

## IV. Défis pour la politique monétaire

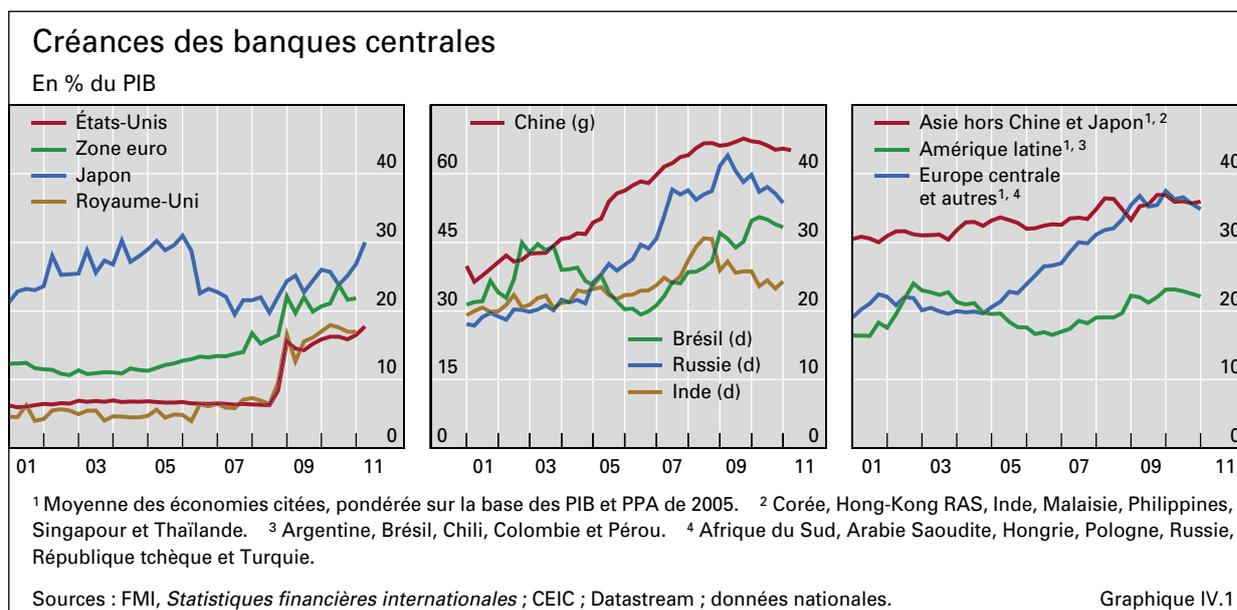
Après une longue période de détente monétaire, les banques centrales sont aujourd'hui confrontées à des défis de taille. Les tensions inflationnistes s'accroissent rapidement à l'échelle planétaire, sous l'effet de l'envolée des prix des produits de base et des contraintes de capacités sur lesquelles butte la reprise mondiale. Cet accroissement du risque d'inflation appelle un relèvement des taux directeurs, mais, dans certains pays, il faut encore tenir compte des vulnérabilités associées à l'ajustement toujours en cours des bilans dans les secteurs privé et public ainsi qu'à la fragilité persistante du secteur financier.

L'environnement de la politique monétaire se trouve compliqué, en outre, par l'expansion sans précédent, surtout ces dernières années, du bilan des banques centrales. Le chapitre décrit d'abord les caractéristiques en termes de taille et de complexité de ces bilans, ainsi que les conséquences à en tirer. Il évalue ensuite les menaces pour la stabilité des prix et analyse les autres facteurs qui incitent à un retour à la normale de la politique monétaire.

### Gonflement du bilan des banques centrales

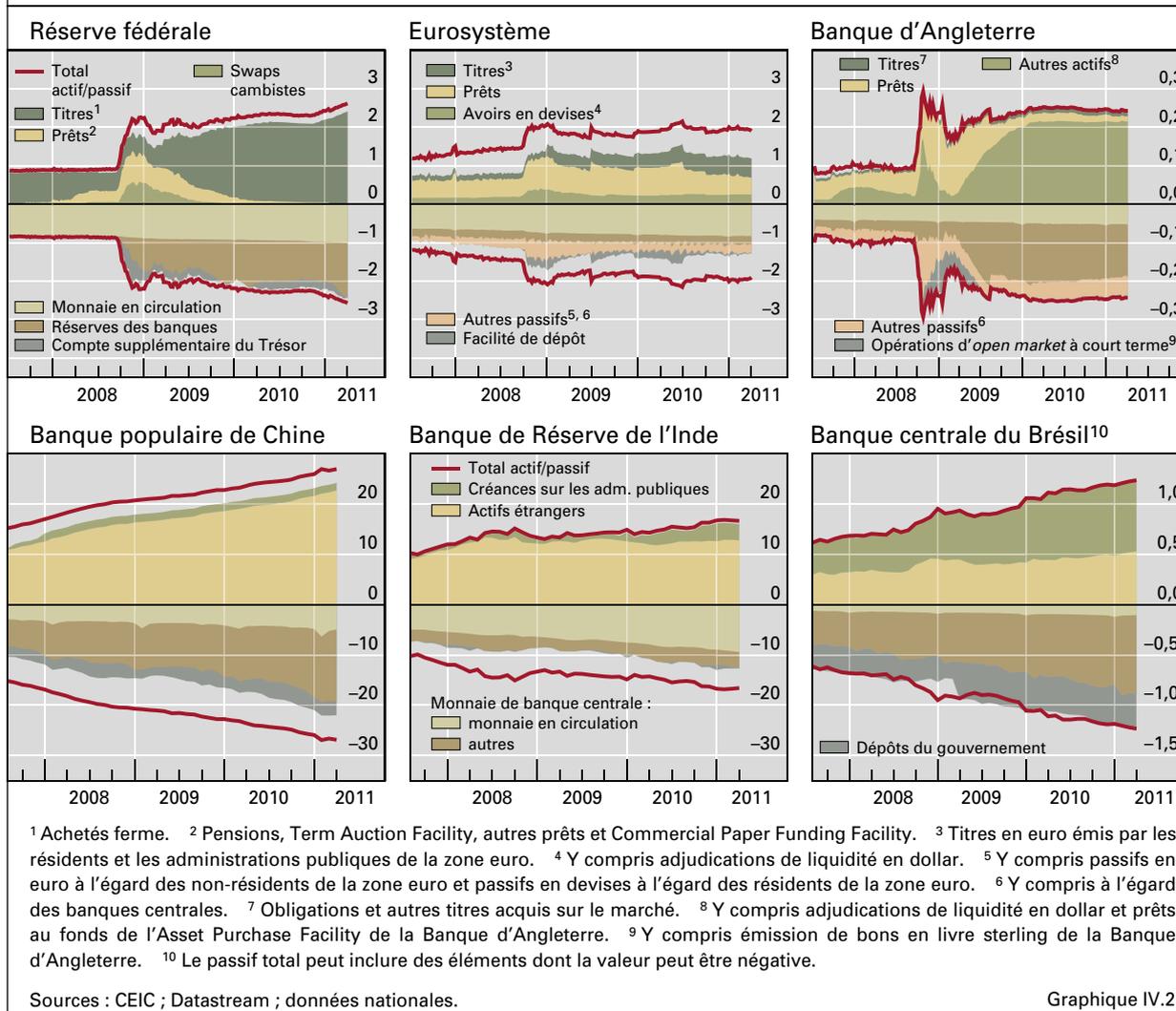
Sur les dix dernières années, le bilan de nombreuses banques centrales a atteint des niveaux sans précédent (graphique IV.1). En réponse à la crise, le total de l'actif de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre, par exemple, s'est vivement accru (de 8 % du PIB à près de 20 % dans chaque cas), tandis que celui de l'Eurosystème est passé de 13 % à plus de 20 % du PIB de la zone euro. La hausse de l'actif de la Banque du Japon (à 30 % du PIB) est

Le gonflement du bilan des banques centrales a une double cause :



## Banques centrales : actif et passif

En milliers de milliards de l'unité de compte nationale



principalement due à l'assouplissement quantitatif du début de la décennie, mais elle s'est accentuée, en mars 2011, en raison d'une nouvelle injection de liquidité visant à combattre l'impact économique et financier du séisme.

Dans les économies avancées, les banques centrales – notamment la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre – ont vigoureusement assoupli les conditions monétaires durant la crise. Elles ont d'abord abaissé les taux d'intérêt, puis ont massivement gonflé leur bilan (graphique IV.2, cadres supérieurs) en recourant à des mesures non conventionnelles, telles que d'importants achats de titres de dette privée et publique, ainsi que de nouvelles facilités de prêt ciblées et des octrois de crédit associés au sauvetage d'établissements financiers. Souvent, elles ont aussi élargi la gamme des contreparties éligibles à leurs opérations de politique monétaire, et ont allongé la durée de ces opérations. Dans les pays avancés moins directement affectés par la crise (Australie et Canada, par exemple), elles ont également accru leur bilan, quoique dans une bien moindre proportion, lorsque la crise a atteint leur système financier par effet de contagion.

réponse à la crise,  
dans les pays  
avancés

Dans les économies émergentes, l'expansion du bilan des banques centrales a été plus progressive sur les dix dernières années. Suite à la crise asiatique de la fin de la décennie 1990, cette expansion correspondait principalement à une accumulation soutenue de réserves de change, destinées à constituer un « trésor de guerre » pour faire face à des situations d'urgence, mais résultait aussi de politiques destinées à contrer l'appréciation de la monnaie (graphique IV.2, cadres inférieurs). Les réserves de change sont utilisées pour atténuer la volatilité du cours de change, surtout dans les pays dont les marchés financiers ne sont pas à même de fournir une couverture efficace des positions en devises. Elles peuvent également aider à obtenir une meilleure notation des emprunts souverains et favorisent le développement des marchés de la dette en monnaie locale, deux éléments qui abaissent le coût de l'endettement et permettent un approfondissement des marchés financiers.

accumulation de réserves de change, dans les économies émergentes

### *Conséquences d'une telle situation*

La politique d'expansion du bilan des banques centrales a aidé l'économie mondiale à traverser une crise particulièrement difficile. Toutefois, les bilans se trouvent maintenant exposés à de plus grands risques – de taux d'intérêt, de change et de crédit –, susceptibles de causer des pertes financières. Une montée des taux à long terme peut entraîner des pertes réalisées, en cas de cession des obligations en portefeuille, ou des pertes latentes, si la comptabilité est tenue à la valeur de marché. Les banques centrales disposant de gros volumes d'actifs en devises sont particulièrement exposées au risque de change : elles subiraient des pertes en cas de forte appréciation de leur monnaie. Leur risque de crédit a augmenté depuis le début de la crise, car elles ont pris en portefeuille (par achat ferme ou comme sûreté) des actifs de moins bonne qualité, comme les titres adossés à des actifs.

Le gonflement du bilan crée des risques financiers pour les banques centrales...

Des pertes peuvent aussi provenir d'une asymétrie entre coût de financement et rendement des actifs. Il est possible que les banques centrales qui rémunèrent les réserves déposées par les banques commerciales ou émettent des titres à court terme dans le cadre de leurs opérations de reprise de liquidité aient à payer des intérêts plus élevés qu'elles n'en reçoivent sur leurs actifs. Dans les économies émergentes, la rentabilité des actifs étrangers est souvent inférieure au coût des titres à court terme qu'elles émettent pour stériliser leurs interventions de change ; ce coût de portage peut être assez élevé dans les économies présentant une faible qualité de crédit<sup>1</sup>.

Dans l'hypothèse où les mesures non conventionnelles adoptées pendant la crise déboucheraient sur des pertes, les banques centrales seraient exposées à des pressions de caractère politico-économique<sup>2</sup>. Dans la mesure où elles ont acquis des actifs privés (obligations d'entreprise, dans certains cas), il pourrait leur être reproché de favoriser certains secteurs économiques.

<sup>1</sup> H. Genberg, R. McCauley, Y. C. Park et A. Persaud, « Official reserves and currency management in Asia: myth, reality and the future », *Geneva Reports on the World Economy* 7, septembre 2005.

<sup>2</sup> C. Borio et P. Disyatat, « Unconventional monetary policies: an appraisal », *BIS Working Papers*, n° 292, novembre 2009 ; P. Stella, « Minimising monetary policy », *BIS Working Papers*, n° 330, novembre 2010.

## Encadré IV.A – Gestion de la dette publique : interactions avec les conditions monétaires et la stabilité financière

La crise financière mondiale a profondément modifié l'environnement dans lequel opèrent les banquiers centraux et les gestionnaires de la dette publique. Pendant la crise, ces derniers ont eu, dans de nombreux cas, à satisfaire dans l'urgence d'importants besoins de financement supplémentaires, en raison des injections exceptionnelles de liquidité par les banques centrales, qui se sont parfois traduites par des achats de titres de dette publique, dans le cadre de politiques monétaires non conventionnelles.

Les gestionnaires de la dette publique ont pour objectif général de réduire autant que possible le coût attendu à moyen et à long terme du financement de l'État, tout en suivant des principes de gestion prudente des risques. Durant et après la crise, l'approche en la matière a quelque peu varié d'un pays à l'autre. Ainsi, afin de couvrir leurs besoins de financement dans des conditions de marché difficiles, des émetteurs souverains parmi les mieux notés ont raccourci les échéances, tandis que d'autres ont eu tendance à ne pas le faire, malgré la pression des marchés.

Les choix concernant la durée des emprunts, mais aussi leur éventuelle indexation et la technique d'émission, notamment, sont importants pour la banque centrale. Par exemple, toutes choses égales par ailleurs, des émissions plus courtes signifient une fréquence de renouvellement plus élevée, ce qui peut avoir des conséquences sur la liquidité du marché monétaire. Plus généralement, la gestion de la dette publique revêt une grande importance pour la banque centrale parce que, tout comme la politique monétaire, elle influence le marché monétaire et celui des obligations d'État et parce que les rendements de ces dernières servent de référence pour ceux des autres instruments de dette. Cela est particulièrement vrai dans la situation actuelle, caractérisée par une segmentation accrue des marchés financiers, une vive augmentation des émissions publiques et des préoccupations concernant la viabilité des politiques budgétaires.

Gestion de la dette publique et conduite de la politique monétaire peuvent se renforcer mutuellement mais aussi s'opposer. C'est ainsi qu'une banque centrale procédant à des acquisitions massives d'obligations d'État, dans le cadre d'opérations non conventionnelles, risque d'être perçue comme finançant des mesures de politique budgétaire, mettant ainsi en cause son indépendance. Ou encore, une stratégie de gestion de la dette publique qui en modifierait l'échéance ou les caractéristiques pourrait avoir des répercussions en termes de stabilité financière, ou affecter les canaux de transmission de la politique monétaire. Par exemple, un accroissement des émissions à long terme pourrait aller à l'encontre de l'effet recherché par les achats d'obligations de la banque centrale lorsque celle-ci veut agir sur les taux d'intérêt par le mécanisme de l'offre de dette à long terme<sup>①</sup>.

Le Comité sur le système financier mondial (CSFM) vient de publier un rapport qui analyse ces questions et en tire les conséquences pour les banques centrales<sup>②</sup>. Dans la plupart des pays, les opérations de gestion de la dette publique ne semblent pas avoir entamé la capacité des banques centrales à détendre les conditions monétaires par des achats importants d'obligations d'État. Cela témoigne, en partie, de la crédibilité du cadre institutionnel établissant l'indépendance de la banque centrale, mais aussi de la qualité de la communication qui a été mise en œuvre pour souligner les différences d'objectifs et d'horizons temporels entre la gestion de la dette publique – qui vise d'ordinaire à assurer aux investisseurs une volatilité réduite en programmant un flux d'émission régulier et prévisible – et la politique monétaire – qui a pour but de réagir rapidement à toute information nouvelle concernant l'inflation et les perspectives de croissance.

Dans les pays où la soutenabilité budgétaire suscite des préoccupations, ainsi que dans certaines économies émergentes, la situation créée par des choix antérieurs dans la gestion de la dette publique, concernant par exemple les maturités et la participation étrangère, a affecté la dynamique de la crise et, par conséquent, la stabilité financière. La leçon à en tirer est qu'une saine gestion de la dette publique peut atténuer la volatilité sur les marchés financiers en étalant l'échéancier des emprunts, en évitant une concentration des placements et en constituant une base d'investisseurs stable et diversifiée, éléments qui favorisent une meilleure sortie de crise.

Dans les circonstances actuelles, et surtout dans le contexte de systèmes financiers encore en phase de développement, les gestionnaires de la dette auront tout intérêt à adopter une approche globale des coûts et des risques, et les banquiers centraux, à suivre attentivement les activités des premiers. Le passé récent confirme que cette stratégie a véritablement un impact à moyen terme sur la structure par échéance et les caractéristiques de risque de l'encours de la dette, et en particulier sur la stabilité financière. D'où l'importance d'une étroite coopération entre l'organe de gestion de la dette publique et la banque centrale, dans le respect de l'indépendance de chacun et de sa responsabilité propre, sur la base de mandats clairs et distincts.

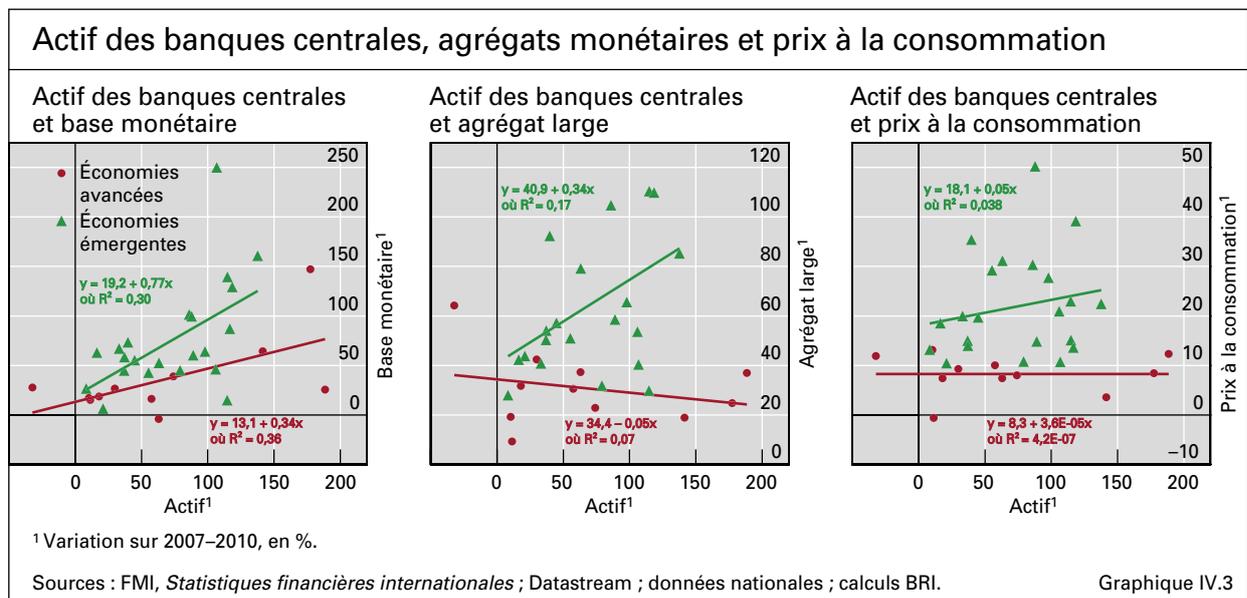
<sup>①</sup> P. Turner, « Fiscal dominance and the long-term interest rate », *LSE Financial Markets Group Special Paper*, n° 199, mai 2011 ; *79<sup>e</sup> Rapport annuel BRI*, juin 2009, chapitre VI. <sup>②</sup> CSFM, « Interactions of sovereign debt management with monetary conditions and financial stability: lessons and implications for central banks », *CGFS Papers*, n° 42, mai 2011.

Pareillement, les opérations de sauvetage d'établissements financiers, bien que conçues exclusivement dans le but d'éviter l'effondrement du système tout entier, pourraient être perçues comme relevant d'un traitement préférentiel. Enfin, les programmes d'achats massifs d'actifs peuvent compliquer la gestion de la dette publique et, en l'absence de coordination adéquate, aller à l'encontre des politiques des gestionnaires de la dette. On observe d'ailleurs, ces dernières années, une interdépendance accrue de la gestion de la dette publique, de la conduite de la politique monétaire et des mesures de stabilité financière (encadré IV.A).

Tous ces risques appellent les banques centrales à réduire, à terme, la taille de leur bilan. Mais il serait risqué de le faire trop vite ou sans discernement. Dans les grandes économies avancées, la fragilité persistante de l'économie et du système financier, ainsi que les incertitudes entourant les modalités du désengagement, font obstacle à une action dans le court terme. Dans les économies émergentes, une réduction substantielle des bilans par cession d'actifs en devises susciterait des tensions à la hausse sur le change et pourrait engendrer des flux de capitaux déstabilisateurs. Malgré ces sujets de préoccupation, les banques centrales voudront éviter les coûts à long terme du maintien des bilans à des niveaux exceptionnels.

... d'où la nécessité d'un redimensionnement, à terme

Sur une note plus positive, il convient de relever que la conception monétariste traditionnelle, selon laquelle l'expansion du bilan de la banque centrale pourrait alimenter l'inflation, n'est guère confirmée dans les faits. Pour l'ensemble des économies avancées et émergentes, en effet, la relation entre hausse du bilan de la banque centrale et base monétaire a été plutôt faible depuis 2007 (graphique IV.3, cadre de gauche). La corrélation entre accroissement de l'actif et expansion de l'agrégat large a été encore plus ténue, voire légèrement négative dans les économies avancées (cadre du milieu). Cela traduit une instabilité du multiplicateur monétaire (agrégat large/base monétaire) durant la période. De même, la corrélation entre variation de

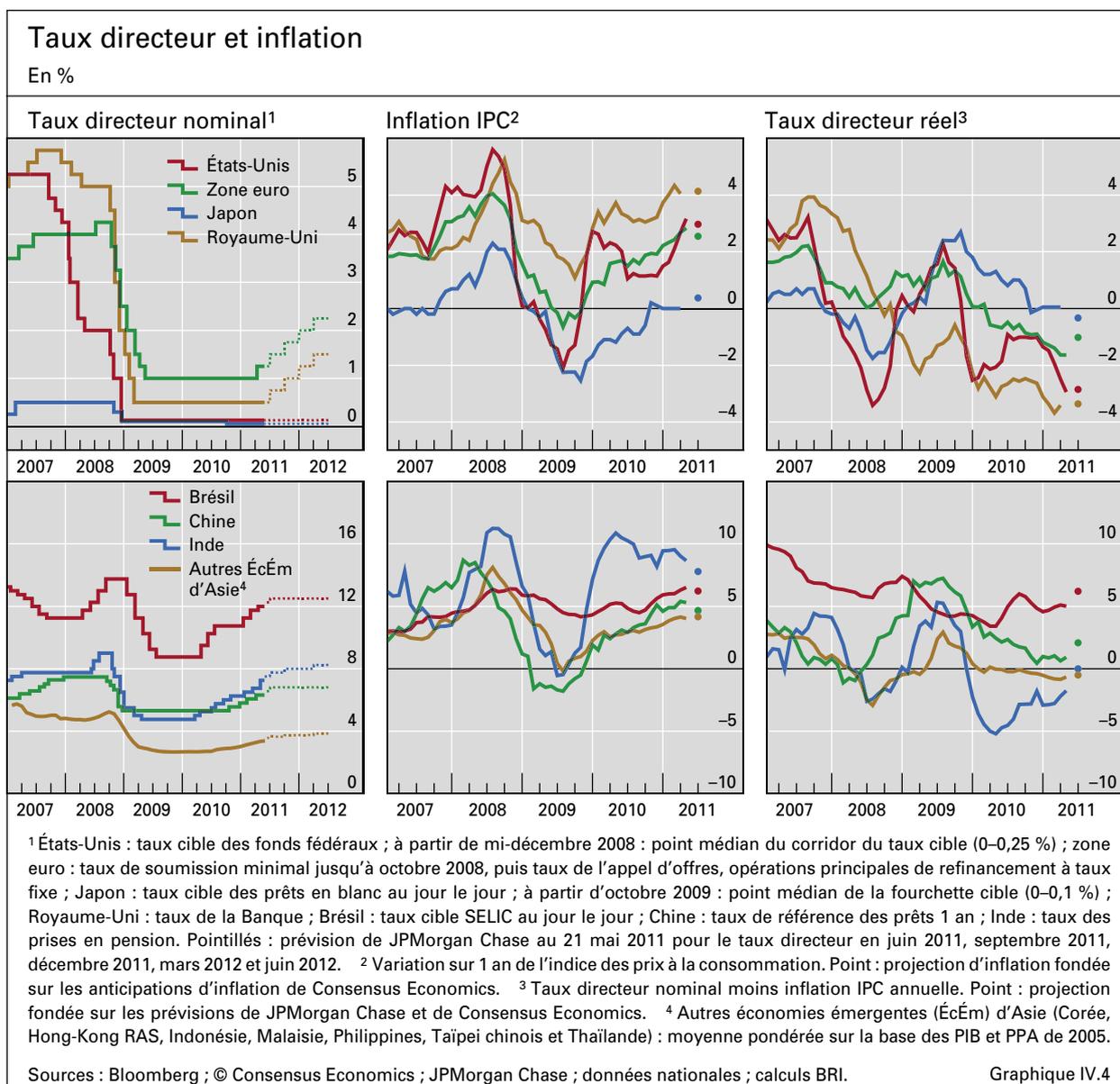


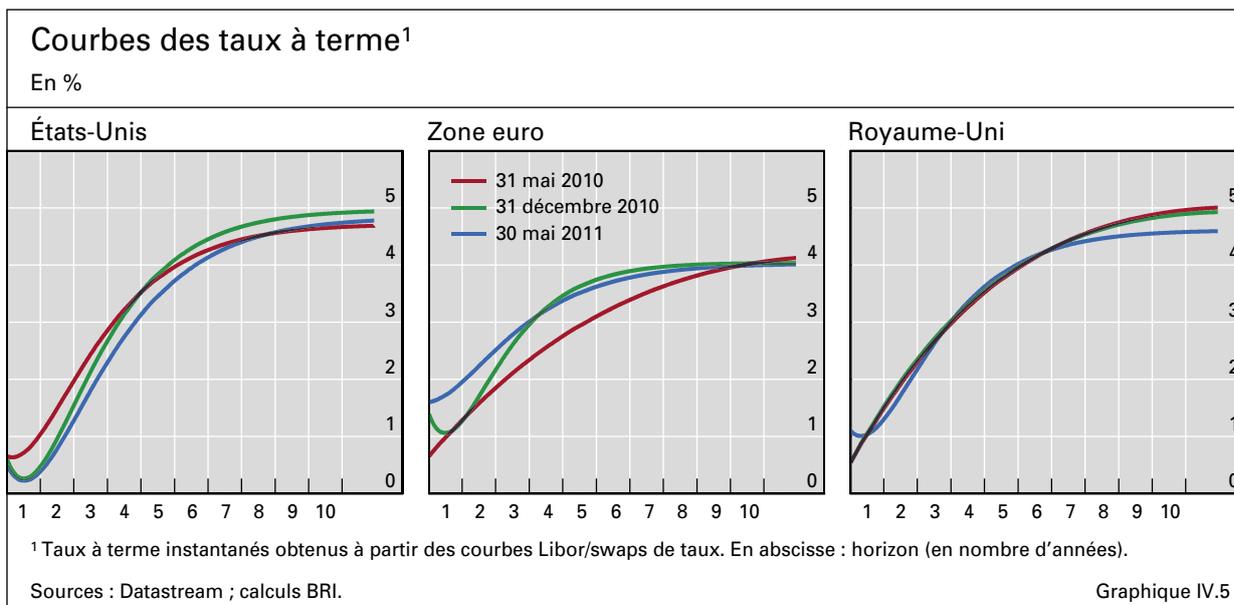
l'actif de la banque centrale et prix à la consommation a été pratiquement nulle (cadre de droite). En résumé, le gonflement du bilan des banques centrales ne semble pas créer directement un risque d'inflation.

## Retour des taux directeurs à la normale

Le relèvement des taux directeurs a commencé

Dans de nombreuses économies avancées et émergentes, la banque centrale a déjà commencé à relever légèrement ses taux directeurs (graphique IV.4, cadres de gauche). Même dans certains des pays le plus durement touchés par la crise, les marchés anticipent un tel relèvement, aussi bien à court terme qu'au cours des prochaines années (graphique IV.5). Le rythme du resserrement attendu reste, toutefois, assez modéré. Les taux directeurs réels sont restés exceptionnellement bas sur l'année écoulée et continuent d'être négatifs dans de nombreux pays (graphique IV.4, cadres de droite).





Deux éléments connexes sont vraisemblablement appelés à jouer un grand rôle dans la trajectoire future de l'inflation : les prix des produits de base et le degré de sous-utilisation des capacités dans le monde.

#### *Risque d'inflation alimentée par les produits de base*

L'un des facteurs qui influenceront le plus sur le rythme du resserrement monétaire est le risque d'inflation provenant du renchérissement des produits de base, surtout denrées alimentaires et produits énergétiques. L'inflation IPC s'est déjà sensiblement accélérée dans de nombreux pays. Cela a été particulièrement notable dans les économies émergentes, où l'alimentation constitue une part importante de la consommation (quelque 25 %, contre moins de 15 % dans les économies avancées).

L'inflation s'accélère...

Les tensions sur les prix des denrées alimentaires et autres produits de base sont étroitement liées à la vigueur de la reprise économique dans le monde, notamment dans les économies émergentes. Des perturbations affectant l'offre y contribuent aussi : mauvaises conditions climatiques, récemment, dont inondations au Pakistan et en Australie ainsi que sécheresse en Chine et en Russie, pour les denrées alimentaires ; difficultés géopolitiques et ruptures d'approvisionnement en Afrique du Nord et au Moyen-Orient, pour l'énergie. Même si ces perturbations sont appelées à se résorber avec le retour à des conditions climatiques normales et à une situation politique stable, certaines spécificités de marché devraient continuer de peser sur les prix. Par exemple, les prix du charbon et du gaz naturel pourraient être grandement stimulés par des efforts de sortie du nucléaire, et les prix des produits de base semblent également influencés, sur le court terme, par des facteurs financiers (encadré IV.B). Plus généralement, les prix alimentaires et énergétiques pourraient rester élevés, voire augmenter davantage, tant que la demande dans ces deux domaines demeurera soutenue par la vigueur de la reprise mondiale.

... alimentée par les prix des produits de base

## Encadré IV.B – Financiarisation et prix des produits de base

Quel rôle les investisseurs ont-ils joué dans la hausse du niveau et de la volatilité des prix des produits de base (graphique IV.B, cadre de gauche) ? Les instruments financiers liés aux produits de base, tels les fonds et instruments indiciaires, se sont rapidement développés ces dernières années (graphique IV.B, cadre de droite). L'une des principales raisons tient à la volonté de diversification des investisseurs institutionnels et individuels. Certains apprécient, en outre, que ces dérivés sur produits de base permettent de tirer profit de la progression rapide de la demande des économies émergentes sans devoir investir sur les marchés financiers locaux, souvent étroits. La recherche de rendement a également participé à cette tendance, dans un contexte de taux d'intérêt bas.

Une présence accrue des investisseurs financiers peut influencer les prix des produits de base de diverses manières<sup>①</sup>. D'un côté, elle peut apporter davantage de profondeur et de liquidité aux marchés, ce qui est de nature à faciliter les opérations de couverture et à réduire la volatilité des prix. D'un autre côté, elle peut, en particulier par son recours à des instruments indiciaires, accroître la corrélation entre produits de base et autres actifs (notamment actions) et amplifier la volatilité des prix, dans la mesure où les opérations de couverture rendent la demande de produits de base moins sensible aux variations de prix.

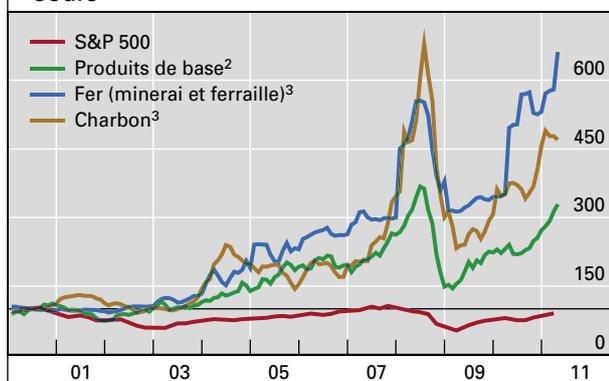
Des études récentes font penser que la financiarisation a une incidence sur la dynamique à court terme des prix des produits de base<sup>②</sup>, ce qui semble s'expliquer par le fait que les investisseurs financiers réagissent rapidement à l'information et mobilisent des sommes importantes. La preuve empirique la plus convaincante d'un effet des placements financiers se traduisant par un écart significatif des prix par rapport au niveau d'équilibre de l'offre et de la demande est apportée par la hausse des prix du pétrole jusqu'à mi-2008. Pour les produits non pétroliers, en revanche, on ne dispose guère d'indications probantes. Le fait que le charbon et le minerai de fer – non inclus dans les indices types – s'étaient également renchérissés porte à croire que l'offre et la demande physiques demeurent les principaux déterminants des prix des produits de base.

En résumé, s'il apparaît que les prix des produits de base continuent d'être orientés par les facteurs classiques d'offre et de demande, on constate de plus en plus que leur formation et leur dynamique sur les marchés à terme suivent des mécanismes généralement observés sur les marchés traditionnels d'actifs financiers, comme les phases d'aversion pour le risque et de comportement grégaire. Il faut poursuivre la recherche pour mieux comprendre l'incidence des placements financiers sur les prix des produits de base.

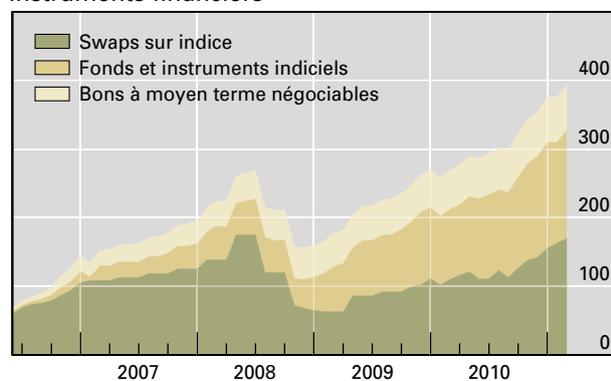
<sup>①</sup> S. Irwin et D. Sanders, « Index funds, financialization and commodity futures markets », *Applied Economic Perspectives and Policy*, 2011, pp. 1-31 ; K. Tang et W. Xiong, « Index investment and financialization of commodities », *NBER Working Papers*, n° 16385, septembre 2010. <sup>②</sup> Pour une vue d'ensemble sur le sujet, K. Singleton, « Investor flows and the 2008 boom/bust in oil prices », *Stanford University Working Paper*, mars 2011.

### Produits de base : financiarisation des marchés

Cours<sup>1</sup>



Instruments financiers<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Moyenne 2000 = 100. <sup>2</sup> Indice général Goldman Sachs. <sup>3</sup> Indice HWWI. <sup>4</sup> Données Barclays Capital, en milliards de dollars.

Sources : Barclays Capital ; Bloomberg ; Datastream ; données nationales.

Graphique IV.B

Depuis 2005, la volatilité de l'inflation a été bien plus marquée, dans la plupart des économies avancées et émergentes, que pendant la période 2000–2004, principalement sous l'effet des composantes alimentaire et énergétique de l'indice des prix à la consommation (graphique IV.6, cadre de gauche).

La volatilité de l'inflation s'est intensifiée...

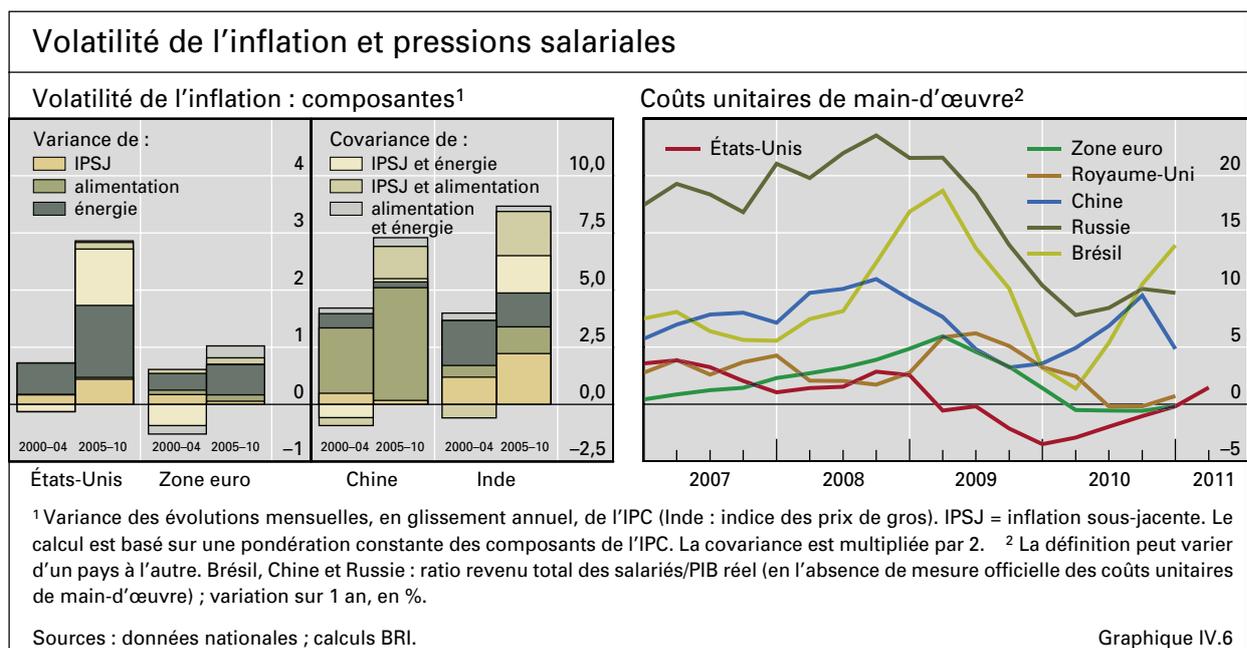
La flambée des prix des produits de base fait, en outre, redouter une remontée significative de l'inflation sous-jacente par des effets de second tour. Des signes de tensions croissantes sur les salaires sont clairement perceptibles dans certaines grandes économies émergentes (graphique IV.6, cadre de droite), où la moindre sous-utilisation des capacités de production et la persistance de l'inflation ont renforcé les revendications salariales. De surcroît, étant donné la dimension mondiale de nombreuses chaînes d'approvisionnement, les tensions inflationnistes sous-jacentes au sein des économies avancées sont indirectement avivées par une hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre dans les économies émergentes. En effet, avec des marges bénéficiaires déjà potentiellement réduites, la hausse des coûts pourrait, à terme, contraindre les entreprises à répercuter sur le consommateur une plus grande part du renchérissement des intrants. En conséquence, il se peut que, malgré la modération salariale sur leurs marchés du travail, l'inflation IPC dans les économies avancées s'accélère indirectement, via les chaînes d'approvisionnement mondiales.

... et les risques d'effets de second tour s'accroissent

#### État de la reprise et risques de surchauffe

Le second facteur qui influera sur le rythme du resserrement monétaire est le degré de sous-utilisation des capacités. Sur l'année écoulée, la reprise s'étend, les économies avancées montant en puissance et les économies émergentes conservant leur dynamisme. Pour 2011, il est prévu (selon Consensus Economics) une croissance mondiale de 3,7 %, le monde avancé progressant de 2,0 % et le monde émergent de 6,1 %. L'amélioration des

La reprise mondiale se poursuit, mais comporte toujours des risques



conditions macroéconomiques reflète en grande partie l'efficacité des mesures budgétaires et monétaires exceptionnelles décidées en réponse à la crise financière. Mais, depuis l'an dernier, on voit se multiplier les signes d'une plus grande autonomie du secteur privé et de son rôle de plus en plus actif dans la reprise.

La persistance de taux de chômage élevés dans certains pays est souvent interprétée comme l'expression d'une forte sous-utilisation des capacités sur les marchés du travail. De même, certaines mesures de l'écart de production (PIB effectif moins PIB potentiel) indiquent un haut degré de sous-utilisation pour l'ensemble de l'économie. En particulier, des estimations fondées sur des fonctions de production et d'autres relations macroéconomiques structurelles (telles les estimations OCDE, représentées par des points dans le graphique IV.7, cadre supérieur droit) font actuellement apparaître un déficit important de l'écart de production. Les projections de ces estimations structurelles donnent à croire que l'écart ne se réduira que lentement et, par conséquent, contiendra les tensions sur les prix pendant quelque temps encore<sup>3</sup>.

D'autres mesures font toutefois penser que les capacités inutilisées sont peut-être bien moindres dans de nombreuses économies et, en moyenne, dans le monde. Ainsi, certaines mesures statistiques indiquent que l'écart de production mondial est en voie de diminution, voire de disparition (graphique IV.7, cadre supérieur de droite). Un faible taux de sous-utilisation des capacités ressort également d'enquêtes effectuées à périodicité élevée.

Cette perspective moins favorable pour l'inflation est également étayée par la flambée des prix des produits de base et par des signes de tensions de plus en plus marqués sur les marchés du travail dans les économies émergentes. Elle reflète aussi la possibilité que le PIB potentiel des économies avancées ait été plus durement atteint par la crise qu'on ne le pense généralement. Son évolution, en particulier, peut pâtir du niveau élevé de la dette publique et privée, qui peut exercer des effets négatifs sur les perspectives en matière de consommation et d'investissement. En outre, de gros investissements réalisés avant la crise (dans la construction, par exemple) pourraient s'avérer beaucoup moins productifs que prévu à l'origine (chapitre II). De manière générale, il faut du temps pour discerner et quantifier les mutations structurelles de l'économie. De la sorte, si les mesures statistiques peuvent surestimer la rapidité de la contraction de l'écart de production, les modèles structurels peuvent au contraire la sous-estimer<sup>4</sup>.

Les tensions inflationnistes nourries par l'envolée des prix des produits de base et la possibilité d'une surestimation du degré de sous-utilisation des capacités rappellent la situation des années 1970. À cette époque, les prix alimentaires – fixés en temps réel par l'offre et la demande à l'échelle

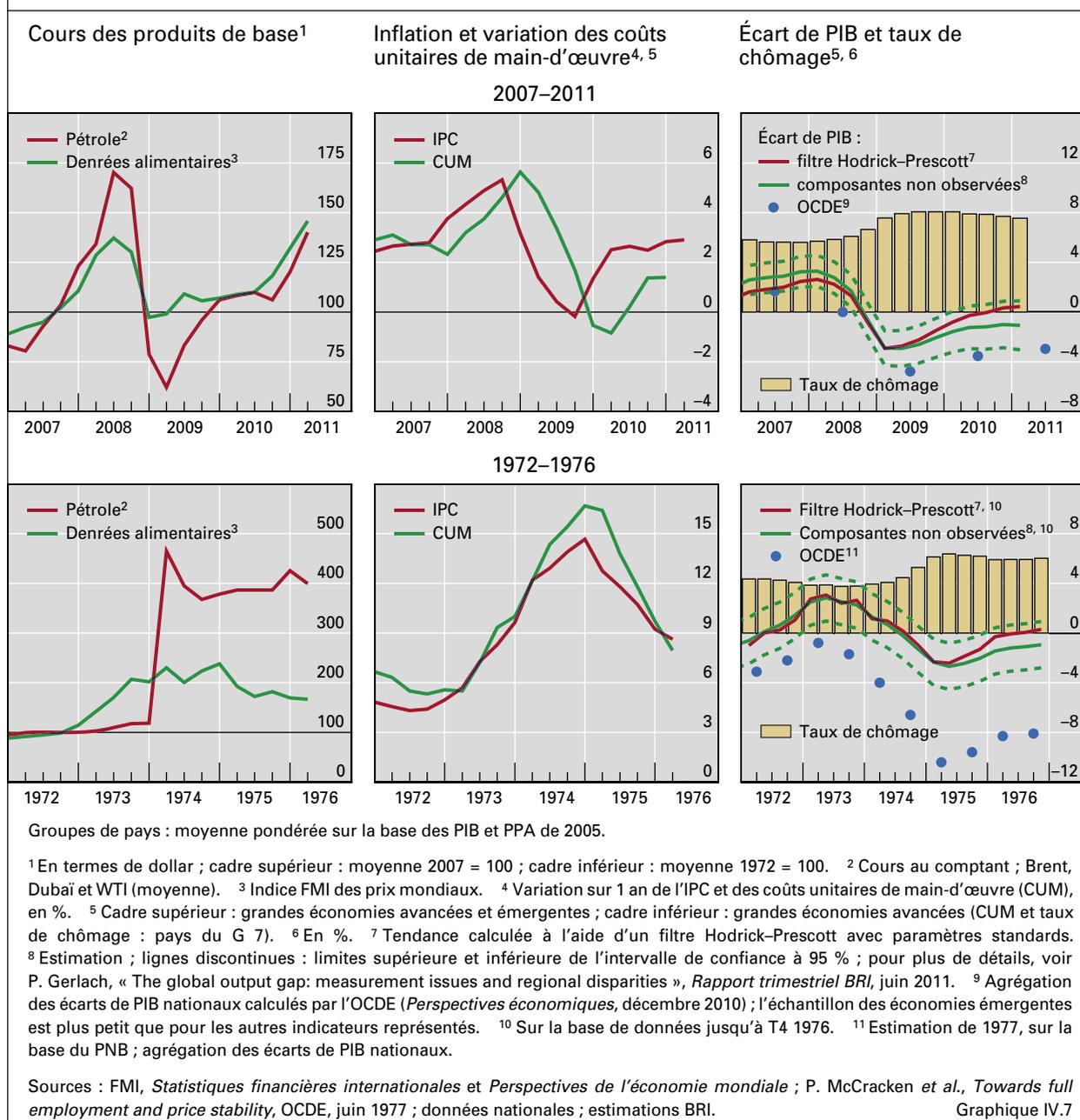
Les autorités monétaires sont dans l'incertitude quant au degré de sous-utilisation des capacités...

... ce qui rappelle la situation des années 1970...

<sup>3</sup> Pour une comparaison des mesures de l'écart de production aux États-Unis, consulter J. Weidner et J. Williams, « How big is the output gap? », *FRBSF Economic Letter* 2009-19, 12 juin 2009, mise à jour 28 janvier 2011 ([www.frbsf.org/publications/economics/letter/2009/el2009-19.html](http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2009/el2009-19.html)).

<sup>4</sup> P. Gerlach, « The global output gap: measurement issues and regional disparities », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2011, pp. 29–37.

## Comparaison entre la situation actuelle et les années 1970 au niveau mondial



mondiale – avaient été les premiers à augmenter, bien avant ceux du pétrole (graphique IV.7, cadre inférieur gauche). Il s'était alors ensuivi une spirale auto-entretenue de l'inflation IPC et des coûts unitaires de main-d'œuvre (cadre inférieur du milieu). Parallèlement, les taux de chômage avaient atteint des records et le creusement apparent, durant la décennie, d'un écart de production large et négatif (tel que mesuré alors par l'OCDE) signalait un important degré de sous-utilisation des capacités (cadre inférieur droit).

Aujourd'hui, avec le recul, il est évident que les mesures conventionnelles de la sous-utilisation des capacités, à cette époque, étaient très excessives. La hausse du taux de chômage s'expliquait en grande partie par des modifications

structurelles sur les marchés du travail. Le ralentissement de l'activité était principalement attribué, à tort, à l'insuffisance de la demande, plutôt qu'à une forte décélération de la croissance du PIB potentiel. En d'autres termes, on croyait l'écart de production très important et persistant, alors que ce n'était pas le cas. Il suffit, pour s'en convaincre, de considérer la différence entre les estimations OCDE de l'époque, fondées sur des mesures structurelles (graphique IV.7, cadre inférieur de droite), et les estimations révisées sur la base des informations dont on dispose actuellement<sup>5</sup>. On comprend mieux, ainsi, pourquoi l'orientation monétaire d'alors s'est révélée trop accommodante pendant trop longtemps.

... même si le contexte économique semble aujourd'hui différent

Le contexte économique actuel apparaît très différent de celui des années 1970. L'évolution des salaires dans les économies avancées, notamment, est beaucoup moins étroitement liée aux valeurs domestiques de l'écart de production et des prix à la consommation. La mondialisation, une plus grande flexibilité des marchés du travail et la stabilisation des prix ont joué un rôle essentiel. Toutefois, l'élévation des coûts unitaires de main-d'œuvre dans quelques grandes économies émergentes représente un risque pour la stabilité des prix à l'échelle planétaire, en raison du rôle que jouent ces économies dans les chaînes d'approvisionnement. La situation actuelle, pour différente qu'elle soit, à de nombreux égards, de celle des années 1970, peut donc placer les autorités monétaires devant des défis finalement assez semblables.

Dans ce contexte, les banques centrales doivent rester très attentives à toute montée des tensions inflationnistes, même si leurs indicateurs semblent en contradiction avec les estimations conventionnelles de la sous-utilisation des capacités et de l'évolution des salaires sur les marchés intérieurs. Elles devront se montrer vigilantes et resserrer leur politique monétaire au moment opportun, aussi bien dans les économies avancées que dans les économies émergentes, pour maintenir le bon ancrage des anticipations d'inflation, préserver un environnement mondial de faible inflation et renforcer la crédibilité de leur politique de stabilité des prix.

### *Évaluation de l'orientation monétaire actuelle*

Les taux directeurs restent à un niveau historiquement trop bas...

Quel est le degré de resserrement monétaire nécessaire pour conserver la maîtrise de l'inflation ? La règle de Taylor, qui fixe le niveau des taux directeurs en fonction de l'inflation et de l'écart de production, indique que ceux-ci sont trop bas. Cela se vérifie pour un grand nombre de pays, dans lesquels les taux observés sont très inférieurs à ceux donnés par cette règle (graphique IV.8, cadre de gauche, valeurs au-dessus de la ligne à 45°), comme, en moyenne, pour l'économie mondiale (cadre de droite).

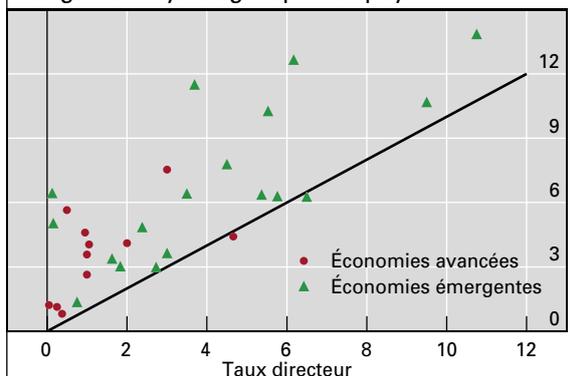
Certes, la règle de Taylor usuelle ne peut pas rendre entièrement compte de l'ensemble des arbitrages auxquels doit procéder la banque centrale pour

<sup>5</sup> Pour une évaluation d'époque de la stagflation des années 1970, voir P. McCracken *et al.*, *Towards full employment and price stability*, OCDE, juin 1977. Pour des informations supplémentaires sur la surestimation des écarts de PIB dans les années 1970, voir *75<sup>e</sup> Rapport annuel BRI*, juin 2005 ; A. Orphanides, « The quest for prosperity without inflation », *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, n° 3, avril 2003, pp. 633–663.

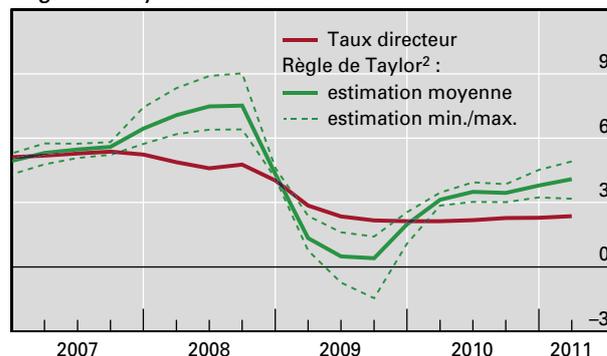
## Politique monétaire : orientation

En %

Règle de Taylor : groupes de pays



Règle de Taylor : monde



Règle de Taylor :  $i = r^* + \pi^* + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5\gamma$ , où  $\pi$  est une mesure de l'inflation et  $\gamma$ , une mesure de l'écart de PIB ;  $r^*$  et  $\pi^*$  sont calculés comme le niveau moyen du taux d'intérêt réel *ex post* et du taux d'inflation, depuis T1 2000.

<sup>1</sup> Estimation pour T4 2010, sur la base de l'inflation IPC et de l'écart de PIB calculé à l'aide d'un filtre Hodrick–Prescott. <sup>2</sup> Estimation à partir des moyennes mondiales des taux directeurs, taux d'inflation et PIB nationaux, pondérées par les PIB et PPA de 2005. La règle de Taylor a été appliquée en combinant successivement 3 mesures de l'inflation (inflation IPC, taux sous-jacent et prévisions consensuelles de l'inflation IPC), et les mesures de l'écart de PIB obtenues selon 3 méthodes d'estimation du PIB potentiel (filtre Hodrick–Prescott, tendance quadratique et composantes non observables). Le cadre représente les estimations moyenne, basse et haute des 9 combinaisons.

Sources : © Consensus Economics ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique IV.8

fixer son taux directeur. Elle ignore nombre d'éléments qui ont leur importance dans le contexte actuel, comme les séquelles de la crise ou les effets des politiques monétaires non conventionnelles adoptées récemment. Or, ces dernières ont rendu les conditions monétaires bien plus accommodantes que ne l'indique la différence entre taux directeur observé et taux estimé par la règle de Taylor.

L'orientation accommodante de la politique monétaire actuelle renforce donc les préoccupations concernant les risques pour la stabilité des prix, et peut favoriser une montée des risques pour la stabilité financière. Les économies émergentes, en particulier, pourraient être confrontées à une accumulation de déséquilibres financiers semblables à ceux observés dans les économies avancées pendant les années qui ont immédiatement précédé la crise. Dans nombre de cas, la progression du crédit par rapport au PIB, des prix du logement et des cours des actions y a été rapide durant l'année écoulée (graphique IV.9 ; voir aussi graphique I.2, cadre de droite), et cette évolution a, en outre, été alimentée par d'importantes entrées de capitaux (graphique I.2, cadre du milieu).

Dans les économies émergentes, le durcissement de la politique monétaire a été limité par crainte d'intensifier les entrées de capitaux et l'appréciation du change. Mais d'autres mesures ont été prises pour freiner l'accumulation de déséquilibres financiers : mesures macroprudentielles (plafonnement des ratios prêt/valeur et service de la dette/revenu) ; relèvement des réserves obligatoires ; contrôle sur les mouvements de capitaux (par exemple, taxe sur

... ce qui n'est pas sans risque pour la stabilité des prix et du système financier

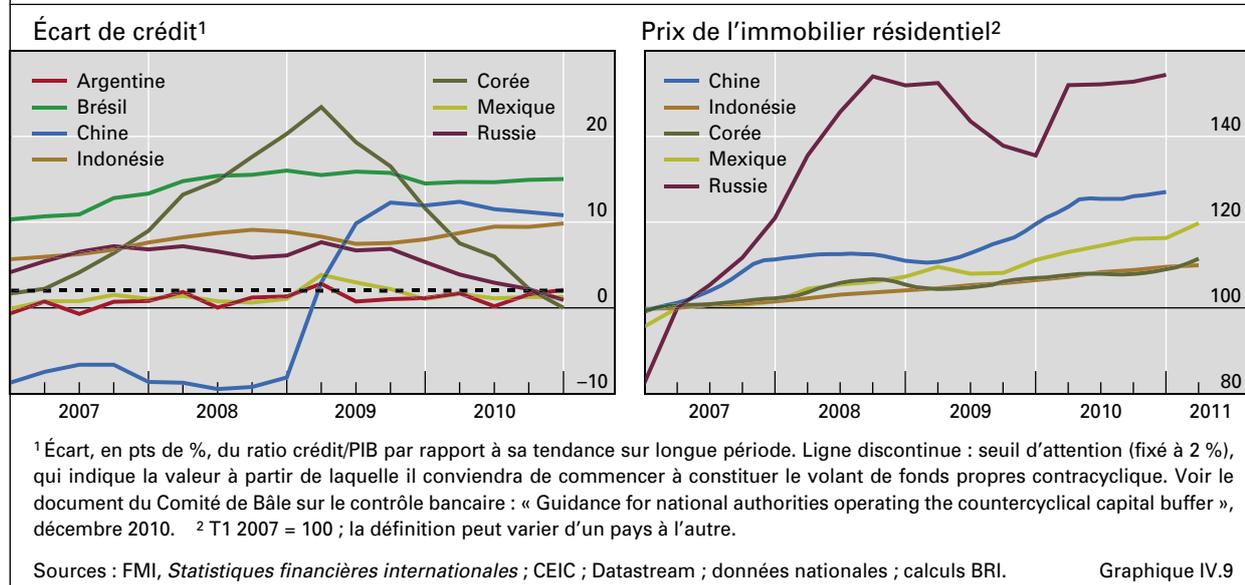
les entrées à court terme), dans certains cas<sup>6</sup>. De telles mesures ne peuvent toutefois se substituer à un durcissement monétaire et à une plus grande flexibilité du change<sup>7</sup>.

Dans les économies avancées les plus touchées par la crise, différer sans raison le retour à une orientation monétaire normale ferait courir le risque de créer de graves distorsions sur les marchés financiers, de retarder la réduction du levier d'endettement et de fausser l'allocation des ressources<sup>8</sup>. De plus, les conditions monétaires anormalement souples ont probablement contribué, récemment, aux importantes exportations de capitaux vers les économies émergentes.

De fait, l'un des enseignements de la crise est que la politique suivie par les autorités monétaires d'un pays peut être lourde de conséquences pour les autres. Une approche exclusivement nationale ignore les répercussions mondiales des actions collectives des banques centrales. Ainsi, durant la période qui a précédé la crise, le niveau inhabituellement bas des taux directeurs dans les grandes économies avancées s'est transmis au reste du monde via une résistance à l'appréciation du change. Il en est résulté des conditions monétaires anormalement souples à l'échelle planétaire, à une époque de forte croissance. Le rôle des prix des produits de base dans la formulation de la politique monétaire en constitue une autre illustration. Les banques centrales traitent généralement ces prix comme des données

Les banques centrales doivent mieux tenir compte...

### Économies émergentes : écart de crédit et prix de l'immobilier résidentiel



<sup>6</sup> Le Comité sur le système financier mondial a passé en revue les instruments macroprudentiels et leur utilisation dans un article intitulé « Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences », *CGFS Papers*, n° 38, mai 2010.

<sup>7</sup> J. Caruana, « Capital flows to the emerging market economies: a perspective on policy challenges », allocation prononcée lors de la 46<sup>e</sup> Conférence des Gouverneurs des banques centrales du Sud-Est asiatique (SEACEN), Colombo, Sri Lanka, 24-26 février 2011.

<sup>8</sup> Le sujet est traité en détail dans le 80<sup>e</sup> Rapport annuel BRI, juin 2010, chapitre III.

exogènes, les excluant souvent de l'indice qui leur sert de référence principale dans la conduite de leur politique monétaire. Mais ces prix, déterminés en temps réel par l'offre et la demande à l'échelle planétaire, peuvent obéir aux conditions monétaires mondiales, et être ainsi des éléments endogènes aux actions collectives des banques centrales. Comme tend à le montrer l'encadré IV.B, la flambée récente des prix des produits de base peut aussi être liée à une recherche de rendement suscitée par l'orientation monétaire extrêmement accommodante à l'échelle mondiale. Ces considérations appellent les banques centrales à mieux tenir compte des conséquences, au niveau planétaire, de leur politique monétaire individuelle (chapitre III). Elles soulignent à quel point il est nécessaire de parvenir à un consensus international sur la manière d'assurer une croissance équilibrée et non inflationniste.

... des répercussions  
mondiales de leur  
action collective

## Synthèse

Dans le contexte monétaire actuel, les banques centrales sont confrontées à de redoutables défis. L'augmentation de la taille et de la complexité de leur bilan, résultant des politiques non conventionnelles et de l'accumulation de réserves de change, fait naître des risques qui, s'ils ne sont pas maîtrisés, pourraient entamer la crédibilité de leur politique monétaire. Dans le même temps, l'envolée des prix des produits de base a déjà porté le taux d'inflation à un niveau inconfortable dans de nombreux pays, tandis que des tensions grandissantes sur les capacités accroissent le risque d'effets de second tour. Cet accroissement du risque d'inflation appelle un relèvement des taux directeurs, mais, dans certaines économies avancées, il faut encore tenir compte des faiblesses liées à l'assainissement en cours des bilans dans les secteurs privé et public ainsi qu'à la fragilité persistante du secteur financier. Cependant, le maintien de taux d'intérêt très bas pendant une si longue période risque de créer de graves distorsions financières, de fausser l'allocation des ressources et de retarder la nécessaire réduction du levier d'endettement dans les économies avancées les plus touchées par la crise. Dans certaines économies émergentes, en outre, on perçoit les signes d'une nouvelle accumulation de déséquilibres financiers.

Seul un durcissement monétaire à l'échelle mondiale permettra de contenir les tensions inflationnistes et d'écarter les risques pour la stabilité financière. Ce relèvement des taux est crucial si les banques centrales veulent préserver la crédibilité, durement acquise, de leur lutte contre l'inflation, et surtout aujourd'hui, à un moment où le haut niveau de la dette publique et privée peut être perçu comme limitant la capacité des banques centrales à maintenir la stabilité des prix. Les banques centrales pourraient devoir être prêtes à relever leur taux directeur à un rythme plus rapide que lors des précédentes phases de resserrement monétaire.