

## IV. Politique monétaire dans les pays industriels avancés

### Faits marquants

L'orientation monétaire s'est généralement resserrée dans les pays industriels avancés durant la période sous revue. Les banques centrales ont relevé leurs taux directeurs, essentiellement en réaction à l'accroissement du degré d'utilisation des ressources, dans le contexte d'une expansion de la demande mondiale et de la menace concomitante de tensions inflationnistes. La cherté des produits de base, du pétrole brut surtout, au début de la période, a renforcé les craintes d'une répercussion des tensions à court terme sur les anticipations d'inflation à long terme.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a maintenu le statu quo sur l'essentiel de la période, devant le tassement de l'activité économique et l'atténuation des risques inflationnistes. Néanmoins, une modération de l'inflation sous-jacente paraissait de plus en plus hypothétique. La BCE a resserré sensiblement les conditions monétaires, en raison notamment de la diminution des capacités inutilisées et d'une vive expansion de la masse monétaire et du crédit. Pour la Banque du Japon, la situation était différente. Les obstacles structurels à la croissance étant levés, l'économie nipponne a présenté des signes plus tangibles d'une reprise soutenue. La banque centrale a invoqué son nouveau cadre d'analyse monétaire reposant sur deux perspectives pour justifier les deux relèvements de son taux directeur, qui restait encore très bas à la fin de la période.

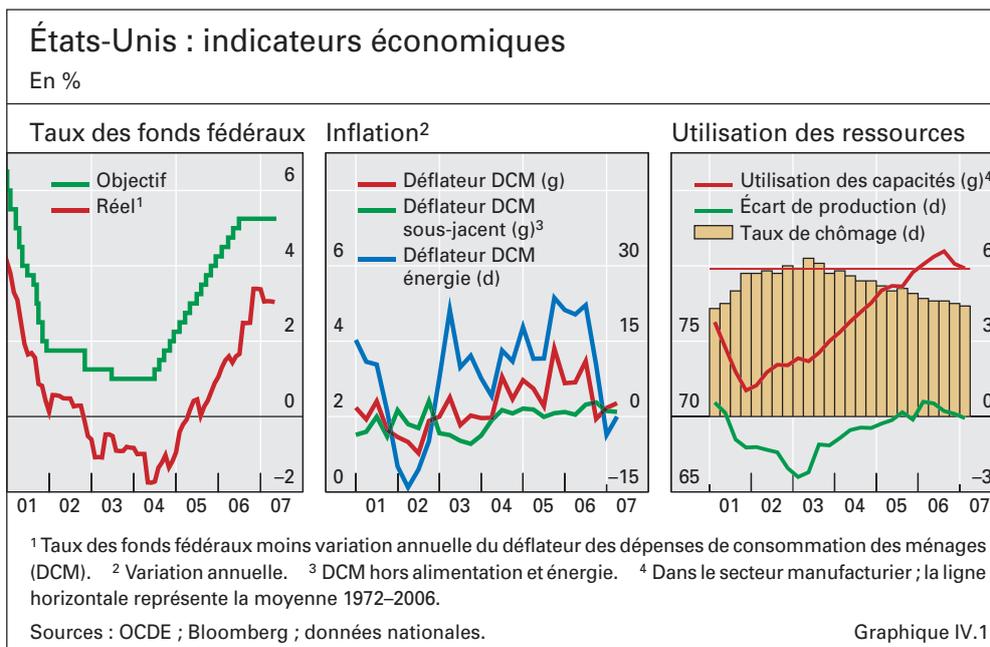
Les banques centrales des autres pays industriels avancés ont généralement resserré leur orientation monétaire pour faire face à diverses forces internes et externes. La Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la Banque de Réserve d'Australie et la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande ont rehaussé leurs taux directeurs, déjà relativement hauts, l'inflation étant parfois jugée un peu élevée. Les banques centrales de Norvège, de Suède et de Suisse ont quelque peu normalisé leurs taux directeurs qui, au départ, étaient relativement bas.

Malgré la hausse des taux directeurs et le maintien de l'inflation à un niveau bas dans l'ensemble, d'aucuns se sont inquiétés de la rapide expansion de la monnaie et du crédit, en raison notamment du débat actuel sur le rôle de ces agrégats dans la conduite de la politique monétaire. La dernière partie du présent chapitre évalue les différents points de vue alimentant le débat, à la lumière de l'expérience acquise par les banques centrales ces trente-cinq dernières années.

### Synthèse des évolutions

#### *États-Unis*

La Réserve fédérale a, dans un premier temps, réduit le degré d'accommodation monétaire par un 17<sup>e</sup> relèvement de 25 pb du taux-objectif des fonds fédéraux,



porté à 5,25 % en juin 2006, et maintenu par la suite (graphique IV.1). La stabilité du taux ne traduit toutefois pas les risques auxquels les autorités ont eu à faire face, compte tenu des perspectives changeantes de l'économie et de l'inflation. Pendant la majeure partie de la période, la grande question pour la Réserve fédérale était de déterminer la pertinence de nouvelles actions, essentiellement dans le sens d'un resserrement, pour assurer une baisse progressive de l'inflation sous-jacente et la soutenabilité de la croissance. Toutefois, devant la modération de l'activité, la crainte d'une surchauffe s'est peu à peu dissipée. Les résultats ultérieurs ont, dans l'ensemble, conforté l'avis de la Réserve fédérale selon lequel les hausses antérieures des taux induiraient un ralentissement de l'économie, marché du logement en tête.

Fin 2006–début 2007, les données macroéconomiques ont particulièrement pesé sur son évaluation des perspectives de croissance. Face à des forces contraires, l'orientation de la politique monétaire est devenue plus délicate à déterminer. Si la poursuite des ajustements dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt a contribué à une modération encourageante de l'activité, des perturbations grandissantes sur le marché hypothécaire de moindre qualité ont fait craindre une contraction plus générale dans le secteur du logement (chapitre II). Les modestes répercussions sur les autres marchés et sur la propension des ménages à dépenser ont conforté, dans une certaine mesure, l'impression que les éventuelles retombées seraient brèves. Dans ce contexte, la morosité quelque peu atypique de l'investissement en capital fixe (malgré la faiblesse des primes de risque, la solidité des bénéficiaires et l'expansion modérée de la demande globale) a toutefois pris davantage d'importance dans l'évaluation des risques pour la croissance.

Dans le même temps, la Réserve fédérale a exprimé ses préoccupations devant le niveau élevé de l'inflation sous-jacente, craignant une hausse des anticipations. Si la cherté de l'énergie et des autres produits de base a contribué au ralentissement de l'activité, elle a aussi influencé l'indice général

La Réserve fédérale a encore resserré son orientation, avant de marquer une longue pause

L'activité économique s'est modérée...

...mais l'inflation est restée élevée

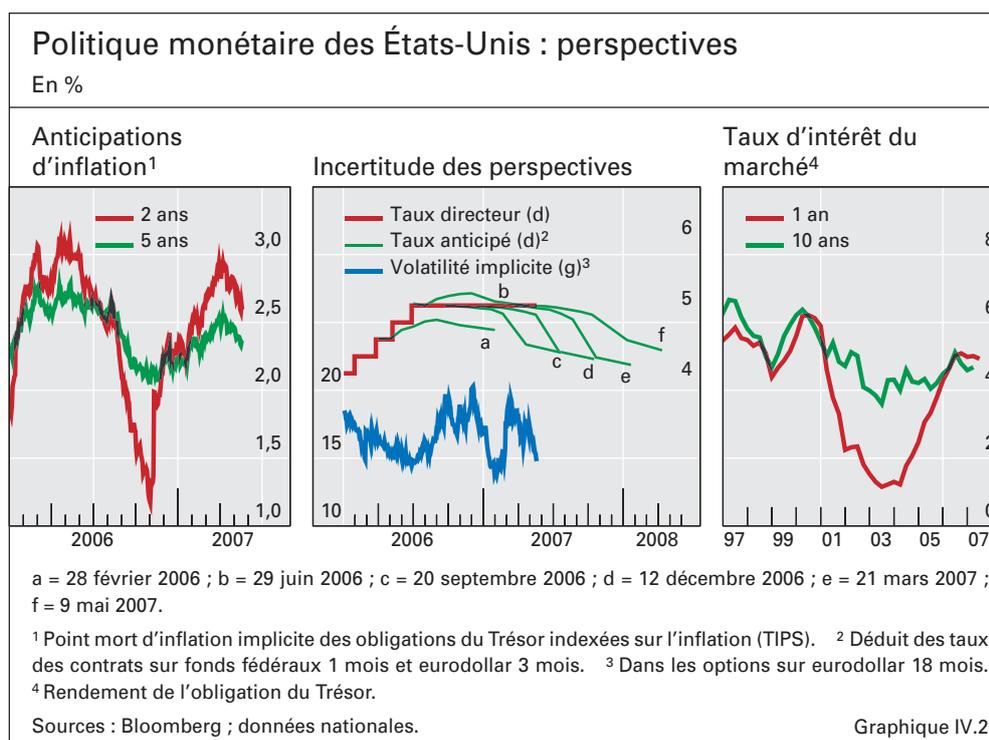
des prix et a semblé se transmettre progressivement à l'inflation sous-jacente, surtout en 2006. Même si les tensions sur les prix de l'énergie se sont apaisées en fin d'année, le Comité fédéral de l'open market (CFOM) craignait de plus en plus que l'inflation sous-jacente dépasse le niveau compatible avec une croissance soutenable et des prix stables à moyen terme. Tout en tablant sur une modération de l'inflation sous-jacente, le CFOM a également tenu compte de la possibilité que cette dernière ne diminue pas autant que prévu, les anticipations pouvant alors s'ancre à un niveau trop élevé (graphique IV.2) – d'autant que le marché du travail est devenu de plus en plus tendu et que les pressions salariales se sont intensifiées dans certains secteurs. En outre, si l'on en juge par l'aplatissement observé de la courbe de Phillips de court terme, la lutte contre l'inflation pourrait entraîner un coût en termes de production plus élevé que par le passé.

Une orientation monétaire plus incertaine et dépendante des informations...

Par ailleurs, la politique de communication de la Réserve fédérale a évolué. L'orientation monétaire dépendant de plus en plus d'informations statistiques, le CFOM a noté que le caractère plus subordonné de ses déclarations rendrait ses décisions sur les taux plus difficiles à anticiper. Si cette évolution n'a pas altéré la transparence du CFOM, elle a néanmoins affecté les marchés financiers, ce qu'illustrent les fluctuations des projections à 6 mois des taux directeurs, inférées des contrats à terme sur fonds fédéraux pour 2007. Toutefois, au vu de la volatilité implicite des options, l'incertitude générale est restée historiquement faible (graphique IV.2).

...surtout concernant l'évolution de l'inflation

Vers la fin de la période, les marchés ont estimé que l'orientation à court terme du taux des fonds fédéraux était un peu plus incertaine qu'elle ne l'avait été en moyenne ces dernières années. D'une part, tant que l'inflation sous-jacente a continué d'approcher, ou même de dépasser, la limite



supérieure de la zone de confort définie par le Comité, ce dernier s'est réservé la possibilité de relever les taux ou de rallonger la période durant laquelle le niveau actuel serait maintenu. D'autre part, si la modération attendue de l'inflation sous-jacente se réalisait sans révision du taux directeur, ou si l'économie ralentissait davantage qu'anticipé, les taux s'ajusteraient probablement à la baisse. Et pourtant, ces incertitudes à court terme n'ont pas semblé avoir d'incidence sensible sur les taux longs, qui sont restés bas, se maintenant à l'intérieur d'une marge étroite autour de 5 %.

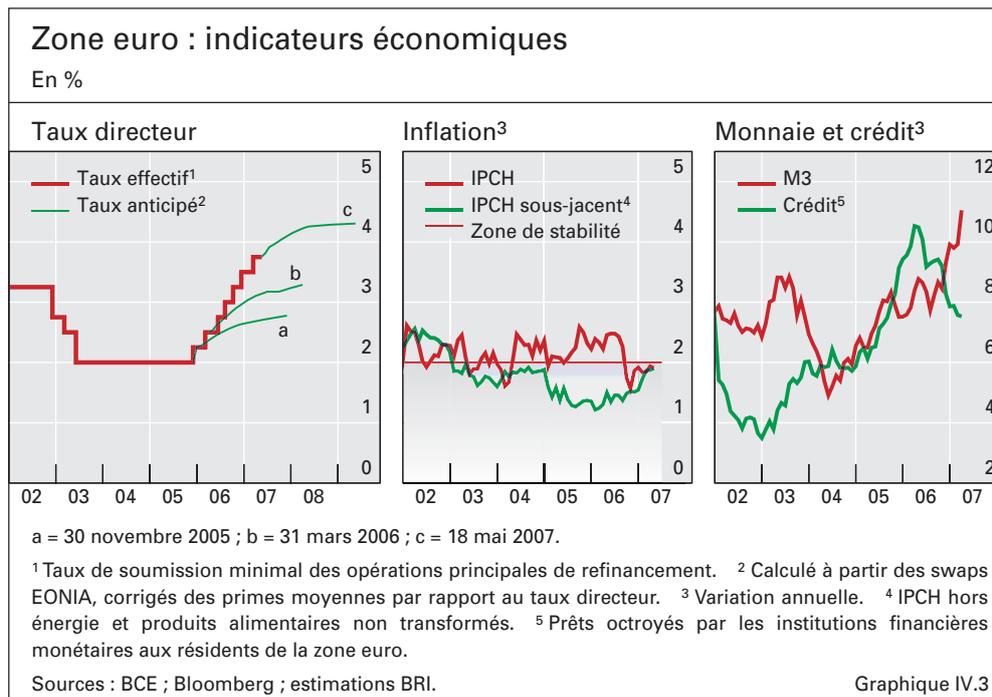
### Zone euro

La BCE a fortement resserré sa politique monétaire sur la période. Elle a procédé à cinq relèvements de 25 pb, qui ont porté son taux directeur à 3,75 %, poursuivant le processus de normalisation amorcé fin 2005. Avant cela, en rehaussant son taux à 2,5 %, elle avait mis fin à deux ans et demi de stabilité, au niveau historiquement bas de 2 % (graphique IV.3). Le resserrement était surtout motivé par l'apparition de signes d'un possible réveil de l'inflation, révélés par l'analyse tant économique que monétaire de la BCE, même si l'inflation effective restait bien maîtrisée. La BCE continuait néanmoins de considérer son orientation comme plutôt accommodante en fin de période. Les marchés ont semblé tabler sur un nouveau relèvement en 2007, qui porterait le taux directeur à environ 4,25 %, soit quelque 75 pb de plus que le plafond escompté un an auparavant.

La BCE a continué de relever ses taux...

Les anticipations des intervenants sur l'orientation des taux directeurs ont été révisées à la hausse, en grande partie parce que l'activité économique présentait un rythme et une dynamique plus vigoureux que prévu, risquant d'accentuer les tensions inflationnistes. La croissance du PIB réel en 2006 a dépassé la limite supérieure de la fourchette de prévisions établie par la BCE

...en raison de la vigueur de l'activité économique...



plus tôt dans l'année. En outre, les projections de croissance de la production pour 2007 ont été corrigées à la hausse (+0,5 point de pourcentage).

...alors même que l'inflation baissait

L'inflation IPCH a diminué sur la période pour s'établir, en mars, à 1,9 %, niveau compatible avec l'objectif de stabilité des prix de la BCE – à savoir un taux tout juste inférieur à 2 %. L'inflation sous-jacente est restée modérée, mais a augmenté. Selon la BCE, l'inflation affichée devrait se maintenir dans une fourchette centrée légèrement au-dessous de 2 % en 2007 et sur 2 % en 2008 ; néanmoins, des risques pèsent sur la stabilité des prix. Premièrement, la vive progression de la production ayant coïncidé avec la chute du chômage à des niveaux historiquement bas, une accélération des hausses de salaires serait à craindre (chapitre II). Deuxièmement, il conviendrait de prendre en compte la possibilité d'un nouveau renchérissement du pétrole ou d'une augmentation supplémentaire des prix administrés et des impôts indirects.

La chute du chômage...

...et la vive expansion de la masse monétaire ont signalé des risques d'inflation

L'analyse monétaire de la BCE a confirmé les risques d'une poussée de l'inflation. La croissance annuelle de M3 s'est accélérée, atteignant 10,9 % en mars, son plus haut niveau depuis le passage à l'euro. Par ailleurs, contrairement aux années précédentes, cette rapide progression n'a pas semblé être due à un désengagement vis-à-vis des placements à long terme, mais plutôt aux efforts des intermédiaires pour financer l'expansion toujours soutenue des actifs. Le total des créances bancaires envers les résidents de la zone euro, en mars, était supérieur de 7,7 % à son niveau d'un an auparavant. L'augmentation toujours vive des agrégats de monnaie et de crédit s'explique par le niveau généralement bas des taux d'intérêt, la solidité de l'expansion économique et le dynamisme de l'immobilier dans diverses régions de la zone euro, dont l'ensemble nécessite, selon la BCE, un étroit suivi.

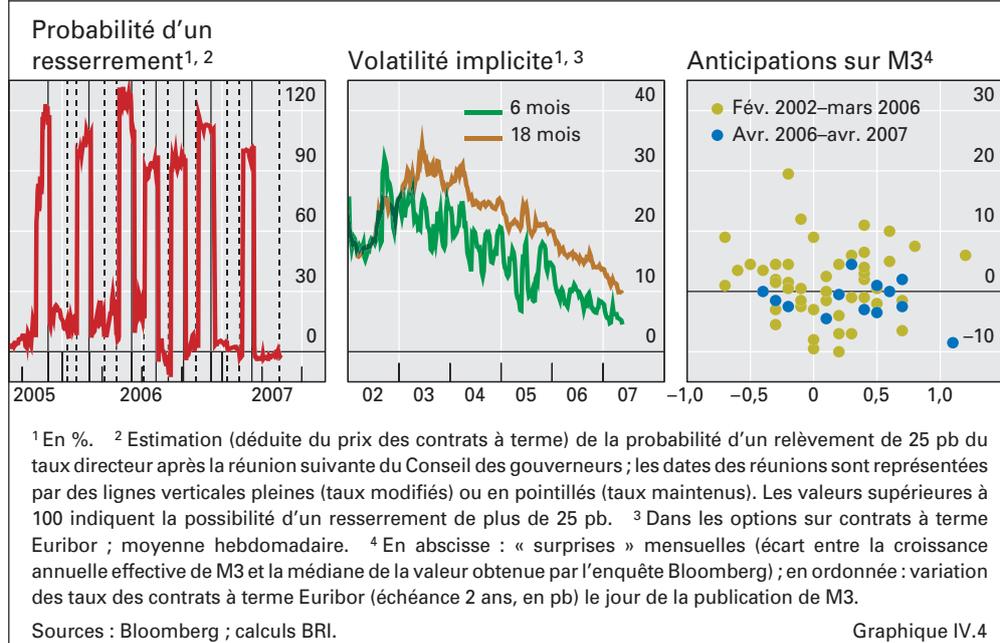
Les marchés ont anticipé correctement les décisions sur les taux directeurs...

La réaction des marchés financiers a reflété les succès et les difficultés de la stratégie de communication de la BCE. La banque centrale a cherché à être raisonnablement prévisible dans ses décisions à court terme, et elle y est globalement parvenue. Les intervenants ont pu anticiper ses relèvements avec une relative précision lors de l'épisode de resserrement monétaire (graphique IV.4). Suite aux déclarations prononcées après chaque réunion mensuelle du Conseil des gouverneurs, la probabilité d'un relèvement lors de la réunion suivante, implicite dans les contrats à terme sur taux, s'envolait à 100 % ou tombait à quasiment zéro, restant proche de ces valeurs jusqu'à la décision suivante, qui a chaque fois été correctement anticipée. Le caractère prévisible de la politique monétaire à court terme pourrait avoir contribué à la chute de la volatilité implicite de l'Euribor à des niveaux historiquement bas. Toutefois, des baisses similaires ont également été observées dans un éventail plus large d'indicateurs d'incertitude sur les marchés financiers (chapitre VI).

...mais sont restés indifférents aux annonces concernant M3

La BCE reconnaît néanmoins qu'il a été difficile de faire clairement comprendre comment ses décisions prennent en compte l'expansion de la masse monétaire. En fait, les intervenants semblent ne pas avoir prêté grande attention aux publications statistiques concernant M3, malgré les messages répétés de la BCE signalant l'importance accordée à la forte accélération de l'agrégat dans son évaluation des risques de reprise de l'inflation. L'effet sur

## Communication de la BCE et incertitude du marché



les contrats à terme des taux courts, notamment, n'a pas été particulièrement sensible le jour de l'annonce que le taux de croissance annuel de la masse monétaire était supérieur ou inférieur aux anticipations des marchés. Toutefois, on ignore si cela tient à des difficultés de communication ou si le lien entre ce type d'annonce et les contrats à terme sur taux est, par nature, trop épisodique et tributaire de l'évolution d'autres facteurs pour qu'une réaction significative soit observée.

### Japon

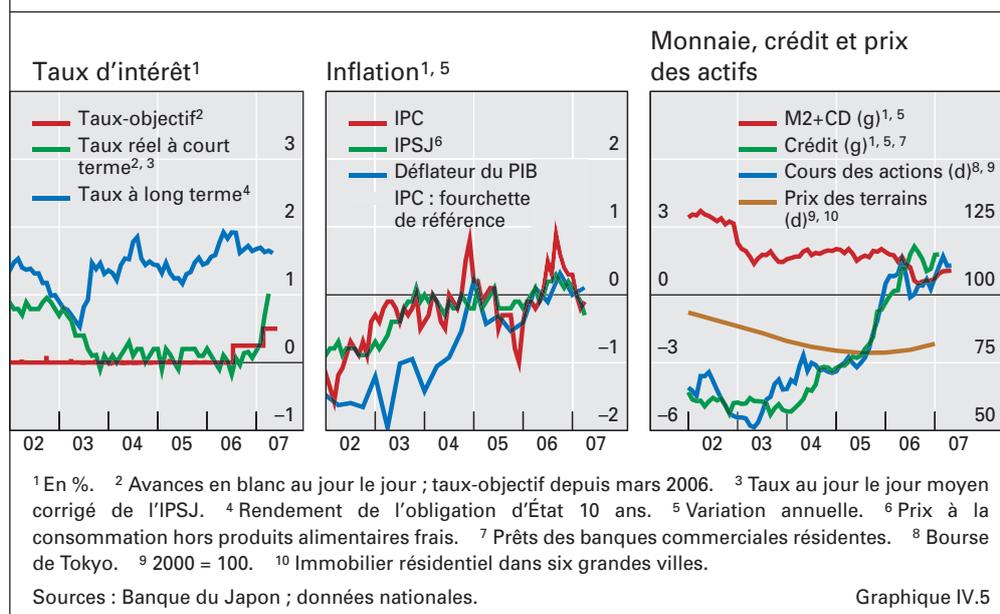
Afin de préserver des conditions de financement favorables, la Banque du Japon a maintenu son taux directeur à un très bas niveau. Néanmoins, devant la réduction des capacités non utilisées et une moindre pression déflationniste, elle a procédé à deux relèvements, mettant ainsi fin à sa politique de taux zéro. Elle a porté son taux-cible à environ 0,25 % en juillet 2006, puis à quelque 0,5 % en février 2007 (graphique IV.5). Selon elle, ces relèvements, ainsi que les anticipations de nouvelles hausses graduelles, cadraient avec l'objectif de croissance soutenable et de prix stables.

La fin de la politique de taux zéro s'explique en grande partie par un contexte macroéconomique de plus en plus favorable, caractérisé par l'amélioration de la situation financière des entreprises, des ajustements structurels au sein du système financier et une accélération de l'inflation début 2006. Les efforts réalisés par les entreprises depuis plusieurs années pour réduire les surcapacités en termes de production et de main-d'œuvre et le surendettement semblent achevés. Après avoir accompli des progrès notables pour alléger sa charge chronique de prêts improductifs, le système financier donnait des signes probants d'un retour à des conditions de prêt normales. La Banque du Japon a en outre interprété l'expansion des agrégats monétaires

La Banque du Japon a maintenu ses taux à un bas niveau...

...malgré l'abandon de sa politique de taux zéro

## Japon : indicateurs économiques



larges et du crédit comme un signe de la confiance croissante dans le retour longtemps attendu à la stabilité du système financier.

Mise en œuvre d'un nouveau cadre monétaire

Le modeste relèvement du taux directeur a en outre illustré la façon dont la Banque du Japon a mis en pratique son nouveau cadre d'analyse monétaire reposant sur deux perspectives adoptées en mars 2006 (76<sup>e</sup> Rapport annuel). La première perspective porte sur l'évolution de la production et de l'inflation à l'horizon 1–2 ans. La seconde met l'accent sur les risques, et les coûts y afférents, à un horizon plus lointain. Cette approche signifie que la politique monétaire pourrait être resserrée même dans des situations où les risques de poussée de l'inflation à court terme sont jugés négligeables.

Le premier relèvement a illustré l'importance tant de la première perspective...

La première perspective a fortement pesé dans la décision de juillet 2006 de porter le taux directeur à 0,25 %. La Banque du Japon tablait alors sur la poursuite de l'accroissement de la demande intérieure et extérieure, qui entraînerait tout naturellement une augmentation du taux d'utilisation des capacités et un allègement des pressions à la baisse sur les coûts unitaires de main-d'œuvre. Sous l'effet du renchérissement de l'énergie début 2006, l'inflation affichée, comme l'indice sous-jacent, est devenue positive, s'établissant vers le milieu de la fourchette-cible de la Banque du Japon, à savoir 0–2 %.

...que de la seconde

La seconde perspective a également joué un rôle dans ce premier relèvement. Le Conseil de politique monétaire redoutait les éventuelles conséquences à long terme d'une mauvaise allocation des ressources si les taux d'intérêt étaient maintenus à un niveau trop bas pendant trop longtemps. Il craignait notamment que les entreprises, partant de l'hypothèse non réaliste que ces conditions de financement accommodantes seraient maintenues, se lancent dans de nouveaux projets, sans tenir compte de l'évolution probable de l'activité économique et des prix. Tout en reconnaissant qu'il y avait peu de signes tangibles d'un surinvestissement, la Banque du Japon a

néanmoins pris en compte cette possibilité dans sa décision. Non maîtrisée, une mauvaise affectation des ressources menace sérieusement la soutenabilité de la croissance. En un sens, l'objectif n'était pas en soi de prévenir une surchauffe de l'économie, mais d'éviter que ne se répète l'épisode de la fin des années 1980.

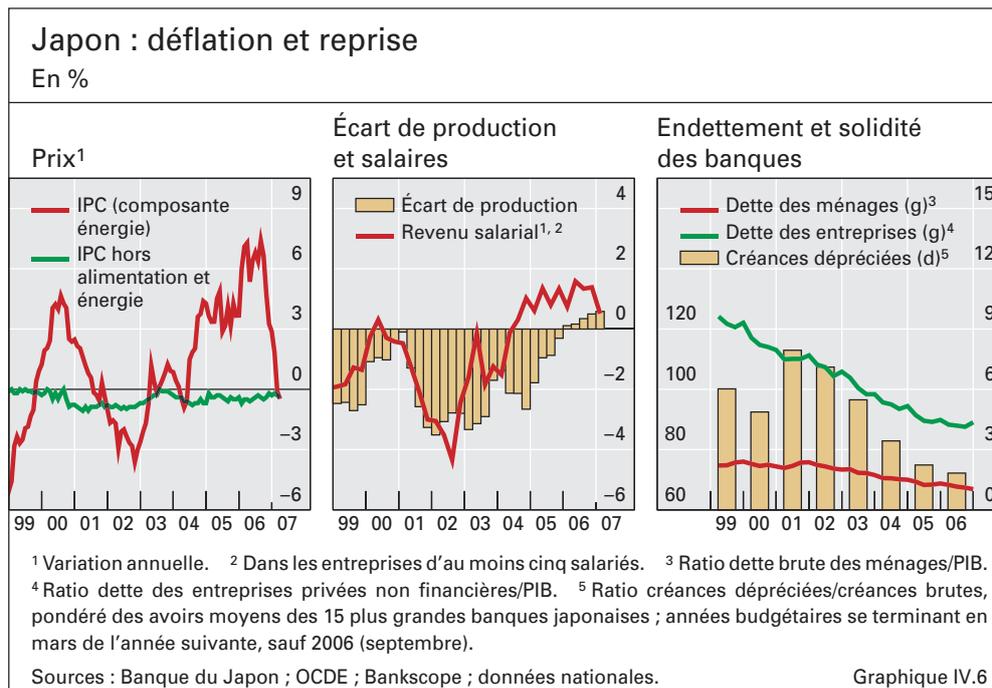
Le deuxième relèvement de taux au début de 2007 illustre encore plus clairement l'importance de la seconde perspective. À cette occasion, la Banque du Japon a constaté que la première perspective ne justifiait guère un nouveau resserrement. L'activité économique se raffermissait, mais l'inflation sous-jacente fléchissait, la décélération à court terme des prix de l'énergie s'étant confirmée. Les prix à la consommation, hors énergie, n'augmentaient pas notablement. Néanmoins, les risques de déflation n'étaient plus source de grande préoccupation, en partie parce que le Conseil de politique monétaire voyait dans l'augmentation du taux d'utilisation des capacités et dans la poursuite attendue de l'essor de l'activité des facteurs de tensions durables sur les prix. En outre, les coûts liés à une déflation modérée étaient jugés désormais bien plus faibles, en raison de l'amélioration des fondamentaux économiques et financiers. Début 2007, la production s'accroissait, les revenus des salariés augmentaient, les prix des actifs s'inscrivaient en hausse, les banques prêtaient et l'endettement des ménages et des entreprises s'était considérablement replié après les sommets des années 1990 (graphique IV.6). Enfin, il est apparu de plus en plus clairement que la récente baisse de l'IPC tenait à la déréglementation, à la mondialisation et à d'autres chocs d'offre positifs et qu'elle était donc d'une autre nature que la déflation découlant d'une insuffisance de la demande.

En fait, le Conseil de politique monétaire estimait surtout qu'il était nécessaire de resserrer son orientation pour éviter une situation intenable,

Le deuxième relèvement était fondé sur la seconde perspective

Risque à court terme de baisse des prix...

...mais crainte d'un surinvestissement à long terme



autrement dit, la possibilité d'un surinvestissement devenant non rentable. En février, il a pris la décision, quasiment à l'unanimité, de porter son taux-cible à 50 pb – un niveau très bas, mais néanmoins le plus élevé en dix ans. En fait, plusieurs membres du Conseil avaient déjà voté en faveur d'un relèvement dès janvier. En procédant à ce deuxième relèvement, la Banque du Japon n'a pas semblé tenir compte des opérations de *carry trade* ni de certains signes isolés d'envolée du prix des terrains.

Les marchés ont anticipé les mesures

Ces deux relèvements étaient largement anticipés : les marchés financiers ont réagi de façon modérée et les taux d'intérêt nominaux à long terme sont restés stables. La Banque du Japon a vu dans la faiblesse des réactions le signe que, grâce à l'adoption de son nouveau cadre de politique monétaire et aux efforts de communication entrepris à cet égard, elle avait réussi à clarifier ses intentions auprès des marchés. Et cela en dépit d'une certaine volatilité passagère, début janvier, quand les intervenants avaient, à tort, anticipé une décision sur les taux.

Poursuite de la politique accommodante attendue

À la fin de la période analysée, la Banque du Japon a indiqué qu'elle maintiendrait son taux à un très faible niveau pour conserver des conditions accommodantes et qu'elle le relèverait sans doute de manière mesurée si la conjoncture le justifiait.

#### *Pays à objectif d'inflation*

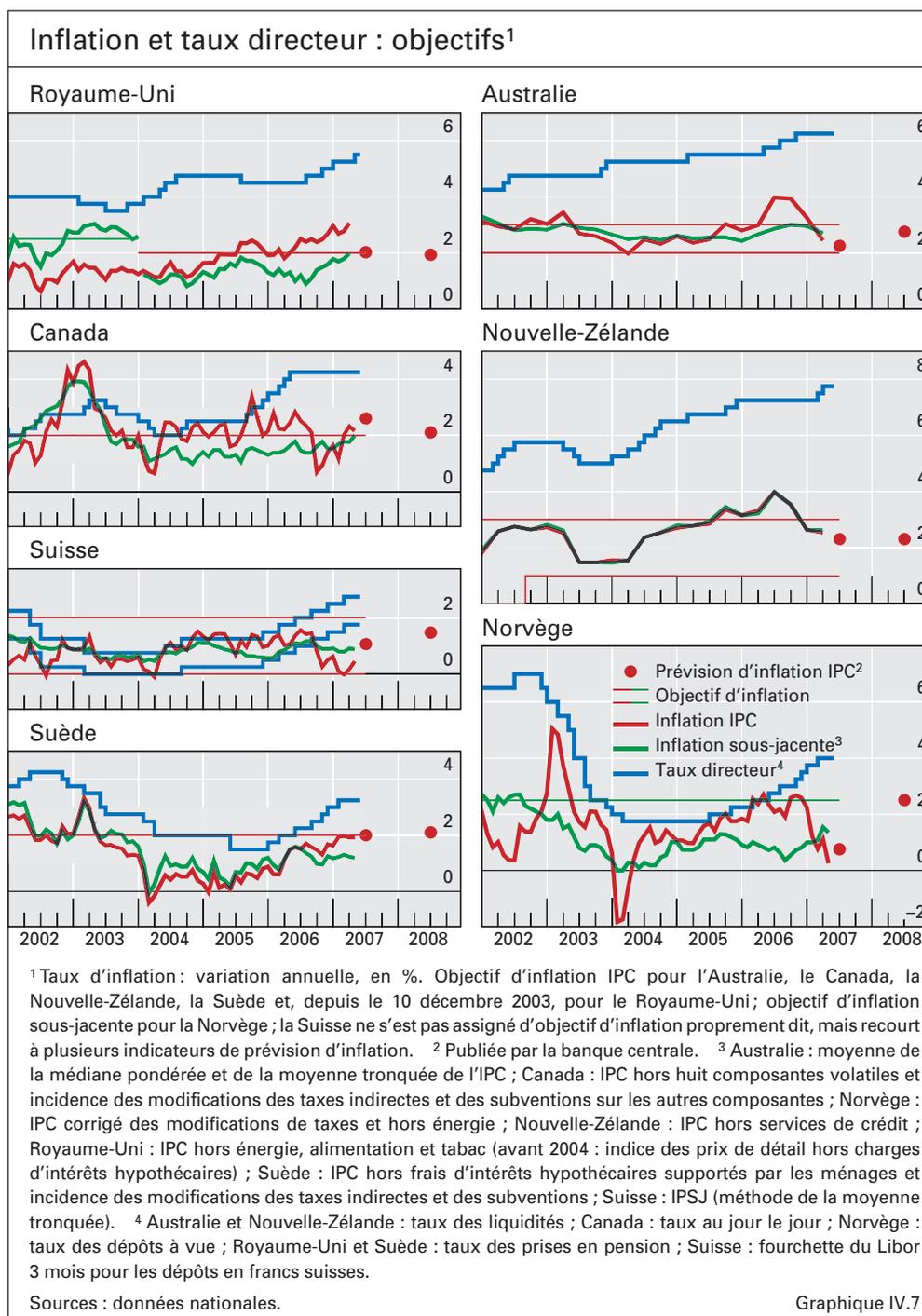
Les banques centrales ont relevé leurs taux

Les pays se fixant un objectif d'inflation chiffré ont relevé leurs taux directeurs pendant la période examinée, à des moments et à des degrés différents toutefois (graphique IV.7), sur fond d'expansion de l'économie mondiale et de cherté des produits de base. L'activité a été généralement soutenue sur le plan intérieur, la plupart des économies enregistrant des tensions inflationnistes, en raison de capacités productives excédentaires plus restreintes et d'un marché du travail plus tendu. L'inflation est néanmoins restée modérée dans l'ensemble, en partie grâce à l'évolution favorable des prix des biens de consommation importés.

Les perspectives mondiales étaient incertaines...

À des degrés divers, les banques centrales de ces pays ont exprimé quatre préoccupations. Premièrement, l'incertitude sur les perspectives de l'économie mondiale est restée élevée, même si l'évolution prévue était jugée largement favorable. Il était en effet difficile d'évaluer avec certitude le plein impact d'un resserrement monétaire dans les grands pays industriels avancés, en particulier l'incidence sur l'évolution de la structure de la demande aux États-Unis, surtout sur le marché du logement. Deuxièmement, la vigueur inattendue de la demande intérieure a suscité des craintes de hausse des prix et de tensions sur les coûts, dans un contexte de cherté générale de l'énergie et d'autres produits de base. Troisièmement, la vive expansion de la monnaie au sens large et du crédit dans certains pays, surtout pour ceux dont les cours des actions et les prix du logement s'envolaient, indiquait deux scénarios possibles. À court terme, la vigueur de la demande intérieure faisait craindre un réveil de l'inflation. À plus long terme, le risque d'une brusque inversion des prix des actifs menaçait, pour certains, la croissance. Quatrièmement, les déséquilibres mondiaux sont restés amples et les mouvements de capitaux

...mais la vigueur de la demande intérieure et l'expansion de la masse monétaire ont indiqué des tensions inflationnistes



associés aux opérations de *carry trade* ont persisté, faisant peser sur les cours de change et l'activité économique la menace d'ajustements désordonnés.

Face à ces menaces, les banques centrales qui, au début de la période, affichaient des taux directeurs relativement élevés – en Australie, au Canada, en Nouvelle-Zélande et au Royaume-Uni – ont jugé un nouveau resserrement nécessaire.

Au début de la période, la Banque du Canada a relevé à deux reprises son taux directeur de 25 pb, pour le porter à 4 % en avril 2006, puis à 4,25 % en mai, niveau auquel elle l'a ensuite maintenu malgré un réveil de l'inflation

Le Canada...

début 2007, l'évolution de l'activité économique concordant avec les prévisions et le dérapage des prix restant modéré.

...la Nouvelle-Zélande...

La Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande a porté son taux des liquidités à 7,5 % en mars 2007 et à 7,75 % en avril, après l'avoir laissé inchangé à 7,25 % depuis décembre 2005. Il s'agit du taux directeur le plus élevé parmi les économies faisant l'objet du présent chapitre. L'essor de la demande intérieure a été favorisé par un regain d'activité sur le marché du logement et par l'orientation expansionniste de la politique budgétaire. En outre, prenant en compte le risque d'une inflation forte à moyen terme, la banque centrale a indiqué qu'un nouveau resserrement pourrait être nécessaire.

...l'Australie...

La Banque de Réserve d'Australie a procédé, en 2006, à trois relèvements de 25 pb, faisant passer son taux directeur de 5,5 % à 6,25 %. Les revenus et la dépense ont été dynamisés par la cherté des produits de base, les capacités excédentaires ont été limitées et le marché du travail est demeuré tendu. L'IPC, affiché et sous-jacent, était égal ou supérieur à l'objectif à moyen terme de la banque centrale durant l'essentiel de la période. Si l'IPC affiché est revenu dans la bande-objectif à la fin de la période, les risques d'inflation à moyen terme étaient encore jugés importants.

...et le Royaume-Uni ont augmenté encore quelque peu leurs taux, qui étaient déjà élevés

La Banque d'Angleterre a fait passer son taux des prises en pension de 4,5 % à 5,5 % en quatre relèvements entre août 2006 et mai 2007. La vigueur de la demande intérieure a encore réduit les capacités excédentaires, alors que l'IPC s'est établi juste au-dessus de 3 %, obligeant la banque centrale à adresser une lettre d'explication au chancelier de l'Échiquier. Les autorités craignaient de plus en plus que la vive expansion des agrégats de monnaie au sens large et de crédit ainsi que l'envolée des prix des actifs soient des signes de tensions inflationnistes. Elles prévoyaient néanmoins un lent retour de l'inflation affichée à son objectif sous l'effet du resserrement.

Au début de la période, les banques centrales de Norvège, de Suède et de Suisse affichaient des taux directeurs relativement bas par rapport aux autres pays à objectif d'inflation. Même si aucune d'entre elles ne prévoyait que le taux d'inflation dépasse l'objectif à l'horizon 1-2 ans, elles ont continué le processus de normalisation devant la poursuite de la croissance et les perspectives d'une hausse graduelle de l'inflation.

La Norvège...

À partir de mai 2006, la Banque centrale de Norvège a procédé à six relèvements de 25 pb, faisant passer son taux des dépôts à vue de 2,5 % à 4 %. Même si l'inflation restait bien inférieure à l'objectif, la croissance était bien engagée depuis l'été 2003, et les capacités excédentaires déjà limitées continuaient de s'amenuiser. L'emploi a rapidement augmenté et, au vu de signes d'accélération de la hausse des salaires, on s'attendait à une montée progressive de l'inflation sous-jacente. La banque centrale a indiqué que son taux devrait atteindre 5 % d'ici fin 2007, pour le dépasser ultérieurement.

...la Suède...

En raison de la croissance soutenue de l'activité, la Banque de Suède a fait passer son taux des prises en pension de 2 % en juin 2006 à 3,25 % en février 2007, en cinq relèvements consécutifs. Toutefois, l'inflation est restée proche de l'objectif de 2 %, sous l'effet de pressions à la baisse exercées par les prix d'importation, dont ceux de l'énergie au second semestre 2006, et par l'appréciation de la couronne. Si la banque centrale anticipait des tensions

inflationnistes relativement limitées, elle envisageait néanmoins la possibilité d'un relèvement de 25 pb suivi éventuellement d'une pause dans un contexte devenant haussier.

Depuis juin 2006, la Banque nationale suisse a procédé à quatre relèvements successifs de 25 pb, faisant passer la fourchette-cible de son taux directeur de 0,75–1,75 % à 1,75–2,75 %. La reprise économique s'est confirmée dans le pays, la demande extérieure et intérieure (consommation privée en tête) contribuant à une croissance supérieure au potentiel. Le taux d'utilisation des capacités a considérablement augmenté en 2006 et un nouveau recul du chômage était prévu en 2007. La baisse des cours du pétrole au second semestre 2006 a freiné la hausse des prix, mais son effet estompé, l'inflation devrait commencer à croître mi-2007 tout en restant conforme à l'objectif de la banque centrale, à savoir moins de 2 %.

Sur la période analysée, nombre de ces petites économies ont dû tenir compte des conséquences des amples mouvements de capitaux, en partie liés aux opérations dites de *carry trade* (chapitre V). Les fonds sont généralement allés de pays où les taux d'intérêt étaient bas, comme la Suisse (et le Japon), vers des pays à taux relativement élevés, comme l'Australie, la Nouvelle-Zélande et le Royaume-Uni (ainsi que certaines économies émergentes). Ce phénomène a entraîné une dépréciation des monnaies des premiers et une appréciation de celles des derniers. Ces flux ont eu diverses répercussions sur la politique monétaire, contraignant notamment les autorités à faire face aux conséquences des mouvements de change sur la demande globale et les tensions inflationnistes. Les pressions à la baisse sur les taux d'intérêt à long terme dans les pays destinataires ont eu tendance à contrebalancer le resserrement recherché ; l'éventualité d'un ajustement brutal a accru le risque pour les perspectives économiques. Par exemple, si, lorsque la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande a resserré sa politique monétaire, elle a fait preuve de davantage de prudence que ne le justifiait l'environnement économique, c'était pour éviter tout risque de correction désordonnée.

Début 2007, la Banque de Suède a commencé à rendre publique la trajectoire qu'elle envisageait pour son taux directeur, suivant en cela l'exemple de la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande, depuis 1998, et de la Banque centrale de Norvège, depuis novembre 2005. L'intérêt pour ce type d'informations prospectives va croissant depuis quelques années. Certaines banques centrales y voient le moyen d'accroître la transparence sur leur orientation future et de renforcer ainsi l'efficacité de la politique monétaire et leur responsabilité.

Dans le même temps, ces initiatives ne sont pas sans risques. Pour qu'elles réussissent, il semble impératif que le caractère conditionnel des trajectoires prospectives annoncées soit bien compris. Dans le cas contraire, tout écart par rapport à la trajectoire annoncée pourrait entraîner une perte de crédibilité de la politique monétaire. Il importe également que les déclarations des banques centrales sur l'orientation probable des taux n'affectent pas la qualité des informations des marchés financiers, que les banques centrales utilisent souvent à des fins de vérification. Cela pourrait arriver, par exemple, si les intervenants réagissaient aux annonces en relâchant notablement leurs

...et la Suisse ont resserré leur orientation pour normaliser des taux relativement bas

Cours de change et opérations de *carry trade*

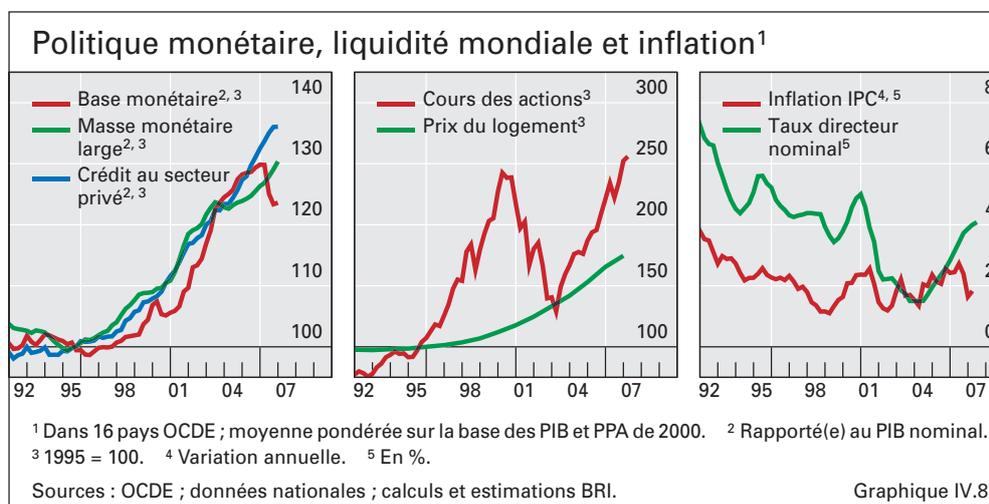
La Suède a commencé à diffuser des informations sur l'évolution projetée de son taux directeur

propres efforts pour évaluer les conséquences de l'évolution des conditions macroéconomiques sur les perspectives de taux d'intérêt. Enfin, il y a le risque que les intervenants intègrent dans leurs stratégies ces projections, les prenant pour acquises, ce qui entraînerait une prise de risque excessive dans le système financier. L'expérience faite par ces banques centrales offrira des enseignements importants qui permettront de juger de l'efficacité de ces nouvelles approches.

## Rôle des agrégats de monnaie et de crédit dans la conduite de la politique monétaire

Des thèses différentes sur l'importance des agrégats de monnaie et de crédit

L'analyse du comportement des banques centrales et de leur stratégie de communication montre qu'il existe différentes thèses sur l'importance à donner aux agrégats (« quantitatifs ») de monnaie et de crédit dans la conduite de la politique monétaire. Ces thèses associent, à des degrés variables, trois approches conceptuelles du rôle de tels agrégats dans l'économie. La première doute de la fiabilité des agrégats dans la représentation de l'évolution de l'activité économique et de l'inflation, particulièrement à horizons courts. Elle ne leur confère donc pas une place prépondérante dans les cadres de politique. La deuxième approche privilégie le rôle central de la monnaie comme cause de l'inflation. En particulier, elle souligne les indications que peuvent livrer les agrégats monétaires sur les tendances de l'inflation à moyen terme et elle leur assigne un rôle de premier plan. La troisième approche, plus récente, met l'accent sur le contenu informatif des variations exceptionnellement vives des agrégats de monnaie et, plus encore, de crédit, surtout en présence d'un rapide renchérissement des actifs et d'une structure de la dépense inhabituelle. Elle voit dans ces hausses un signe potentiel d'accumulation de déséquilibres financiers et donc d'un cycle d'expansion et de contraction, susceptible d'engendrer, à terme, des coûts économiques élevés. À l'instar de la deuxième approche, elle donne une place prépondérante aux agrégats quantitatifs, les considérant avant tout comme des indicateurs de risques à moyen terme de récession, d'instabilité financière et de désinflation non désirée.



La présente section récapitule l'expérience acquise par les banques centrales et l'histoire de la pensée économique – qui constituent la toile de fond de ces différentes approches –, examine dans quelle mesure elles ont été intégrées dans les cadres actuels de politique monétaire et analyse les défis à relever. Dans les circonstances présentes, les enjeux sont importants. Comme précisé ci-avant, les agrégats de monnaie et de crédit s'accroissent très rapidement même si l'inflation est jusqu'ici demeurée modérée (graphique IV.8). Il convient de se demander si ce vif accroissement devrait constituer ou non une source de préoccupation pour les autorités monétaires.

La forte croissance de la monnaie et du crédit est-elle une source de préoccupation ?

### *Évolution du rôle de la monnaie et du crédit avant les années 1980*

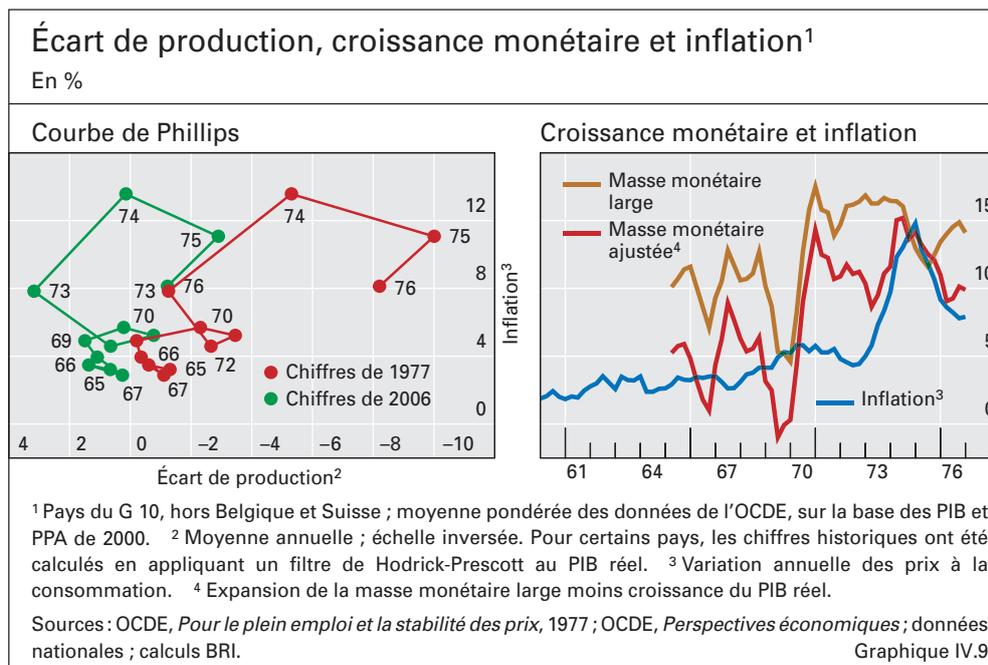
L'importance accordée à la monnaie remonte aux origines de l'équation quantitative de la monnaie au XIX<sup>e</sup> siècle. Selon cette théorie, la quantité de monnaie utilisée dans les transactions multipliée par le nombre de fois que cette monnaie est échangée pendant un an doit être égale à la valeur totale des transactions nominales. Cette thèse est devenue l'un des fondements de la macroéconomie moderne, la valeur des transactions étant approchée par le PIB nominal. La distinction entre monnaie et crédit n'était pas clairement établie, du moins à l'origine. Mais, au prix d'une simplification excessive, le crédit était volontiers associé à la capacité d'obtenir un financement externe pour effectuer des transactions et était considéré comme une source potentielle d'« offre » de monnaie par le biais des prêts bancaires.

Théorie quantitative de la monnaie

Dans les systèmes financiers très réglementés des années 1950 et du début des années 1960, l'expansion du crédit a souvent été placée au centre de l'action des autorités monétaires. Grâce à divers types de contrôle sur les taux et les prêts, la disponibilité du crédit était alors considérée comme un moyen essentiel d'influer sur l'activité économique. Toutefois, la monnaie ou le crédit étaient peu utilisés en tant qu'indicateurs avancés de l'inflation, une pléthore d'études empiriques ayant convaincu nombre d'économistes et de responsables politiques que l'inflation était largement déterminée par le taux de chômage. De fait, l'existence de cette relation d'arbitrage inflation–chômage (la courbe de Phillips) a souvent été interprétée comme signifiant que le niveau de production et d'emploi pouvait être augmenté durablement en tolérant un peu plus d'inflation. En poursuivant cet objectif, les autorités ont laissé les agrégats de monnaie et de crédit s'accroître, car initialement elles n'y voyaient pas un motif de préoccupation.

La résurgence de l'inflation qui en est résultée et sa tendance à accélérer à mesure que les anticipations s'ajustaient à la hausse ont été vues comme une mise en cause directe de cette approche. L'expérience a montré à quel point la courbe de Phillips pouvait être instable si les décisions de politique monétaire visaient un niveau de chômage inférieur au taux naturel. D'ailleurs, les monétaristes, parmi beaucoup d'autres, avaient déjà contesté cette approche d'un point de vue théorique et prévu que l'accélération de la masse monétaire ne ferait qu'attiser l'inflation, sans effet permanent sur le niveau d'utilisation des capacités (graphique IV.9). Étayées par l'épisode inflationniste qui a suivi, ces thèses ont gagné en influence auprès des banques centrales,

Effondrement de la courbe de Phillips



les incitant dans les années 1970 à s'efforcer de mieux maîtriser l'inflation et l'activité économique en utilisant les agrégats monétaires comme variables-objectifs intermédiaires.

C'est à ce moment que la théorie quantitative de la monnaie a connu un second souffle. Le postulat selon lequel le ratio PIB nominal/agrégat monétaire (la vitesse de circulation de la monnaie) était constant, du moins à moyen terme, et que la monnaie n'avait pas d'influence sur la production à long terme a constitué le fondement théorique qui a permis aux banques centrales de maîtriser l'inflation en agissant sur la masse monétaire.

Tous les pays industriels ont adopté cette nouvelle approche au milieu des années 1970, à des degrés divers toutefois. L'Allemagne et l'Italie ont été les premières en 1974, suivies par le Canada, la Suisse et les États-Unis un an plus tard, puis par l'Australie, la France et le Royaume-Uni en 1976. Certes, les pratiques adoptées ont été très variables d'un pays à l'autre. Par exemple, l'Allemagne et le Royaume-Uni ont choisi des agrégats larges comme objectifs intermédiaires, tandis que les États-Unis et le Canada leur ont préféré l'agrégat étroit (M1). Pour différentes qu'aient été les pratiques, leur objectif était le même : juguler l'inflation. Dans les années 1970, l'Allemagne, la Suisse et le Japon ont été les premiers à montrer que la surveillance des agrégats monétaires pouvait permettre d'atteindre cet objectif, ce qu'ont confirmé les États-Unis au début des années 1980, en ramenant rapidement une inflation à deux chiffres à environ 4 %.

#### *Déclin du rôle des agrégats monétaires depuis les années 1980*

Dans ce contexte, il peut paraître étrange que le ciblage monétaire soit tombé en disgrâce. La raison est double. Premièrement, cette politique a en partie fini par être victime de son succès : un taux élevé et variable d'inflation est généralement le résultat d'une stimulation monétaire excessive et volatile,

Le ciblage monétaire a été largement adopté dans les années 1970

Le ciblage monétaire a commencé à tomber en défaveur dans les années 1980

mais à un niveau plus bas, l'inflation peut, à court terme, être affectée par maints facteurs réels, qui sont moins faciles à maîtriser par le biais des agrégats monétaires. Deuxièmement, la déréglementation et l'innovation ont fini par modifier l'environnement financier, de sorte que l'utilisation des agrégats comme indicateurs est devenue moins fiable. Aux États-Unis, au début des années 1980, par exemple, la vitesse de circulation de M1 s'est nettement écartée de sa tendance pour devenir plus imprévisible. La levée des restrictions de taux d'intérêt sur les comptes courants et l'apparition d'une grande diversité de comptes de dépôts ont rendu le contrôle monétaire plus ardu. La rapidité de l'innovation financière a eu des effets analogues ailleurs. Même les partisans les plus fervents du ciblage monétaire, comme l'Allemagne et la Suisse, n'ont pas été épargnés par cette évolution : la libéralisation des mouvements internationaux de capitaux a rendu beaucoup plus compliqué le suivi des agrégats appropriés.

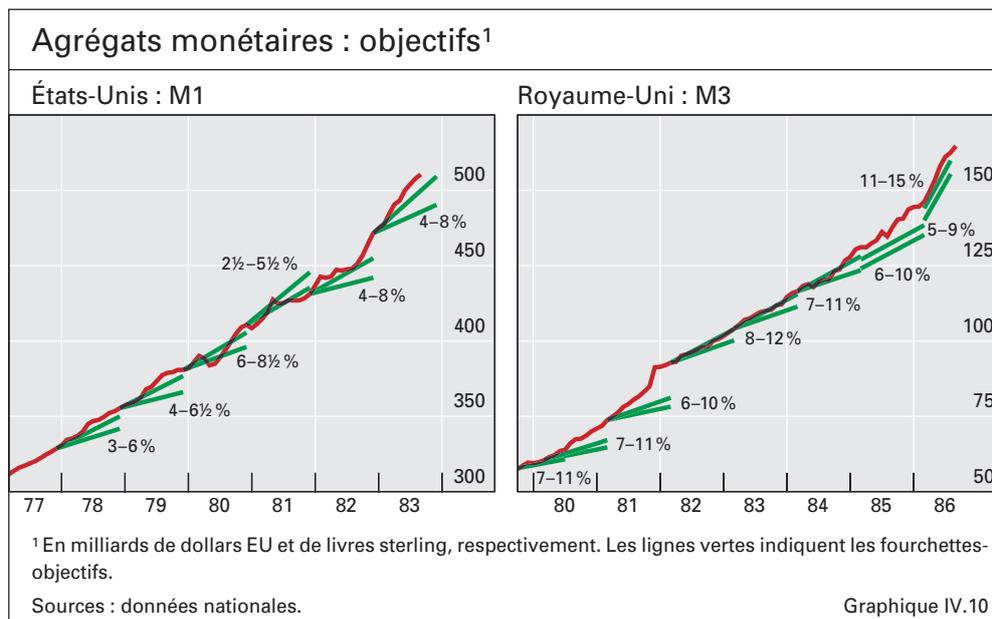
Le ciblage monétaire manquant ses objectifs, dans de nombreux cas de manière systématique, les banques centrales ont eu de plus en plus de difficultés à justifier leurs décisions (graphique IV.10). Naturellement, elles ont tenté de « résoudre » les problèmes liés à une situation changeante, notamment en ajustant les bandes-objectifs et en redéfinissant les agrégats monétaires utilisés. Les plus sceptiques de même que les partisans des objectifs quantitatifs sont devenus malgré tout de plus en plus préoccupés par l'incohérence entre la théorie et la pratique, mettant ainsi en doute la crédibilité du ciblage monétaire comme point d'ancrage nominal à moyen terme.

Compte tenu de ces difficultés, le ciblage monétaire à court terme a été en grande partie abandonné, au début des années 1990, dans les pays industriels avancés, qui ont préféré considérer les agrégats comme de simples variables informatives sur l'inflation potentielle, à moyen terme surtout. Plusieurs banques centrales ont ainsi adopté, officiellement ou pas, des fourchettes de

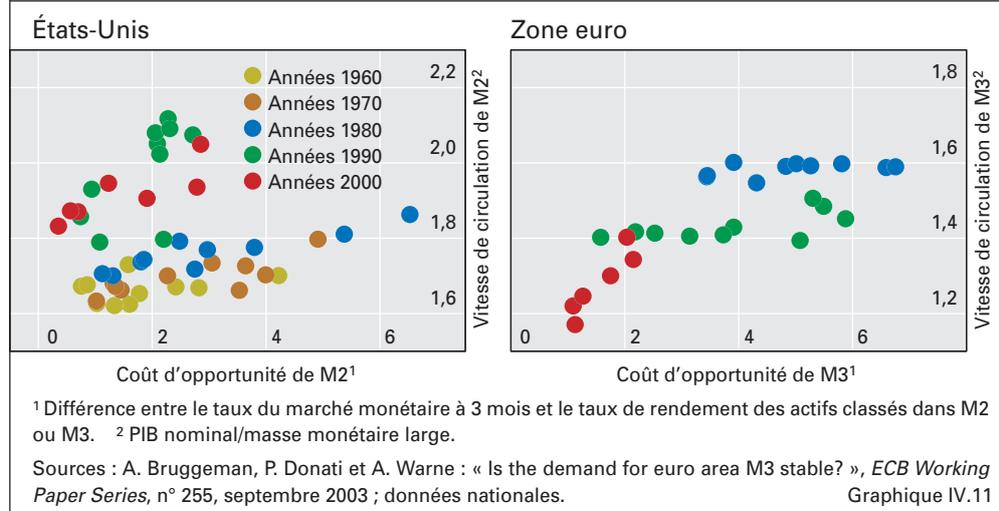
Les échecs chroniques du ciblage monétaire compliquent la communication

Diverses solutions mises en œuvre

Les agrégats quantitatifs ont été relégués le plus souvent au suivi de l'état de l'économie



## Évolution de la vitesse de circulation de la monnaie



surveillance des agrégats (pour une chronologie de ces changements de régime dans les pays industriels avancés, voir le *67<sup>e</sup> Rapport annuel*). Pour certaines, les fourchettes s'appliquaient aux agrégats étroits et larges de monnaie ainsi qu'aux agrégats de crédit. Pourtant, cette nouvelle approche comportait elle aussi des difficultés, d'autant que l'évolution des marchés financiers continuait d'affecter la stabilité de la vitesse de circulation de la monnaie pour de longues périodes (graphique IV.11).

Pour être complet, il faudrait néanmoins noter que le changement d'approche n'a pas été universel. L'Allemagne a continué de cibler le taux de croissance monétaire d'année en année (délaissant la monnaie centrale en faveur de M3). En outre, dans les années 1990, la Suisse est passée à une nouvelle stratégie à moyen terme ciblant un taux moyen de croissance monétaire sur trois à cinq ans.

### *Adoption croissante du ciblage de l'inflation*

La désaffection pour les agrégats de monnaie et de crédit dans la politique monétaire culmine avec l'adoption, à la fin des années 1980 et au début des années 1990, d'une stratégie d'objectif d'inflation par plusieurs petites économies, qui ciblait la prévision d'inflation à l'horizon 1-2 ans, en ajustant le taux d'intérêt à court terme (l'instrument de réglage). Dans le cadre de ces prévisions, la mesure du taux d'utilisation des capacités a pris de l'importance. En principe, rien n'excluait l'utilisation d'agrégats quantitatifs comme variables informatives essentielles à la prévision ; en pratique, toutefois, beaucoup de banques centrales de ces pays n'y ont pas fait appel, ayant souvent adopté un objectif d'inflation précisément en raison de l'échec du ciblage monétaire.

Au cours de la décennie suivante, l'intérêt pour les agrégats quantitatifs s'est encore émué, avec la rapide généralisation de stratégies d'objectif d'inflation, dans le monde émergent en particulier. Dans les cercles académiques, les agrégats quantitatifs ont été rétrogradés, voire écartés, au bénéfice de nouvelles références de modèles macroéconomiques

De nombreuses banques centrales ont abandonné les agrégats quantitatifs

exclusivement axés sur les taux d'intérêt et le degré d'utilisation des ressources.

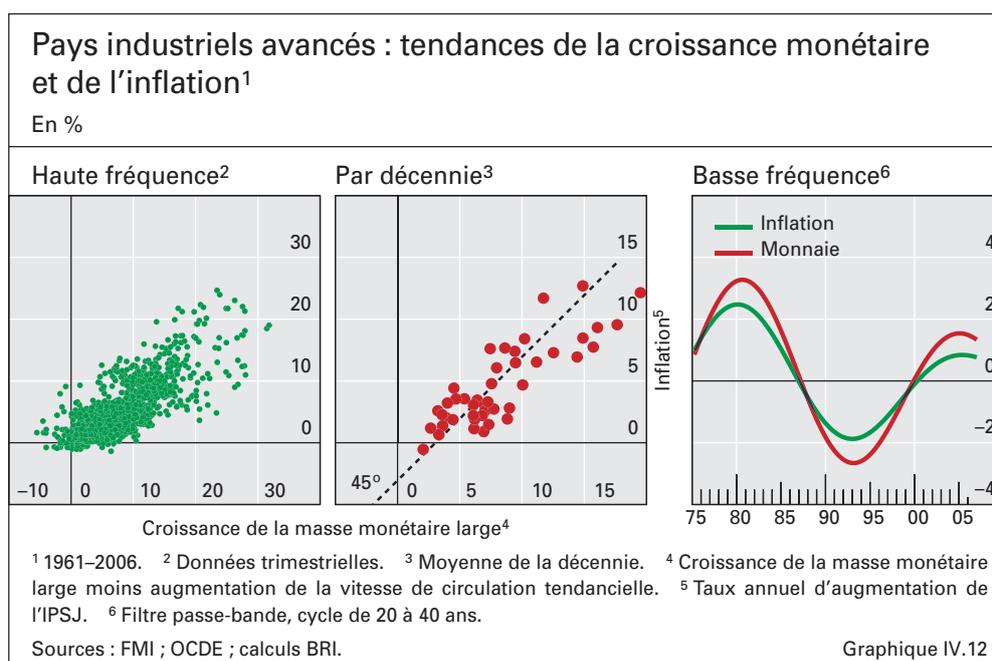
### Un récent renouveau ?

L'instauration de la BCE a permis de ranimer le débat sur le rôle des agrégats quantitatifs. Cette dernière a choisi de suivre étroitement l'évolution de la masse monétaire et du crédit, embrassant la tradition monétariste de la Banque fédérale d'Allemagne et faisant de l'analyse monétaire un pilier de l'évaluation de la conjoncture et de la conduite de la politique monétaire. L'adoption officielle de sa stratégie fondée sur deux piliers, suivie de sa réaffirmation et de son utilisation systématique, a été très importante à cet égard. Ainsi, la BCE s'en est toujours remise à son analyse monétaire pour confirmer, à moyen terme, les indicateurs de tensions inflationnistes issus de l'analyse économique plus conventionnelle qui privilégie le court terme. Elle a aussi mené des travaux de recherche exhaustifs qui ont considérablement étayé sa stratégie sur les plans empirique et théorique.

La BCE a hérité de la tradition monétariste

Le type de preuve empirique utilisé pour corroborer cette approche a, jusqu'à récemment, surtout privilégié le lien entre la monnaie et l'inflation mis en évidence par l'équation quantitative. Quelques exemples viennent à l'esprit. Premièrement, il a été avancé que le lien à long terme survit aux différents changements de l'environnement économique et financier (graphique IV.12). Deuxièmement, dans la rivalité entre mesure des écarts de production et approche monétariste, les agrégats ont parfois trouvé un rôle complémentaire (tableau IV.1), révélant leur utilité potentielle en tant que variables informatives supplémentaires. En outre, l'analyse empirique a montré que le contenu informatif des agrégats monétaires concernant l'inflation semble s'étoffer – et que celui des mesures du taux d'utilisation des ressources paraît diminuer – à mesure que l'horizon s'allonge, jouant ainsi un rôle de vérification à moyen terme.

Des preuves empiriques corroborent cette approche



Croissance monétaire : indicateur prédictif d'inflation sous-jacente <sup>1</sup>				
	Constante	Avec décalage de 1 an		
		Inflation sous-jacente <sup>2</sup>	Écart de production	Croissance monétaire <sup>3</sup>
Australie	0,4	0,7**	0,4	0,1
Canada	-0,1	0,5**	0,1	0,3**
États-Unis	0,5	0,8**	0,5**	0,1**
Japon	-0,8	0,5**	0,5**	0,3**
Norvège	0,2	0,7**	0,6**	0,1*
Nouvelle-Zélande	-0,3	0,6**	0,3	0,2*
Royaume-Uni	-0,0	0,8**	0,5**	0,2
Suède	0,6	0,7**	0,3**	0,1*
Suisse	0,1	0,6**	0,6**	0,1**
Zone euro	-0,1	0,8**	0,4**	0,2**

<sup>1</sup> Résultats d'une régression de la hausse de l'IPSA sur les paramètres considérés. Période échantillon : 1971–2006 (exercices) ; \*/\*\* : statistiquement significatif au seuil de 10 % et 5 % respectivement.  
<sup>2</sup> Inflation IPC hors alimentation et énergie. <sup>3</sup> Canada, États-Unis, Suède, Suisse et zone euro : M2 ; Japon : M2 + CD ; Australie, Norvège, Nouvelle-Zélande et Royaume-Uni : masse monétaire au sens large selon la définition de l'OCDE.

Sources : FMI ; OCDE ; données nationales ; calculs BRI. Tableau IV.1

### *Regain d'attention pour le crédit*

Les épisodes d'expansion et de contraction mettent en évidence le rôle potentiel de la monnaie et surtout du crédit...

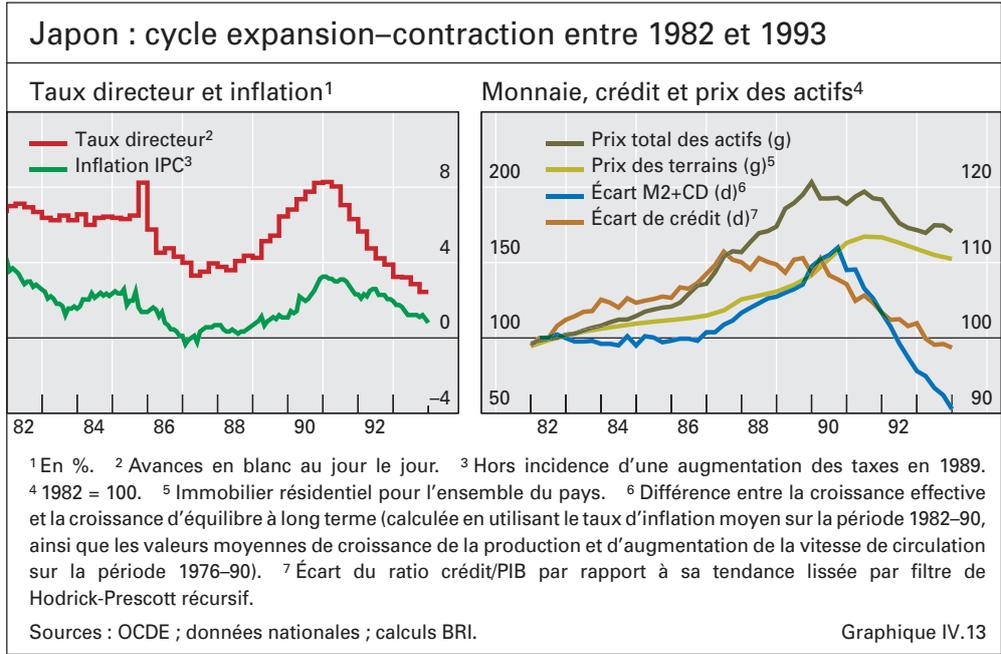
Le début des années 2000 a été marqué par l'apparition d'une autre thèse mettant l'accent sur l'importance des agrégats quantitatifs, de crédit surtout. Héritée des théories des fluctuations économiques qui, dans la première partie du XX<sup>e</sup> siècle, avaient mis en évidence des processus auto-alimentés ayant engendré quelques épisodes d'expansion et de contraction, cette thèse s'est inspirée de la pensée traditionnelle qui soulignait le rôle du crédit et de la spéculation comme facteurs de l'instabilité financière. Elle a également retenu certains éléments plus récents de la théorie économique qui mettent en évidence que les imperfections du marché du crédit peuvent amplifier les cycles conjoncturels.

...au Japon en particulier

Cette nouvelle thèse est apparue dans le contexte de plusieurs boums économiques et financiers récents qui avaient fait place à des contractions marquées aux conséquences coûteuses. Le renversement conjoncturel au Japon à partir du début des années 1990 en est un exemple frappant. La phase d'expansion s'est caractérisée par une croissance rapide du crédit, une hausse du prix des actifs et des niveaux exceptionnellement élevés de formation de capital. Et, fait particulièrement intéressant, une inflation significative durant le boum n'a pas posé de problème, sans doute en raison d'une évolution favorable de l'offre (graphique IV.13).

Des « boums du crédit ayant mal tourné » observés ailleurs

En outre, il était de plus en plus avéré que ces types de « boums du crédit ayant mal tourné » avaient été observés dans d'autres pays industriels avancés et économies émergentes et à d'autres époques. Si les résultats en matière d'inflation n'étaient pas toujours uniformes d'un épisode à l'autre, ils n'ont pas semblé être une source importante de préoccupation. On peut citer comme exemples les crises bancaires dans les pays nordiques à la fin des années 1980 et au début des années 1990, la crise en Asie du Sud-Est en 1997–1998 et,



dans une certaine mesure, les cycles conjoncturels au Royaume-Uni et aux États-Unis, qui se sont terminés en récessions au début des années 1990. D'aucuns sont remontés plus loin dans le temps et ont constaté que la phase précédant la Grande Dépression avait affiché de semblables caractéristiques non inflationnistes, suggérant que les mécanismes économiques et le comportement humain ayant contribué à ce type de cycle avaient survécu aux mutations des économies, de leur degré d'ouverture et de leur régime réglementaire.

Cette thèse a été étayée par des travaux statistiques qui ont montré que des mesures en temps réel de la concomitance de hausses exceptionnellement rapides du crédit et du prix des actifs pouvaient fournir des informations sur les difficultés financières, la faiblesse de l'activité et la désinflation au-delà de l'horizon traditionnel de 1–2 ans normalement utilisé en politique monétaire. Plus généralement, des études économétriques ont commencé à mettre en évidence l'importance des agrégats quantitatifs, tant de monnaie que de crédit, dans les fluctuations économiques de type expansion–contraction, les prix immobiliers jouant un rôle de premier plan.

Par conséquent, il pourrait être souhaitable que les autorités prévoient la possibilité de contrer une accumulation de déséquilibres financiers si elles en percevaient le besoin, même en cas de perspectives d'inflation à court terme favorables. Une telle action aurait un effet préventif et limiterait le risque et les coûts des perturbations que la correction des déséquilibres pourrait entraîner à terme, soit du simple fait de l'importance de ces derniers, soit parce que les tensions inflationnistes contenues finissent par se manifester, forçant les banques centrales à un durcissement. Dans un contexte de faible inflation, la phase de contraction pourrait engendrer des risques de déflation, accompagnés des complications qui découlent du poids de l'endettement en termes réels et de taux directeurs ne pouvant devenir négatifs. Sur le plan opérationnel, un resserrement préventif nécessiterait un horizon pour la

Conséquence pour l'action des autorités

politique monétaire allant au-delà de la période usuelle d'un à deux ans, et permettrait ainsi d'évaluer de manière plus structurée les risques les plus extrêmes.

#### *Prise en compte de l'évolution de la monnaie et du crédit*

Les banques centrales ont adopté diverses positions sur le rôle des agrégats quantitatifs dans leurs cadres de politique actuels.

Certaines réticences à conférer une place prédominante à la monnaie...

...mais pas partout

Nombre d'entre elles ont eu des difficultés à obtenir des informations suffisamment fiables sur l'inflation à partir des agrégats monétaires et, par conséquent, ont été peu disposées à leur donner un rôle important dans la maîtrise de l'inflation. La Réserve fédérale et la plupart des banques centrales des pays à objectif d'inflation entrent dans cette catégorie. Certaines de ces dernières, dont la Banque d'Angleterre et surtout la Banque nationale suisse, ont toutefois commencé à remettre en cause l'indifférence vis-à-vis des agrégats monétaires, particulièrement lorsque ces derniers enregistrent une vive augmentation. La BCE, quant à elle, continue d'estimer que les agrégats monétaires sont importants dans l'examen des déterminants à court terme de l'inflation.

Une plus grande attention donnée au crédit comme source de déséquilibres financiers

Ces dernières années, les banques centrales ont été quelque peu plus réceptives à l'idée que les agrégats quantitatifs sont susceptibles de signaler des déséquilibres financiers. Par exemple, la BCE a élargi et nuancé l'interprétation du pilier consacré à l'analyse monétaire pour y intégrer le rôle du crédit et du prix des actifs. De même, la Banque du Japon est en mesure d'incorporer ces facteurs dans sa seconde perspective (à moyen terme). Et plusieurs banques centrales à objectif d'inflation prévoient désormais la possibilité d'allonger l'horizon traditionnel de la politique monétaire (Banque d'Angleterre, Banque de Suède et Banque centrale de Norvège, par exemple) en cas de risque d'accumulation de déséquilibres financiers, ou ont souligné l'importance de privilégier l'horizon à moyen terme en première approche (Banque de Réserve d'Australie).

Des risques dans les deux sens

Les années à venir verront sans doute une nouvelle intensification du débat sur l'importance à donner aux agrégats de monnaie et de crédit dans la conduite de la politique monétaire. De fait, l'expansion actuellement rapide des agrégats dans diverses régions du monde pourrait amener certaines banques centrales à un véritable examen de la riposte appropriée et, on le sait, les enjeux sont de taille (*supra*). En donnant trop de poids aux agrégats, les banques centrales risquent de susciter une réaction excessive, voire de créer une certaine confusion dans le public concernant leurs stratégies et priorités, surtout dans les économies où les tensions inflationnistes à court terme restent modérées. Si elles sous-estiment les indications fournies par les agrégats, leur riposte risque d'être trop modeste et trop tardive. En dernière analyse, quel que soit le scénario envisagé, c'est la crédibilité des banques centrales qui est en jeu.