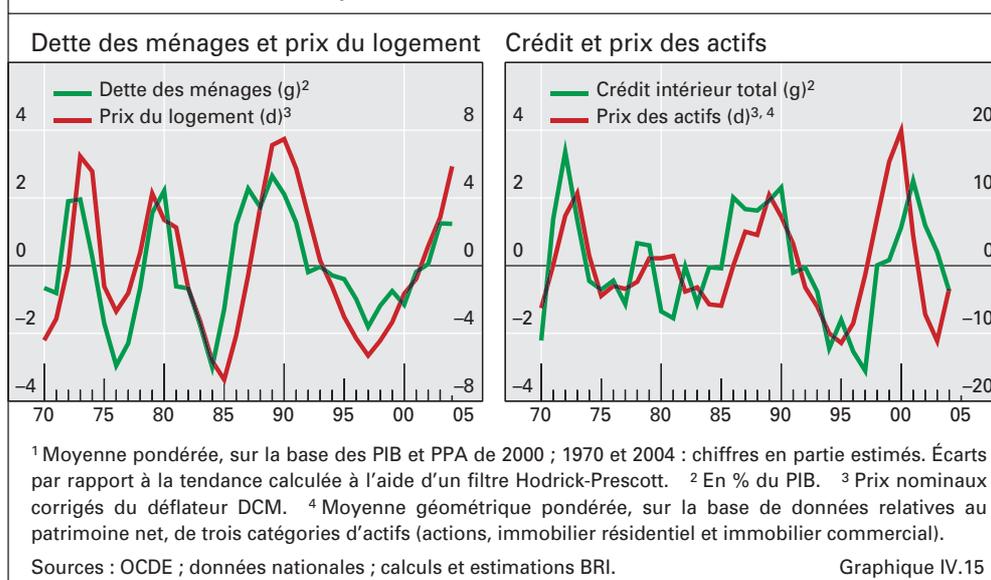
Une répétition de l'histoire est peu probable, mais il existe néanmoins un risque important en raison...

De ce point de vue, les inévitables évolutions imprévues viennent opportunément nous rappeler les limites de nos connaissances sur la dynamique d'une économie moderne. Premier exemple : les prévisions d'inflation ont été systématiquement surestimées durant une bonne partie de la période de désinflation et, de nouveau, plus récemment ; en outre, l'inflation semble désormais moins sensible aux indicateurs nationaux des pressions de la demande (chapitre II). C'est l'image miroir des sous-estimations systématiques de l'épisode antérieur. Deuxième exemple : la conjonction de taux (directeurs et du marché) qui semblent bien inférieurs aux niveaux compatibles avec une croissance non inflationniste à long terme, dans un contexte d'inflation plutôt modérée. Troisième exemple : la persistance des cycles expansion-contraction du crédit et des prix des actifs, avec leurs conséquences chaque fois déstabilisantes pour l'économie (graphique IV.15), malgré l'acquis de la stabilité des prix, ce qui met à mal l'idée qu'ils disparaîtraient avec la fin de l'hyperinflation.

...de l'évolution du processus d'inflation ; de taux directeurs très bas ; de la hausse des prix des actifs et du crédit

Il est certes possible de trouver des explications à ces évolutions déconcertantes. On pourrait dire que, paradoxalement, ces nouveaux défis pour les banques centrales résultent en partie de la confluence de trois mutations incontestablement bénéfiques : la mondialisation de l'économie réelle, facteur fondamental de désinflation ; la libéralisation des marchés des capitaux, synonyme de réduction des contraintes financières pesant sur les processus cumulatifs de formation des prix des actifs ; la crédibilité nouvelle des banques centrales dans la lutte contre l'inflation, ancrage des anticipations

G 10 : dette, crédit et prix des actifs¹



empêchant que les pressions de la demande se traduisent rapidement en poussée d'inflation (Conclusion).

Malgré tout, il est difficile de saisir pleinement l'incidence de chaque mutation, et encore davantage les interactions entre elles. Manifestement, une grande incertitude plane sur les processus en jeu. À n'en pas douter, cela complique la formulation de l'orientation monétaire. Les mutations, en effet, peuvent modifier le mécanisme de transmission des chocs extérieurs et de la politique monétaire, mais aussi la nature des risques.

Certains défis récemment rencontrés par les banques centrales illustrent ces difficultés. Dans plusieurs pays, comme la Suède, le recul de l'inflation bien en deçà des objectifs, malgré la vigueur de l'activité, a conduit à se demander si la banque centrale ne devrait pas assouplir davantage sa politique. Mais cela pourrait bien accentuer les premiers signes de déséquilibres financiers sur le marché du logement, au risque d'un dénouement malvenu par la suite. La sensibilité limitée de l'inflation aux pressions de la demande intérieure peut exacerber le dilemme en plaidant pour un assouplissement plus marqué. Plus généralement, dans de nombreux pays, le niveau relativement élevé de l'endettement des ménages et des prix du logement complique la stratégie d'abandon de l'orientation accommodante. Ce niveau rend d'autant plus difficile le choix de l'ampleur et du rythme du resserrement, en augmentant l'incertitude quant à la réaction des prix des actifs et des décisions de dépenses qui en découlent. En Australie, un relèvement modeste (25 points de base) s'est accompagné d'un ralentissement prononcé du marché du logement. Une mesure plus radicale pourrait s'avérer nécessaire en cas de soudaine poussée d'inflation, par effet décalé des pressions de la demande ou des prix de l'énergie. On ne saurait exclure, alors, qu'un relèvement des taux jugé approprié déclenche, à terme, un épisode de désinflation.

Les banques centrales pourraient être placées face à de nouveaux défis

Ces exemples montrent simplement que, aujourd’hui comme hier, les banques centrales doivent être conscientes des limites de leur savoir et éviter de confondre consensus et vérité. En outre, elles doivent être vigilantes et se préparer à l’apparition de risques venant de domaines inattendus. Rien ne saurait remplacer une évaluation méticuleuse de conditions et processus économiques en mutation. Il est important de tirer les enseignements du passé, mais, comme le souligne la Conclusion, on n’a jamais fini d’apprendre.