

## I. Introduction : capacité de résistance face à des tensions croissantes

Il y a un an, l'excellente performance de l'économie mondiale suscitait à la fois satisfaction et surprise. Satisfaction, car la vigueur de la croissance économique et la faiblesse persistante de l'inflation, dans nombre d'économies émergentes notamment, entraînaient, en général, une hausse du niveau de vie et un recul notable de la pauvreté. Surprise, car un ensemble de déséquilibres, que certains jugeaient de nature à compromettre à terme ces bons résultats, ne l'avaient toujours pas fait. De nombreux indicateurs macroéconomiques clés, qui s'étaient écartés nettement et durablement de leur moyenne historique, n'ont de fait présenté aucun signe de retour à la normale. Ni le niveau d'endettement des ménages, jamais égalé et encore en progression, ni la hausse persistante des cours pétroliers n'ont pesé sur la demande aux États-Unis. Nulle part, les prix records du logement ne se sont effondrés. Le boum de l'investissement ne s'est pas interrompu en Chine. Le crédit n'a pas cessé d'être largement accessible à tous les emprunteurs. Pas plus qu'une nouvelle aggravation inattendue des déséquilibres extérieurs, déjà à un niveau sans précédent, n'a perturbé les changes.

Aujourd'hui, les mêmes sentiments sont plus que jamais d'actualité. Des motifs de satisfaction demeurent. Non seulement les bons résultats se confirment (chapitres II et III), mais certains déséquilibres montrent des signes d'atténuation. La reprise semble bien établie au Japon, tandis qu'une croissance plus soutenue apparaît de plus en plus probable en Allemagne et, plus largement, en Europe continentale : l'expansion mondiale est donc désormais moins tributaire de deux pôles de croissance, États-Unis et Chine. De la sorte, les déséquilibres commerciaux pourraient se réduire. Il y a aussi davantage de raisons d'être surpris. Sur l'année écoulée, d'autres déséquilibres, déjà préoccupants il y a un an, se sont aggravés. En particulier, de nouveaux emprunts massifs ont encore alourdi l'endettement et le poids potentiel du service de la dette. Cela n'a pas empêché la croissance mondiale de prendre de l'ampleur malgré tout.

La vigueur durable de l'activité a cependant conduit à craindre l'apparition de tensions inflationnistes dans le monde. C'est pourquoi les politiques monétaires, qui avaient contribué à des conditions très accommodantes, ont commencé à être modifiées (chapitre IV) : poursuite du resserrement monétaire aux États-Unis et en Europe ; arrêt de l'« assouplissement quantitatif » et des interventions de change au Japon ; réforme annoncée du régime de change en Chine (chapitre V). Fort heureusement, ce qui est satisfaisant et surprenant à la fois, c'est que ces changements d'orientation ne se sont pas, jusqu'à présent (fin mai), accompagnés de fortes tensions sur les marchés financiers. On aurait pu craindre, en effet, que le relèvement des taux

directeurs, conjugué aux déséquilibres fondamentaux, n'affecte les marchés financiers et ne freine la demande, pesant ainsi sur la croissance mondiale et l'emploi.

Cela ne signifie pas que le récent durcissement monétaire est resté sans effet : plusieurs signes indiquent que l'on est peut-être parvenu à un tournant. Les rendements obligataires à long terme ont fini par remonter, surtout depuis le début de l'année, et les autres marchés financiers semblent de plus en plus réagir, eux aussi (chapitre VI). Par ailleurs, la hausse des prix du logement (chapitre VII) et la construction ont ralenti récemment, aux États-Unis et dans plusieurs autres pays. De toute évidence, les responsables appellent de leurs vœux cette décélération ordonnée, permettant un ajustement sans heurts vers une croissance soutenable. C'est ce scénario qu'anticipe le consensus, et que privilégient le FMI et l'OCDE.

Pouvons-nous cependant être assurés d'un tel résultat ? L'essentiel à noter est que la phase de resserrement monétaire, en dehors des États-Unis, ne fait que commencer. C'est seulement au début de 2006 que les taux à long terme, qui sont déterminants sur bien des marchés financiers, ont augmenté sensiblement. Des réactions plus perturbatrices pourraient donc encore apparaître. Le Japon, l'Allemagne et le Sud-Est asiatique ont montré, ces dernières années, qu'un repli conjoncturel coûteux est possible, même après une longue période d'expansion économique, et qu'une stabilité des prix durable ne garantit en rien une croissance soutenue pour l'avenir.

Aujourd'hui, des responsables prudents devraient rester attentifs aux risques qui subsistent et réfléchir aux parades possibles. Quelles mesures préventives pourraient rendre les difficultés moins probables et, le cas échéant, limiter l'ampleur des pertes ? Quel type d'action, pendant ou après ces difficultés, pourrait réduire leurs répercussions ? La Conclusion examinera ces questions prospectives, pour offrir quelques éléments de réponse.

Notre capacité à évaluer les problèmes à venir et les solutions possibles est émuée par le fait que l'économie mondiale suit un processus de mutation structurelle. Les nouvelles technologies et l'ouverture aux influences externes d'économies jusqu'ici fermées ont de profondes répercussions sur l'économie réelle. Par ailleurs, la dynamique de l'inflation a évolué, peut-être fondamentalement. Le secteur financier lui-même a ressenti l'effet conjugué de la mondialisation, de la concentration et du jeu plus actif des forces de marché. Fort heureusement, les banquiers centraux semblent bien au fait de ces mutations et des incertitudes qu'elles provoquent. L'an dernier, on a assisté à une remise en cause croissante des cadres opérationnels de la politique monétaire, lesquels – certains signes le montrent – ont été largement adaptés en réponse. Le changement appelle le changement, ce qui n'est pas un mal.

## Défis inhérents aux récents succès

Sur la période analysée, le dynamisme de l'activité a touché toutes les grandes zones géographiques. Partie essentiellement des États-Unis et de l'Asie, l'expansion s'est étendue aux économies exportant vers ces régions. Par la suite, le surcroît de demande a entraîné une hausse substantielle des cours de

l'énergie et d'autres matières premières. Tout cela a été bénéfique – en termes de volume et de prix – à l'ensemble des économies émergentes, notamment, pour la troisième année consécutive, à l'Afrique. Bien que subissant le contrecoup de l'évolution des prix relatifs, le Japon et l'Europe continentale ont présenté des signes de reprise plus nets.

Pour bénéfique qu'ait été la vigueur de l'activité mondiale, l'évolution de la demande dans certaines économies à forte croissance a été très inhabituelle. Aux États-Unis et ailleurs, la consommation et l'investissement résidentiel privé ont été exceptionnellement dynamiques, grâce à la souplesse des conditions de crédit, à l'augmentation des prix du logement et au développement du financement par extraction hypothécaire. Cela a contribué à la persistance d'un taux d'épargne très bas (voire nettement négatif dans certains cas) et à l'alourdissement de la dette des ménages. En Chine, par contre, les dépenses d'investissement ont été exceptionnellement élevées. Là encore, la souplesse des conditions de crédit a joué un rôle central, de même que l'appui politique à des projets ne répondant pas forcément aux critères usuels du risque de crédit. L'investissement direct étranger, visant surtout à produire pour l'exportation, a, lui aussi, joué un rôle important. Pour résumer succinctement : sous l'effet de ces développements inhabituels, les pays anglophones sont devenus le pôle mondial de consommation de biens échangeables, et l'Asie, Chine en tête, le pôle mondial de l'essor de leur production.

Dans le reste du monde, l'écart le plus frappant par rapport au schéma habituel de la demande a été, dans le contexte d'une épargne des ménages durablement forte, la persistance du faible niveau d'investissement des entreprises. Cette tendance, qui caractérise un grand nombre de pays, est particulièrement singulière au regard de la solidité des bénéfices et de conditions de financement toujours très accommodantes. Elle s'explique peut-être par une certaine indécision après les excès antérieurs ainsi que par des exigences de rentabilité trop élevées dans un monde où les taux d'intérêt sont bas ; mais l'influence de tels facteurs devrait s'estomper avec le temps. Plus fondamentalement, elle serait attribuable à des doutes sur la rentabilité à long terme des investissements, qui auraient trois raisons : éventualité que l'expansion des bénéfices ait essentiellement résulté de facteurs ponctuels – baisse des taux d'intérêt, réductions d'impôts et compression des coûts ; conviction que, dans des pays comme les États-Unis, le niveau élevé de la dépense des ménages n'est pas soutenable ; crainte d'une concurrence future, de la Chine et de l'Inde plus particulièrement.

Le fait que l'épargne soit si faible par rapport à l'investissement intérieur aux États-Unis et dans plusieurs autres pays, alors qu'elle est si forte ailleurs, creuse les déséquilibres extérieurs mondiaux, qui se situent désormais à des niveaux records. Fin 2005, malgré le solde invariablement positif, jusqu'à une date très récente, des revenus nets des investissements, le déficit courant américain correspondait à 6½ % du PIB. Sa contrepartie se retrouve dans les excédents de presque toutes les économies du monde, surtout la Chine, le Japon et, récemment, les exportateurs de pétrole.

La forte demande mondiale est restée une source de satisfaction sur la période analysée, de même que les bons résultats en matière de prix. Si le

renchérissement de l'énergie a généralement fait monter l'inflation affichée, il ne s'est guère transmis à l'indice sous-jacent. Dans la plupart des cas, salaires et avantages annexes sont restés largement contenus. En outre, la productivité a progressé davantage dans les pays (États-Unis, par exemple) où les salaires ont le plus augmenté, ce qui indique que les coûts unitaires de main-d'œuvre n'ont guère varié. Autre facteur favorable en 2005, les bénéfices ont enregistré des records, en proportion du revenu des facteurs, malgré le renchérissement des matières premières. De nouvelles pressions sur les coûts pourraient être maîtrisées, pour un temps, par une compression des marges.

Mais, comme pour la demande, les chiffres agrégés occultent des problèmes latents qui méritent attention. Premièrement, la tendance de l'inflation sous-jacente n'est peut-être pas mesurée de manière fiable, d'autant que les prix relatifs ont beaucoup fluctué ces dernières années. Le coût des services liés au logement, par exemple, est en forte hausse dans la plupart des pays, mais, dans le calcul de l'indice des prix à la consommation, soit il n'est pas mesuré correctement, soit il n'est pas pris en compte. Deuxièmement, le concept d'inflation « sous-jacente » repose sur l'exclusion des produits à prix volatils, dont l'énergie – qui ne cesse d'encherir depuis plus de trois ans ; le vécu des consommateurs confrontés à cette augmentation des prix de l'énergie et des services liés au logement pourrait peser sur les négociations salariales. Troisièmement, dans un grand nombre de pays, les effets de la flambée des prix de l'énergie ont été atténués par des contraintes administratives et des subventions publiques, qui sont appelées à disparaître. Quatrièmement, l'économie mondiale se rapprochant de son niveau de pleine capacité, on peut s'attendre à une accentuation des tensions inflationnistes.

Les appels à la « vigilance » à l'égard des prix se sont faits d'autant plus pressants, ces derniers trimestres, que les conditions sont, depuis longtemps, très accommodantes pour la monnaie et le crédit. Aux États-Unis et dans la zone euro, les taux directs réels ont été négatifs pendant plusieurs années, et sont bien inférieurs à la croissance potentielle depuis le début de la décennie. Les agrégats de la monnaie et du crédit confirment cette aisance monétaire : tous augmentent nettement depuis quelques années et, dans certains cas, à un rythme qui s'est accéléré durant la période analysée. Les économies émergentes présentent des tendances similaires, sous l'effet d'une création de crédit plus rapide et d'entrées de capitaux records. Le reflux ultérieur des fonds vers les pays industrialisés, par le placement des réserves de change, complète le processus par lequel le secteur officiel accroît les liquidités mondiales.

Sur la période examinée, l'évolution d'autres variables financières a également été influencée par des conditions monétaires restées accommodantes. L'élément le plus notable, étant donné son impact sur de nombreux marchés, a été l'inertie prolongée du rendement à long terme américain face au substantiel relèvement du taux des fonds fédéraux, dans un contexte de forte croissance économique. C'est seulement en mars 2006 que, après une longue phase de baisse, le rendement à long terme a fini par revenir à son niveau de juin 2004, début de la phase de resserrement monétaire. Dans les autres pays industrialisés, les taux longs ont suivi une trajectoire similaire,

à des niveaux inférieurs toutefois, justifiés par une activité plus faible. D'un côté, ce phénomène s'expliquerait, d'après plusieurs études, par les achats massifs d'obligations à long terme, essentiellement en dollars EU, par les banques centrales étrangères ainsi que par les fonds de pension et sociétés d'assurance, désireux de couvrir leurs passifs à long terme. D'un autre côté, on ne peut totalement exclure la possibilité que le marché anticipait une récession généralisée, en réaction aux excès actuels, par exemple.

Sur les autres marchés financiers, l'évolution ne semble pas corroborer les interprétations les plus pessimistes. Les prix de presque tous les actifs financiers de long terme sont toujours aussi fermes. Les primes sur obligations d'entreprise à haut rendement sont tombées à des niveaux proches de leurs creux conjoncturels. Les primes souveraines sont descendues encore plus bas, à des minimums historiques, où, dans l'ensemble, elles se sont maintenues. Exception faite des places américaines, les cours mondiaux des actions ont affiché des gains réguliers presque partout en 2005 – assez spectaculaires, même, au Japon et dans nombre d'économies émergentes. Et, comme on l'a vu, les prix du logement ont poursuivi leur ascension dans la plupart des pays. Enfin, confortant encore l'optimisme, le coût de la couverture contre la volatilité attendue (calculée à partir des prix des options) a été exceptionnellement faible ces derniers trimestres.

Il n'est pas difficile de trouver, sur chacun de ces marchés, des facteurs spécifiques à l'appui de cet optimisme. Pour les obligations, par exemple, les défauts d'entreprise sont exceptionnellement peu nombreux depuis quelques années, tandis que les émetteurs souverains ont bénéficié d'une amélioration des politiques économiques et des positions extérieures, ainsi que d'un recul de la volatilité macroéconomique dans les pays industrialisés. Cela étant, la hausse concomitante des prix de tous les actifs de long terme conduit naturellement à envisager une influence commune, qui pourrait être, à divers degrés, l'aisance des conditions de crédit sur une longue période, déjà mentionnée. Cette interprétation est d'ailleurs corroborée par le récent comportement des cours des matières premières, pétrole et or en particulier : la tendance haussière quasi ininterrompue a commencé vers la mi-2003, lorsque les taux directeurs des grands pays industrialisés se situaient à leur plus bas.

Avec des motivations quelque peu différentes, pratiquement toutes les banques centrales des grands pays industrialisés ont opéré un resserrement monétaire. Ce processus est demeuré le plus avancé aux États-Unis, où chaque réunion du Comité fédéral de l'open market (CFOM) a donné lieu à un relèvement de 25 points de base du taux des fonds fédéraux, porté à 5 % à la mi-mai 2006. Si l'inflation sous-jacente (d'après l'indicateur préféré par la Réserve fédérale) est restée contenue, l'indice global est monté à 4 1/2 % environ en 2005, sous l'effet du renchérissement de l'énergie. En outre, la réduction des capacités excédentaires annonçait la montée des tensions inflationnistes, tout comme l'essor, toujours aussi rapide, des prix du logement. La BCE, quant à elle, a relevé ses taux à deux reprises, malgré des capacités excédentaires relativement plus élevées, face aux préoccupations exprimées sur l'évolution des indicateurs des deux piliers de sa stratégie monétaire : augmentation de l'inflation affichée due à l'envolée des cours

pétroliers, ce qui a renforcé la nécessité de vigilance à l'égard de hausses salariales ultérieures ; expansion du crédit en nette accélération, particulièrement sous forme de prêts hypothécaires aux ménages.

Même au Japon, où les autorités s'attachaient depuis des années à contrer les forces déflationnistes, la banque centrale a décidé de commencer à mettre fin avec prudence à sa politique d'assouplissement quantitatif, car il apparaissait de plus en plus que celle-ci avait enfin obtenu des résultats. La Banque du Japon a néanmoins précisé que cela ne signifiait pas qu'elle avait résolu de relever les taux courts. Tout comme la hausse « mesurée » des taux de la Réserve fédérale, sa stratégie visait à éviter tout effet déstabilisateur d'un dénouement brutal des positions financières accumulées durant la longue période de taux extrêmement bas. Dans les autres pays industrialisés, un ajustement prudent a été mené pour des raisons très similaires.

Ce processus de resserrement monétaire a eu un effet secondaire indésirable. Le relèvement des taux ayant été plus marqué aux États-Unis, le dollar s'est vivement apprécié, en termes effectifs, pendant la majeure partie de 2005, avant de se replier un peu par la suite. Cette revalorisation allait à l'encontre des anticipations de ceux qui soulignaient l'ampleur croissante, en vérité insoutenable, du déficit extérieur américain. En prenant ainsi de la vigueur, le dollar a peut-être même aggravé ce déficit. Les importations se sont fortement accrues, en proportion du PIB, et seulement en partie à cause du renchérissement du pétrole. Dans le reste du monde industrialisé, le repli des monnaies a atténué l'incidence généralement négative, sur le solde courant, de la hausse des cours des matières premières et de la détérioration des termes de l'échange.

On aurait pu s'attendre que l'appréciation du dollar, conjuguée au relèvement des taux directeurs aux États-Unis, réduise les flux de capitaux vers les économies émergentes, ce qui aurait affaibli les monnaies locales. Toutefois, là encore à l'encontre des anticipations, ces monnaies se sont, pour la plupart, raffermies, nettement dans certains cas, pendant la majeure partie de la période. Cette évolution s'explique par l'amélioration des balances commerciales – grâce aux recettes tirées des produits de base et à l'assainissement des politiques intérieures –, mais aussi par la progression record des entrées de capitaux, sous des formes très diverses. Quand les taux d'intérêt ont augmenté aux États-Unis, les spéculateurs se sont, semble-t-il, reportés vers les pays industrialisés à faible taux d'intérêt pour continuer de financer leurs prêts en monnaies mieux rémunérées (*carry trade*).

Face à ces pressions sur le change, les économies émergentes ont recouru à divers moyens d'action, associés à des degrés variés : revalorisation de la monnaie, interventions sur les marchés et assouplissement de l'orientation monétaire. Elles se sont généralement montrées plus disposées à accepter une appréciation de leur monnaie. Pourtant, hormis en Amérique latine, les taux d'intérêt réels ont essentiellement été maintenus proches de zéro, tout comme dans la plupart des pays industrialisés. Les réserves ont été portées à des niveaux records par les interventions, même si leur rythme de progression s'est ralenti. Elles ont augmenté dans pratiquement tous les pays, massivement dans le cas de la Chine.



Entre février et mi-mai 2006, le schéma d'accélération de la croissance et du resserrement monétaire s'est généralisé dans les pays industrialisés, et les premiers signes d'un changement du climat financier sont apparus. Le plus important, peut-être, est que les rendements longs sont sensiblement remontés aux États-Unis, ainsi qu'en Europe et au Japon. En outre, le dollar a recommencé à perdre de la vigueur, à un rythme qui s'est accéléré à partir d'avril, surtout contre le yen et l'euro. Les monnaies à haut rendement comme le dollar néo-zélandais, le forint hongrois et la couronne islandaise – auparavant très prisées des spéculateurs – ont chuté, car l'attention s'est soudain portée sur les déséquilibres intérieurs (vive hausse des prix du logement et faiblesse du taux d'épargne) et les déficits extérieurs importants qui leur sont associés. Les marchés des actions du Moyen-Orient, région que le renchérissement de l'énergie avait bien favorisée, se sont contractés encore plus fortement, les investisseurs locaux mettant un frein à leur exubérance. Dans beaucoup d'autres économies émergentes, les marchés des actions ont également pâti, en mai, du retrait des investisseurs étrangers. Ces événements annoncent-ils un retour plus généralisé et durable des investisseurs à la prudence ? On ne saurait le dire. Dans le passé récent, la prédiction en a été souvent démentie. Mais il est vrai que nous nous trouvons, cette fois, dans le contexte d'un resserrement monétaire à l'échelle mondiale.

### Mutations structurelles et réorientation des politiques monétaires

L'intégration des processus de production dans l'économie mondiale est remarquable depuis le début des années 90. Elle s'est accompagnée d'un accroissement de la productivité et d'une expansion massive de l'offre effective de main-d'œuvre au niveau planétaire. Ces deux facteurs ont continué de peser directement sur les prix des biens et services échangés en 2005, moins peut-être que précédemment. Des effets indirects persistent cependant, influant sur le processus de détermination des prix et des salaires. Non seulement la main-d'œuvre étrangère permet de plus en plus de répondre à la pénurie de travailleurs, mais les menaces de délocalisation d'usines tout entières deviennent de plus en plus crédibles. L'an passé, ces tendances longues ont été renforcées par des opérations de fusion-acquisition, en Europe spécialement. On a surtout noté les offres d'achat de cibles du monde émergent, voire de pays industrialisés, lancées par des entreprises des économies émergentes. Cela marque une étape importante et politiquement sensible du processus de mondialisation.

Les signes de résistance à toutes ces forces se sont multipliés l'an passé. Aux États-Unis, le creusement du déficit extérieur avec la Chine a entraîné une intensification des pressions politiques sur les autorités chinoises pour qu'elles relèvent la valeur du renminbi. La légère réévaluation de juillet 2005 – accompagnée de l'annonce d'un rattachement à un panier de monnaies (à la place de l'arrimage au dollar) – a été jugée insuffisante par beaucoup aux États-Unis. Plusieurs projets de loi ont alors été soumis au Congrès américain pour imposer des tarifs douaniers sanctionnant les importations chinoises. De même, les responsables politiques ont montré une vive réticence à laisser des

capitaux, de Chine d'abord, et du Moyen-Orient ensuite, acquérir une participation de contrôle dans certaines entreprises américaines. En Europe, la résistance a pris la forme de mesures allant à l'encontre de la libéralisation du marché des services au sein de l'Union européenne et des acquisitions transfrontières, dans les secteurs financier et énergétique notamment. En France, un large mouvement de protestation contre de nouvelles mesures de libéralisation du marché de l'emploi a témoigné du climat d'incertitude et de crainte engendré par le processus de mondialisation.

Les marchés financiers sont, eux aussi, engagés dans un processus de mutation structurelle. Il faut se féliciter de la capacité accrue des emprunteurs des économies émergentes à émettre des obligations dans leur propre monnaie, parfois d'échéance très longue. Ainsi, semble-t-il, s'est formée l'an passé une nouvelle catégorie d'actifs qui suscite l'intérêt de nombreux investisseurs, fonds de pension notamment. *A priori*, ce phénomène semble réfuter la thèse du « péché originel », selon laquelle ce type de financement est refusé aux pays dont les antécédents de résultats macroéconomiques sont médiocres. Mais il pourrait se révéler n'être qu'une conséquence éphémère de l'abondance de liquidités et d'une plus grande appétence pour le risque.

Une autre évolution notable a été l'expansion toujours aussi spectaculaire des marchés de transfert du risque de crédit, et en particulier de divers financements structurés garantis par une gamme croissante d'actifs à risque, dont l'immobilier commercial. Il s'agit, certes, là encore, d'une étape importante vers des marchés plus complets et efficaces. Mais elle n'est pas sans risques : dans un rapport publié l'an dernier, un groupe de travail du secteur privé spécialisé dans ces marchés a attiré l'attention sur l'insuffisance fréquente de la documentation juridique et sur certains aspects de risque opérationnel. Les superviseurs des places de New York et de Londres, où fonctionnent la plupart de ces marchés, ont réagi énergiquement et sans tarder pour favoriser les améliorations requises.

Les travaux des banquiers centraux ont été influencés, favorablement et défavorablement, par ces mutations structurelles. En particulier, les chocs positifs du côté de l'offre, dont l'incidence de la mondialisation sur le marché du travail, leur ont facilité la tâche en maintenant l'inflation à un faible niveau. Cependant, ils ont pu aussi conduire d'aucuns à penser trop vite que la lutte contre l'inflation avait été définitivement gagnée. Les marchés financiers sont devenus plus complets et généralement plus efficaces, mais ils ont parfois connu, semble-t-il, des phases de sous-estimation du risque et d'expansion excessive du crédit. Conjugués, l'abondance de liquidités et le bas niveau des primes de risque pourraient finir par raviver l'inflation ou entraîner des déséquilibres financiers, voire les deux à la fois.

Depuis quelques années, les banquiers centraux se montrent mieux disposés à intégrer de telles préoccupations dans leur stratégie monétaire. Ils ne cessent de rappeler la nécessité de relever les taux vers des niveaux plus « normaux » ou « neutres ». S'agissant du cadre opérationnel, la Banque du Japon a annoncé que, à l'avenir, ses décisions seraient déterminées par deux « perspectives » : les prévisions d'inflation à court terme et la nécessité d'éviter les problèmes de plus long terme, comme ceux qui sont apparus à la fin des



années 80. La stratégie des deux piliers de la BCE semble, elle aussi, aller dans ce sens. Ces adaptations s'appuient toutes sur des travaux de recherche empirique toujours plus nombreux à montrer que monnaie, crédit et conditions financières jouent finalement un rôle décisif dans la stabilité macroéconomique à long terme.