

V. La politique monétaire aux prises avec la normalisation

Au cours de l'année écoulée, la politique monétaire est restée très accommodante au niveau mondial, les banques centrales ayant maintenu leurs taux directeurs à de faibles niveaux et poursuivi l'expansion de leurs bilans. Dans les grandes économies avancées, les banques centrales sont restées confrontées à une reprise inhabituellement lente malgré un assouplissement monétaire exceptionnel et prolongé, ce qui donne à penser que la politique monétaire est relativement inefficace pour stimuler la reprise au sortir d'une récession de bilan.

Les économies de marché émergentes et les petites économies ouvertes et avancées ont dû composer avec les répercussions de la détente monétaire dans les grandes économies avancées. Elles ont aussi maintenu leurs taux directeurs à des niveaux très bas, ce qui a contribué à l'émergence de vulnérabilités financières. Cette dynamique donne à penser que la politique monétaire devrait jouer un plus grand rôle, en complément des mesures macroprudentielles, dans la lutte contre les déséquilibres financiers. Elle met également en évidence les lacunes du système monétaire international, les répercussions internationales des politiques monétaires n'étant pas suffisamment prises en considération.

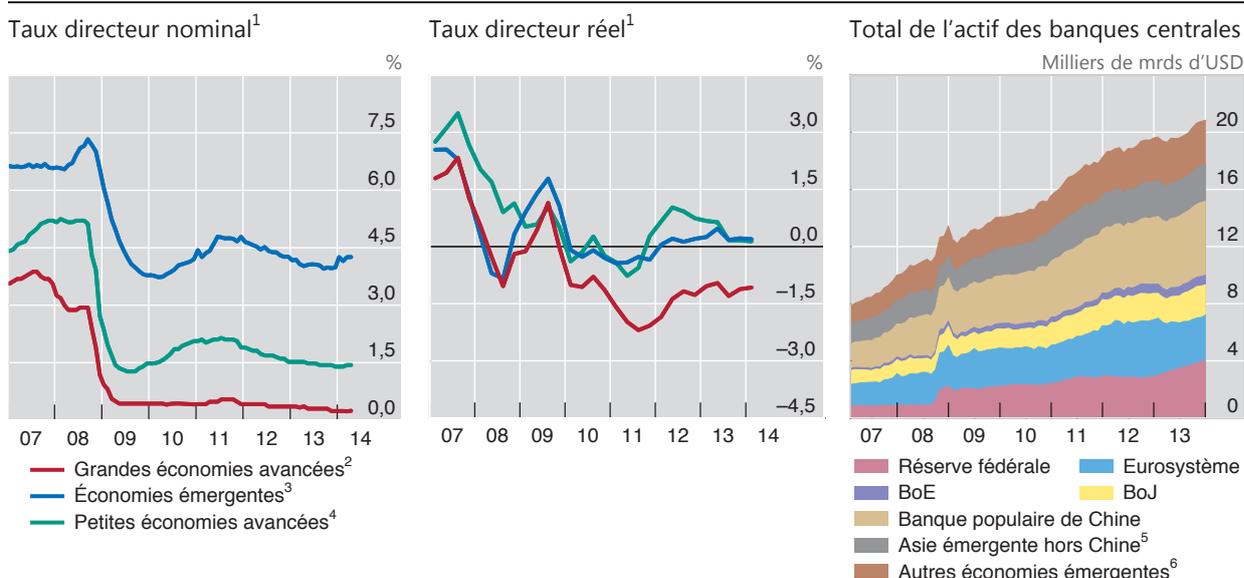
De nombreuses banques centrales ont été confrontées à des pressions désinflationnistes inattendues au cours des douze derniers mois, ce qui constitue une mauvaise surprise pour les agents endettés et fait surgir le spectre de la déflation. Cependant, les risques d'une déflation généralisée semblent très faibles : les banques centrales s'attendent à un retour progressif de l'inflation à son objectif et à un ancrage toujours solide des anticipations d'inflation à long terme. De plus, la nature des pressions désinflationnistes, liée à l'offre, reflète globalement la reprise de l'activité économique mondiale. L'orientation de la politique monétaire doit tenir dûment compte de la persistance des forces désinflationnistes et de leur nature liée à l'offre, ainsi que des effets secondaires de la détente monétaire.

Désormais, il apparaît plus clairement que les banques centrales des grandes économies avancées ne sont pas toutes au même stade de leur processus de normalisation et n'abandonneront pas toutes simultanément l'orientation exceptionnellement accommodante de leur politique. Cette transition sera sans doute complexe et mouvementée, quels que soient les efforts de communication déployés. C'est en partie pour ces raisons qu'il ne faut pas sous-estimer le risque d'une normalisation trop tardive et trop progressive.

Le présent chapitre analyse les principaux faits marquants de l'année écoulée sur le plan de la politique monétaire, puis les quatre grands défis que celle-ci devra relever : faible efficacité, répercussions, apparition inattendue de la désinflation et risque de retard dans le processus de sortie des politiques accommodantes.

Évolution récente de la politique monétaire

Au cours des douze derniers mois, les taux directeurs nominaux et réels sont restés très faibles au niveau mondial et les bilans des banques centrales ont continué leur expansion jusqu'à la fin de l'année 2013 (graphique V.1). En moyenne, les grandes économies avancées ont maintenu leurs taux directeurs réels à un niveau inférieur à -1,0 %. Dans le reste du monde, les taux directeurs réels n'ont pas été beaucoup



BoE = Banque d'Angleterre ; BoJ = Banque du Japon.

¹ Pour chaque groupe, moyenne arithmétique des économies citées. Taux réel : taux nominal corrigé de l'IPC. ² États-Unis, zone euro, Japon et Royaume-Uni. ³ Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Argentine, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Singapour, Taïpei chinois, République tchèque, Thaïlande et Turquie. Argentine : le déflateur des prix à la consommation se fonde sur des estimations officielles dont la méthodologie a changé en décembre 2013. ⁴ Australie, Canada, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suède et Suisse. ⁵ Somme des économies suivantes : Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïpei chinois et Thaïlande. ⁶ Somme des économies suivantes : Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Hongrie, Mexique, Pérou, Pologne, Russie, République tchèque et Turquie.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; Bloomberg ; Datastream ; données nationales.

plus élevés : dans un groupe de petites économies ouvertes et avancées (que nous appellerons ci-après petites économies avancées) – Australie, Canada, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suède et Suisse – et dans les économies émergentes couvertes par notre étude, les taux réels n'ont été que légèrement supérieurs à zéro. L'expansion des actifs des banques centrales a quelque peu ralenti entre 2012 et mi-2013 et s'est ensuite accélérée au second semestre 2013.

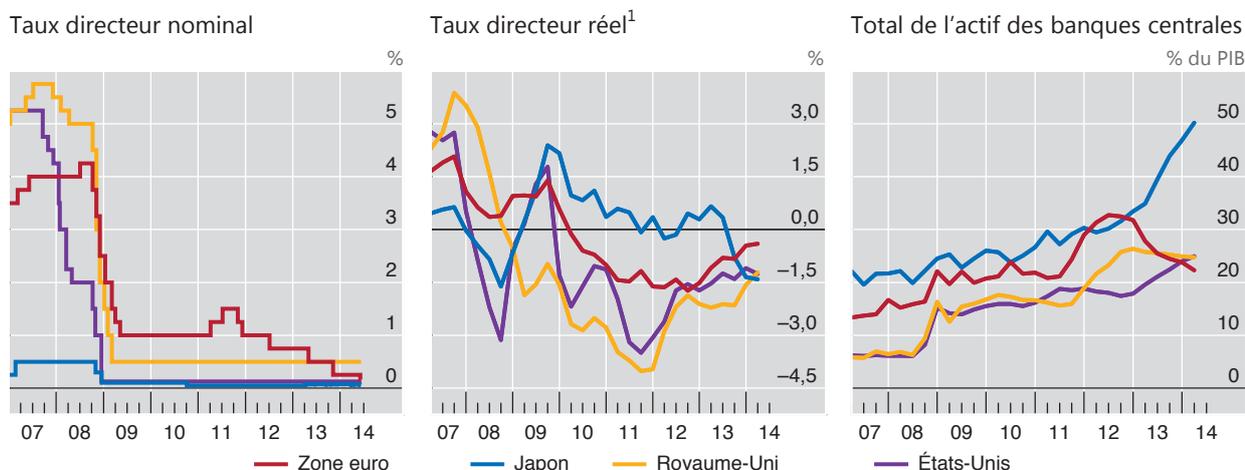
Voici maintenant six ans, environ, que cette détente monétaire exceptionnelle est en place (graphique V.1). Les taux d'intérêt ont fortement diminué début 2009. Les actifs des banques centrales ont commencé à croître rapidement en 2007 et leur volume a plus que doublé depuis pour atteindre le montant sans précédent de \$20 000 milliards (plus de 30 % du PIB mondial). Cette augmentation est la conséquence d'achats massifs d'actifs et de l'accumulation de réserves de change.

Les banques centrales des grandes économies avancées ont maintenu leurs taux directeurs nominaux proches du plancher du taux zéro et leurs taux réels négatifs (graphique V.2) bien que les signes d'une accélération de la croissance se soient multipliés au cours des douze derniers mois¹. Dans la zone euro, où l'activité économique a été déprimée, la BCE a réduit de moitié son taux de refinancement principal en novembre, à 25 points de base, et l'a abaissé de nouveau en juin, à 15 points de base, compte tenu des préoccupations suscitées par la faible inflation

¹ En avril 2013, la Banque du Japon a adopté la base monétaire comme objectif opérationnel de sa politique monétaire, au lieu du taux du marché monétaire au jour le jour.

Dans les grandes économies avancées, les taux directeurs restent bas et l'actif des banques centrales, élevé

Graphique V.2



¹ Taux directeur nominal corrigé de l'IPC.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; données nationales.

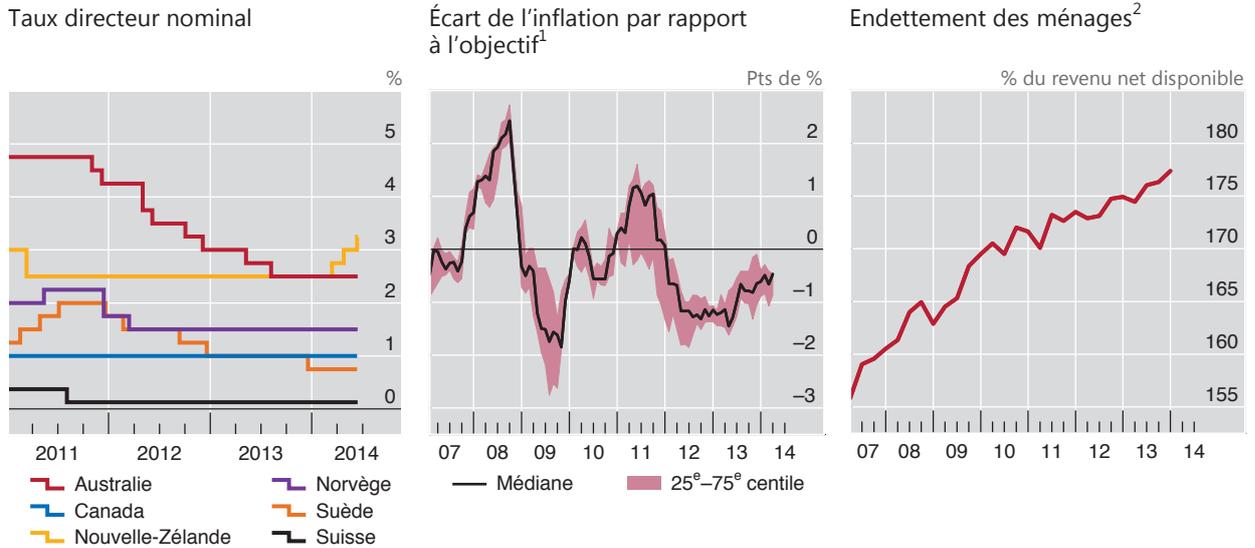
et l'appréciation de l'euro. Elle a par ailleurs abaissé son taux de dépôt à 10 points de base au-dessous de zéro.

Les banques centrales des États-Unis, de la zone euro et du Royaume-Uni ont beaucoup recouru, sous différentes formes, aux orientations prospectives pour communiquer leur intention de maintenir durablement les taux directeurs à un faible niveau (encadré V.A). La BCE a adopté des orientations prospectives qualitatives en juillet 2013, annonçant qu'elle maintiendrait ses taux directeurs à un bas niveau sur une période prolongée. En août 2013, la Banque d'Angleterre a introduit des orientations prospectives fondées sur un seuil, qui lie le bas niveau des taux directeurs à des critères relatifs au taux de chômage, aux projections et anticipations d'inflation et aux risques pesant sur la stabilité financière. Ce nouveau type d'orientations présente de nombreuses similitudes avec l'approche adoptée en décembre 2012 par la Réserve fédérale, qui avait elle aussi mis l'accent sur des seuils relatifs au chômage et à l'inflation. Début 2014, alors que les seuils des orientations prospectives relatifs au chômage menaçaient d'être atteints plus vite que prévu aux États-Unis et au Royaume-Uni, les banques centrales de ces deux pays ont donné à leurs orientations un caractère plus qualitatif, recourant à la notion plus générale de sous-utilisation des capacités.

Les bilans des banques centrales des grandes économies avancées ont suivi des trajectoires divergentes durant l'année écoulée (graphique V.2, cadre de droite). La Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale ont progressivement renoncé à se servir principalement de l'expansion des bilans pour apporter une stimulation supplémentaire. En août 2013, la Banque d'Angleterre a annoncé qu'elle maintiendrait à £375 milliards son volume d'actifs achetés, sous réserve du respect des mêmes conditions que celles de ses orientations prospectives relatives aux taux directeurs. En décembre 2013, la Réserve fédérale a annoncé qu'elle réduirait progressivement ses achats massifs d'actifs à partir de janvier. Le rythme de cette réduction a été régulier depuis lors, mais la préparation de l'annonce de décembre avait posé un véritable défi en matière de communication (chapitre II). À la date du présent rapport, les marchés anticipaient une clôture de ce programme d'achats avant la fin de 2014.

Les petites économies avancées connaissent une inflation inférieure à l'objectif et un endettement élevé

Graphique V.3



¹ Écart de l'inflation par rapport à l'objectif d'inflation de la banque centrale ou au point médian de la fourchette cible de la banque centrale pour les économies représentées dans le cadre de gauche. ² Somme des mesures de l'endettement et du revenu des économies représentées dans le cadre de gauche.

Sources : OCDE, *Perspectives économiques* ; Bloomberg ; Datastream ; données nationales.

La Banque du Japon, en revanche, a annoncé en avril 2013 le lancement de son programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif (QQE), qu'elle a présenté comme le principal moyen de venir à bout de la déflation prolongée. Son bilan a ensuite connu une expansion rapide, passant de moins de 35 % du PIB à plus de 50 % début 2014.

Témoignant de l'amélioration des conditions financières dans la zone euro, le bilan de la BCE en proportion du PIB s'est contracté, car les banques ont moins eu recours aux financements de la banque centrale, y compris par le biais des opérations de refinancement à plus long terme. Et à ce jour, la BCE n'a pas activé son programme d'opérations monétaires sur titres (OMT – achats massifs d'obligations souveraines sur les marchés secondaires, assortis d'une stricte conditionnalité). Elle a toutefois annoncé, début juin, qu'elle mettrait en place en cours d'année des opérations ciblées de refinancement à plus long terme, de façon à soutenir les prêts bancaires aux ménages et aux entreprises non financières. Elle a, en outre, décidé d'intensifier ses travaux préparatoires relatifs aux achats fermes sur le marché des titres adossés à des actifs.

Dans les petites économies avancées, les taux directeurs sont aussi restés très bas (graphique V.3, cadre de gauche). La Banque du Canada a maintenu son taux directeur à 1,0 % et ajusté ses orientations prospectives, repoussant la date prévisionnelle d'un modeste resserrement de sa politique accommodante. En Suisse, l'inflation globale étant restée proche de zéro, voire négative, la Banque nationale suisse a laissé à 0–25 points de base la marge de fluctuation de son taux directeur par rapport au Libor à trois mois, et maintenu son taux de change plafond face à l'euro. La Banque centrale de Norvège a maintenu ses taux à 1,5 %, les pressions désinflationnistes s'étant atténuées dans le courant de l'année. Quelques banques centrales de ce groupe ont modifié leurs taux directeurs. Pour soutenir la reprise, la Banque de Réserve d'Australie a abaissé deux fois son taux, pour le

Orientations prospectives et plancher du taux zéro^①

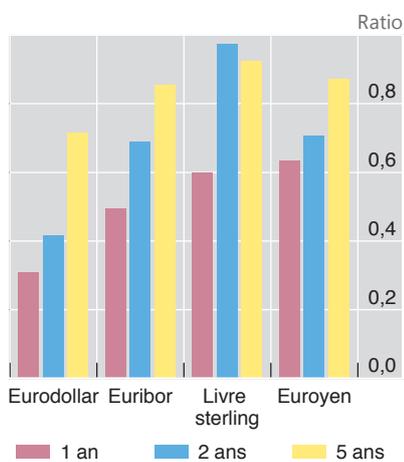
Les orientations prospectives en présence d'un taux zéro ont pour but de clarifier la trajectoire des taux directeurs visée par les banques centrales. Ces orientations peuvent elles-mêmes avoir un effet de stimulation lorsqu'elles révèlent que les taux directeurs resteront sans doute bas plus longtemps que ce qu'avaient anticipé les marchés. Elles peuvent en outre réduire l'incertitude et, partant, atténuer la volatilité des taux d'intérêt, voire, par ce biais, réduire les primes de risque.

Pour être efficaces, les orientations prospectives doivent remplir trois conditions. D'abord, elles doivent être énoncées clairement. En principe, la clarté peut être renforcée en indiquant précisément les conditions qui s'y appliquent ; sachant toutefois que des détails précis peuvent être déroutants si ces conditions sont trop complexes. Ensuite, elles doivent être considérées comme un engagement crédible, autrement dit, l'opinion publique doit croire ce que dit la banque centrale ; plus elle y croit, plus l'impact probable des orientations sur les anticipations des marchés et sur les décisions économiques est important, mais plus grand aussi est le risque que la banque centrale ait les mains liées. Enfin, même si l'opinion comprend les orientations prospectives et y croit, elle doit aussi les interpréter dans le sens désiré. L'opinion peut par exemple voir, à tort, dans une intention communiquée de maintenir les taux directeurs au plancher du taux zéro plus longtemps que le marché ne l'anticipait l'indication d'une vision plus pessimiste de la banque centrale quant aux perspectives économiques, auquel cas la baisse de confiance qui en résulterait pourrait aller à l'encontre de la stimulation recherchée.

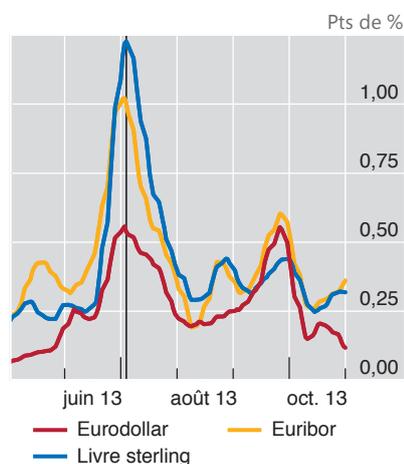
L'efficacité des orientations prospectives en présence d'un taux zéro s'avère limitée

Graphique V.A

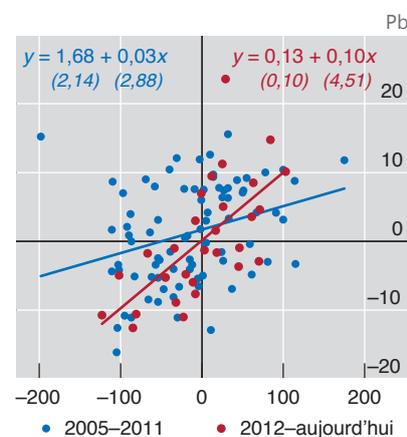
Volatilité des contrats à terme en périodes d'OP par rapport aux périodes d'OP moins explicites ou nulles^{1,2}



Répercussions de la volatilité des taux des contrats à terme à 1 an^{1,3}



Réaction du rendement à 10 ans aux surprises réservées par l'emploi non agricole aux États-Unis⁴



¹ Volatilité des contrats à terme sur taux interbancaire à 3 mois ; écart type de 10 jours des fluctuations journalières des cours. ² Une valeur inférieure à 1 indique que les périodes caractérisées par des orientations prospectives (OP) explicites ont réduit la mesure de la volatilité (volatilité effective moyenne sur 10 jours) ; plus le ratio est faible, plus la réduction est importante. Périodes caractérisées par des orientations prospectives explicites : Réserve fédérale = 9 août 2011–aujourd'hui ; BCE = 4 juillet 2013–aujourd'hui ; Banque d'Angleterre = 7 août 2013–aujourd'hui ; Banque du Japon = 5 octobre 2010–3 avril 2013. Périodes caractérisées par aucune orientation prospective ou des orientations prospectives moins explicites : Réserve fédérale = 16 décembre 2008–8 août 2011 (orientations prospectives qualitatives) ; BCE = 8 mai 2009–3 juillet 2013 ; Banque d'Angleterre = 6 mars 2009–3 juillet 2013 ; Banque du Japon = 22 décembre 2008–4 octobre 2010. ³ Moyennes mobiles sur 10 jours, centrées. Ligne verticale : 4 juillet 2013, jour où la BCE a donné des orientations prospectives qualitatives et où la Banque d'Angleterre a commenté la trajectoire des taux directeurs anticipée par les marchés. ⁴ En abscisse : surprise réservée par la variation de l'emploi non agricole, calculée comme la différence entre la valeur effective et la valeur de l'enquête, en milliers. En ordonnée : variation sur 1 jour du rendement des obligations d'État à 10 ans, calculée comme la valeur de clôture du jour de l'annonce moins la valeur de clôture de la veille. Entre parenthèses : t de Student.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI.

L'expérience montre que les orientations prospectives ont réussi à influencer les marchés sur certains horizons. Elles ont réduit la volatilité des taux d'intérêt anticipés par les marchés financiers sur horizon court, mais moins sur horizon plus long (graphique V.A, cadre de gauche). Ce constat est conforme à l'idée que les marchés considèrent les orientations comme un engagement conditionnel dont la validité se borne à la trajectoire à court terme des taux directeurs. Des données montrent d'autre part que les orientations prospectives influencent la sensibilité des taux d'intérêt aux nouvelles économiques. La réactivité de la volatilité des taux d'intérêt dans la zone euro et au Royaume-Uni à la volatilité des taux américains a considérablement diminué après l'adoption d'orientations prospectives par la BCE et la Banque d'Angleterre au cours de l'été 2013 (graphique V.A, cadre du milieu). Par ailleurs, des données indiquent également que les orientations prospectives ont rendu les marchés plus sensibles aux indicateurs qu'elles mettent en avant. Ainsi, à partir de 2012, le rendement de l'obligation américaine à 10 ans a réagi plus vivement aux surprises réservées par les chiffres de l'emploi non agricole (graphique V.A, cadre de droite) ; une interprétation possible est que les nouvelles illustrant une reprise plus vigoureuse tendent à avancer le moment anticipé du dépassement du seuil du taux de chômage et du relèvement des taux directeurs.

Les orientations prospectives posent aussi un certain nombre de risques. Si l'opinion publique ne comprend pas parfaitement leur caractère conditionnel, la réputation et la crédibilité de la banque centrale peuvent être menacées en cas de révisions fréquentes et substantielles de la trajectoire des taux, même si les changements sont conformes aux conditions initialement énoncées. Les orientations prospectives peuvent en outre engendrer des risques financiers par deux voies. D'abord, si les marchés financiers se focalisent trop sur les orientations prospectives de la banque centrale, un recalibrage de ces dernières pourrait entraîner des réactions des marchés déstabilisantes. Ensuite, et surtout, les orientations prospectives pourraient donner l'impression d'un ralentissement du rythme de normalisation de la politique monétaire, ce qui pourrait encourager une prise de risque excessive et favoriser l'accumulation de vulnérabilités financières.

① Pour une analyse plus détaillée, voir A. Filardo et B. Hofmann, « Forward guidance at the zero lower bound », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2014, pp. 37–53.

ramener à 2,5 %. La Banque de Suède a réduit son taux directeur de 25 points de base, à 75 points de base, dans un contexte d'inflation durablement inférieure à son objectif. La Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande, en revanche, a relevé trois fois son taux directeur, de 75 points de base au total, à 3,25 %, du fait de signes d'accélération de la croissance et d'anticipations d'accentuation des pressions inflationnistes.

Globalement, dans bon nombre de petites économies avancées, la politique de la banque centrale a été fortement influencée par l'évolution du taux d'inflation : en moyenne, il a généralement été inférieur aux objectifs de près de 1 point de pourcentage depuis début 2012 (graphique V.3, cadre du milieu) et la persistance de la désinflation a conduit de nombreuses banques centrales à abaisser leurs prévisions d'inflation.

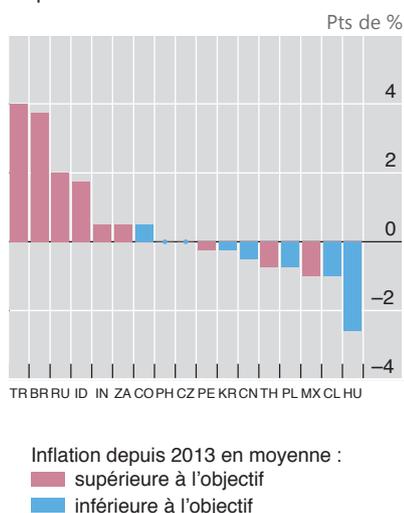
De plus, bon nombre d'entre elles ont dû trouver un équilibre entre, d'une part, les effets macroéconomiques à court terme d'une inflation faible et d'une reprise atone et, d'autre part, le risque à long terme d'une accentuation des déséquilibres financiers (chapitre IV). L'endettement des ménages, qui était déjà élevé, a encore augmenté ; il s'établissait, en moyenne, à 175 % du revenu net disponible fin 2013 (graphique V.3, cadre de droite). Ces niveaux élevés, et la perspective de nouvelles augmentations encouragées par des politiques monétaires accommodantes, ont rendu ces économies vulnérables à une brusque dégradation des conditions économiques et financières. Dans les pays où les prix des logements étaient élevés, le risque d'un ajustement désordonné des déséquilibres dans le secteur des ménages ne pouvait être exclu.

Dans les économies de marché émergentes, les banques centrales ont dû faire face à divers défis dans le domaine monétaire après la vigoureuse reprise qui a suivi la crise jusqu'au récent ralentissement. L'un de ces défis est lié aux accès de

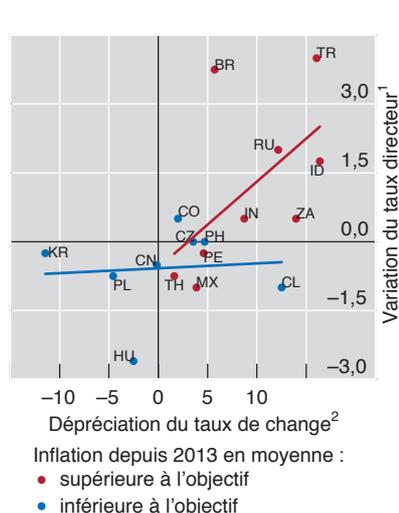
Les économies émergentes réagissent aux tensions sur les marchés dans un contexte de préoccupations grandissantes quant à la stabilité

Graphique V.4

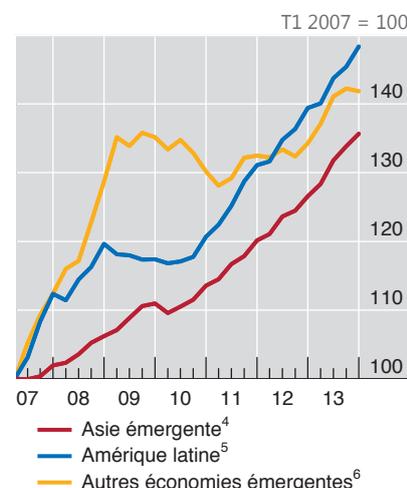
L'évolution des taux directeurs depuis avril 2013...¹



...est liée à celle des taux de change et de l'inflation



Ratio crédit/PIB³



BR = Brésil ; CL = Chili ; CN = Chine ; CO = Colombie ; CZ = République tchèque ; HU = Hongrie ; ID = Indonésie ; IN = Inde ; KR = Corée ; MX = Mexique ; PE = Pérou ; PH = Philippines ; PL = Pologne ; RU = Russie ; TH = Thaïlande ; TR = Turquie ; ZA = Afrique du Sud.

¹ Taux directeur nominal ou taux comparable ; Chine : taux des prises en pension à 7 jours ; variation entre le 1^{er} avril 2013 et le 6 juin 2014, en pts de %. ² Variation, en %, du taux de change effectif nominal entre le 1^{er} avril 2013 et le 6 juin 2014. Une valeur positive (négative) indique une dépréciation (appréciation). ³ Pour chaque groupe, moyenne arithmétique des économies citées. ⁴ Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande. ⁵ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou. ⁶ Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Hongrie, Pologne, Russie, République tchèque et Turquie.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; données nationales ; BRI.

volatilité sur les marchés financiers, associés aux pressions sur les taux de change enregistrées pendant l'année (chapitre II). Dans l'ensemble, leurs solides performances macroéconomiques passées ont contribué à protéger beaucoup d'économies émergentes de ces répercussions et leur ont donné une marge de manœuvre, mais jusqu'à un certain point seulement. Les pays les plus touchés ont été ceux dont la situation économique et financière était particulièrement dégradée. Dans bon nombre d'entre eux, la banque centrale a eu recours à son taux directeur pour défendre sa monnaie (graphique V.4, cadre de gauche). Entre avril 2013 et début juin 2014, plusieurs banques centrales ont opéré, en termes nets, un resserrement considérable de leur politique monétaire : en Turquie, on a assisté à une remontée de 400 points de base sur cette période (dont une envolée de 550 points de base sur une seule journée en janvier) ; et en Russie et en Indonésie, les taux ont gagné, respectivement, 200 et de 175 points de base. L'Inde et l'Afrique du Sud ont relevé leur taux de 50 points de base. Le Brésil a majoré progressivement son taux, d'un total de 375 points de base sur la période, la dépréciation de la monnaie et d'autres facteurs ayant contribué au maintien de fortes tensions inflationnistes. La réaction des autorités des économies émergentes à la dépréciation de la monnaie semble refléter en partie l'expérience récente de ces pays en matière d'inflation (graphique V.4, cadre du milieu). Dans les pays où l'inflation dépassait l'objectif, les pressions baissières sur la monnaie ont été généralement plus fortes et les taux directeurs ont davantage progressé. Dans ceux où l'inflation était inférieure ou égale à l'objectif, aucune relation de ce type n'a été observée.

Les autorités monétaires des économies émergentes les moins touchées par les sorties de capitaux et les pressions sur le change ont eu davantage de marge de manœuvre pour faire face à d'autres événements. Au Chili et au Mexique, les banques centrales ont abaissé leurs taux directeurs lorsque l'économie a commencé à montrer des signes de ralentissement. En République tchèque, le taux directeur est resté faible, car l'inflation est passée sous son objectif, et la banque centrale a décidé d'ajouter le taux de change à ses instruments d'assouplissement des conditions monétaires, en plafonnant le taux de change entre la couronne et l'euro. La Pologne a très rapidement abaissé ses taux, à plusieurs reprises, alors que les pressions désinflationnistes s'installaient. En Chine, la banque centrale a maintenu l'orientation de sa politique monétaire, avec une certaine décélération de la croissance monétaire et de celle du crédit dans un contexte de préoccupations grandissantes concernant la stabilité financière, et en particulier l'expansion du secteur financier non bancaire.

L'année dernière, plusieurs économies émergentes ont aussi procédé à des opérations de change pour amortir les pressions indésirables à la baisse. Les réserves de change de l'ensemble des économies émergentes ont néanmoins continué d'augmenter, surtout en Chine (tableau annexe V.1). Cela étant, dans plusieurs économies émergentes, comme le Brésil, l'Indonésie, la Russie et la Thaïlande, les réserves de change ont diminué ; dans plusieurs d'entre elles, il s'agit de la première baisse annuelle déclarée depuis de nombreuses années.

L'expansion du crédit intervenue dans de nombreuses économies émergentes a suscité des interrogations relatives à la stabilité financière, notamment dans un contexte de volatilité des marchés financiers. En ce qui concerne le groupe d'économies émergentes étudié ici, le ratio crédit/PIB a progressé, en moyenne, d'environ 40 % entre 2007 et 2013 (graphique V.4, cadre de droite). Pour ces banques centrales, des interrogations subsistent quant à la meilleure combinaison possible d'outils monétaires, macroprudentiels et de gestion des flux de capitaux.

Principaux défis pour les politiques monétaires

Plusieurs défis importants se posent aux banques centrales. Dans les grandes économies avancées, actuellement en phase de reprise après une récession de bilan (c'est-à-dire une récession provoquée par une crise financière et une accumulation intenable de dette), la principale difficulté consiste à calibrer l'orientation monétaire alors que la politique monétaire semble avoir perdu une partie de son pouvoir de stimulation de l'économie. Dans bon nombre d'économies émergentes et de petites économies avancées, ce sont principalement l'émergence de vulnérabilités financières et le risque d'un accroissement de la volatilité des flux de capitaux qui posent problème, à quoi s'ajoutent les répercussions internationales des politiques monétaires. De nombreuses banques centrales dans le monde sont aux prises avec les surprenantes pressions désinflationnistes apparues l'année passée. Et pour l'avenir, il y a lieu de s'interroger sur le calendrier et le rythme du retour à la normale des politiques monétaires.

Faible efficacité des politiques monétaires

Les banques centrales ont pris des mesures pour limiter les répercussions de la crise financière et ont joué un rôle essentiel sur ce point. Cependant, malgré l'assouplissement monétaire mis en œuvre depuis six ans dans les grandes économies avancées, la reprise a été exceptionnellement lente (chapitre III), ce qui suscite des doutes quant à l'efficacité des politiques monétaires expansionnistes après la crise.

L'efficacité de ce type de politiques a été limitée pour deux grandes raisons : le plancher du taux zéro sur les taux directeurs nominaux et les séquelles des récessions de bilan. Tout d'abord, le plancher du taux zéro limite la capacité des banques centrales à abaisser les taux directeurs et à stimuler la demande. Cela explique qu'elles aient tenté une stimulation monétaire supplémentaire en gérant les anticipations relatives aux taux directeurs et en procédant à des achats massifs d'actifs. Mais ces mesures ont aussi des limites. Par exemple, dans de nombreux pays, les primes d'échéance et les primes de risque de crédit étant déjà très basses (graphique II.2), elles ne pouvaient guère diminuer davantage. De plus, les primes d'échéance, en baisse, voire négatives à certains moments, réduisent les avantages d'une transformation des échéances et pourraient ainsi limiter, pour les banques, l'incitation à octroyer des crédits. En outre, il reste très peu de marge pour instaurer des taux d'intérêt nominaux négatifs, et leur efficacité est incertaine. Leur incidence sur l'activité de prêt n'est pas garantie, et les faibles possibilités de réduction diminuent les effets sur le taux de change, lequel dépend aussi de la réaction des intervenants de marché. D'une manière générale, en présence d'un taux zéro, il devient de plus en plus difficile d'opérer une stimulation supplémentaire.

Deuxièmement, les effets persistants des récessions de bilan limitent l'efficacité des mesures adoptées. Cela tient en partie à des facteurs financiers. Lorsque le secteur financier est affaibli, l'offre de crédit est moins réactive aux baisses de taux d'intérêt. En outre, la demande de crédit des secteurs non financiers est anémique – ces secteurs cherchent en effet à réduire leur dette, contractée sur la base d'anticipations trop optimistes quant à leurs revenus futurs. C'est la raison pour laquelle les reprises dites « sans crédit » sont la norme dans ce genre de situation (chapitre III). Toutefois, certaines répercussions des récessions de bilan ont trait à des facteurs non financiers. La mauvaise allocation du capital et de la main-d'œuvre, qui va de pair avec des booms financiers insoutenables, peut réduire l'effet des politiques de gestion de la demande, car ces dernières ciblent uniquement les symptômes et non les problèmes sous-jacents. Par exemple, le secteur de la construction résidentielle serait normalement plus sensible que beaucoup d'autres à une baisse des taux d'intérêt, mais il s'est beaucoup trop développé pendant le boom. En fait, les données historiques montrent que la relation positive entre le degré de détente monétaire en phase de récession et la vigueur de la reprise qui suit disparaît lorsque la récession est associée à une crise financière (encadré V.B). En outre, le désendettement engagé pendant la récession, quelle que soit la façon dont il est mesuré, ouvre la voie, tôt ou tard, à une reprise plus soutenue.

Il ne faut pas en conclure pour autant que l'assouplissement monétaire n'a aucun rôle à jouer dans une reprise consécutive à une récession de bilan. Un certain degré d'assouplissement était manifestement nécessaire, au début de la crise financière, pour en limiter les répercussions. L'inefficacité relative de la politique monétaire signifie, en revanche, qu'elle ne peut se substituer aux mesures de lutte contre les problèmes sous-jacents, qui consistent à encourager le nécessaire assainissement des bilans et les réformes structurelles.

Lorsqu'elle n'est pas reconnue, cette efficacité limitée se traduit par l'inutilité des efforts déployés pour appliquer les mêmes mesures plus vigoureusement ou sur une durée plus longue. La conséquence n'est pas seulement l'insuffisance des progrès, mais aussi l'amplification des effets secondaires indésirables, et la période qui a suivi la crise a d'ailleurs mis en évidence plusieurs de ces effets². En particulier,

² J. Caruana, « Hitting the limits of 'outside the box' thinking? Monetary policy in the crisis and beyond », allocution prononcée lors d'une conférence de l'OMFIF, programme *Golden Series*, Londres, 16 mai 2013.

Efficacité de la politique monétaire après les récessions de bilan

Les données historiques tendent à confirmer l'idée qu'une politique monétaire accommodante au cours d'un épisode de ralentissement normal du cycle économique contribue à conforter la reprise qui s'ensuit. Toutefois, cette relation n'est pas statistiquement significative après un ralentissement associé à une crise financière. En d'autres termes, lorsqu'un cycle économique s'accompagne d'une crise, la relation entre le taux d'intérêt réel moyen à court terme durant un ralentissement et le taux de croissance moyen pendant la reprise qui suit n'a pas le signe attendu dans le cas d'un cycle économique sans crise (graphique V.B, cadre de gauche).

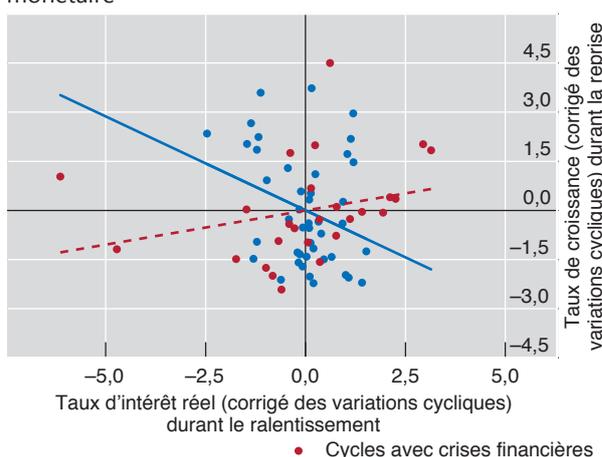
Une explication possible est que les pressions poussant au désendettement rendent une économie moins sensible aux taux d'intérêt. De fait, les données indiquent que, contrairement aux récessions normales, le désendettement du secteur privé est un facteur déterminant qui conduit à terme à une reprise plus vigoureuse après une récession de bilan (graphique V.B, cadre de droite).

Dans une reprise consécutive à une récession de bilan, la politique monétaire est inefficace, tandis que le désendettement est crucial¹

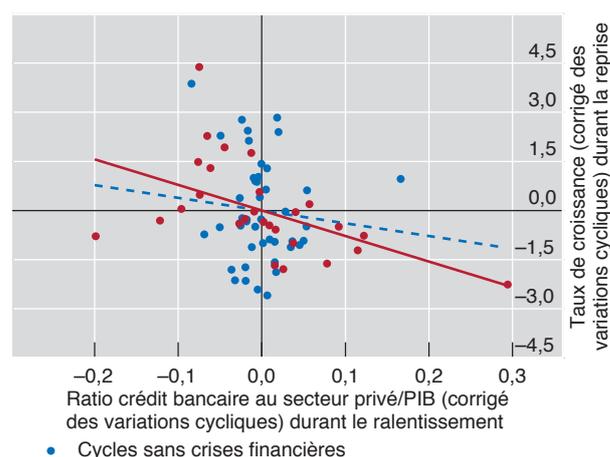
En %

Graphique V.B

Reprises conjoncturelles et orientation de la politique monétaire



Reprises conjoncturelles et désendettement



¹ Les lignes de régression continues (discontinues) indiquent que la relation est statistiquement significative (non significative). Échantillon de 24 économies depuis le milieu des années 1960. Ralentissement : période durant laquelle le PIB réel recule ; reprise : période prenant fin lorsque le PIB réel dépasse le pic précédent. Les données couvrent 65 cycles, dont 28 sont caractérisés par une crise financière juste avant le pic. Points (cycles) : corrigés en fonction de la gravité de la récession précédente et du taux d'intérêt au pic. Voir Bech *et al.* (2014) pour plus de détails.

Sources : M. Bech, L. Gambacorta et E. Kharroubi, « Monetary policy in a downturn: are financial crises special? », *International Finance*, vol. 17, printemps 2014, pp. 99–119 (également publié sous la référence BIS Working Papers n° 388, www.bis.org/publ/work388.pdf) ; OCDE ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

une détente monétaire marquée et prolongée réduit l'incitation à assainir les bilans ou à mettre en œuvre les réformes structurelles indispensables, ce qui entrave la nécessaire réaffectation des ressources. Cela peut aussi favoriser une trop grande prise de risque sur les marchés financiers (chapitre II) et avoir des répercussions indésirables sur d'autres économies, qui en sont à des stades différents de leurs cycles financiers et conjoncturels (voir ci-après). Autrement dit, compte tenu de la faible efficacité des politiques appliquées, l'équilibre entre les avantages et les coûts d'une accommodation monétaire prolongée s'est dégradé au fil du temps.

Répercussions des politiques monétaires

Les économies émergentes et les petites économies avancées ont dû composer avec les répercussions des politiques monétaires accommodantes des grandes économies avancées. Ces répercussions se manifestent par le biais des flux financiers internationaux et des prix des actifs (y compris le taux de change), mais aussi au travers des mesures prises par les autorités³.

Les politiques monétaires très accommodantes des grandes économies avancées influent sur la prise de risque et donc sur les rendements des actifs libellés dans d'autres monnaies. Elles peuvent provoquer, dans d'autres pays, d'importants ajustements des prix des actifs et des flux financiers. Le développement des marchés financiers des économies émergentes et leur plus grande intégration au reste du monde ont accru la puissance de ces phénomènes de transmission. Ainsi, les rendements des obligations en monnaie locale ont davantage évolué en parallèle ces dernières années⁴.

Le dollar et les autres monnaies internationales jouent ici un rôle essentiel. Ces monnaies sont largement utilisées hors de leur pays d'émission et exercent donc une influence directe sur les conditions financières internationales. À titre d'exemple, l'encours du crédit libellé en dollar s'élevait, hors des États-Unis, à environ \$7 000 milliards fin 2013 (graphique V.5, cadre de gauche). Lorsque les taux d'intérêt exprimés dans ces monnaies sont bas, il est plus avantageux pour les emprunteurs des économies émergentes d'emprunter dans celles-ci, et ceux qui ont déjà emprunté à taux variable bénéficient de coûts de financement inférieurs. Avant la crise, les flux de crédit en dollar, en particulier, étaient entraînés par les prêts bancaires transfrontières ; depuis 2008, on a assisté à un brusque gonflement de l'activité sur les marchés financiers mondiaux (graphique V.5, cadre du milieu)⁵.

Les mesures prises par les autorités ont, elles aussi, leur importance. Il est difficile pour les banques centrales d'appliquer des taux directeurs très différents de ceux qui sont en vigueur dans les principales monnaies, notamment le dollar. Des préoccupations relatives à une appréciation de change excessive et aux entrées de capitaux les rendent peu enclines à accepter des différentiels de taux d'intérêt importants et éventuellement volatils, ce qui contribue à la forte corrélation des fluctuations des taux courts (graphique V.5, cadre de droite). On constate de plus en plus, en effet, que les taux directeurs américains influencent nettement les taux directeurs d'autres économies (encadré V.C).

Les taux d'intérêt très bas des grandes économies avancées posent ainsi un dilemme aux autres banques centrales. D'un côté, lier les taux directeurs nationaux aux taux très bas en vigueur à l'étranger peut atténuer l'appréciation de la monnaie et les entrées de capitaux. De l'autre, cela peut aussi alimenter des booms financiers locaux et favoriser ainsi l'aggravation des vulnérabilités. De fait, il apparaît que les pays où les taux directeurs sont inférieurs aux taux de référence traditionnels (qui tiennent compte de l'évolution de la production et de l'inflation) sont aussi ceux qui ont connu les expansions du crédit les plus vives (chapitre IV).

³ J. Caruana, « International monetary policy interactions: challenges and prospects », allocution prononcée lors de la conférence CEMLA-SEACEN, Punta del Este, Uruguay, 16 novembre 2012.

⁴ P. Turner, *The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs*, BIS Working Papers, n° 441, février 2014.

⁵ R. McCauley, P. McGuire et V. Sushko, « Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage », *Economic Policy*, à paraître.

Incidence de la politique monétaire des États-Unis sur les taux directeurs des économies émergentes : indications de la règle de Taylor

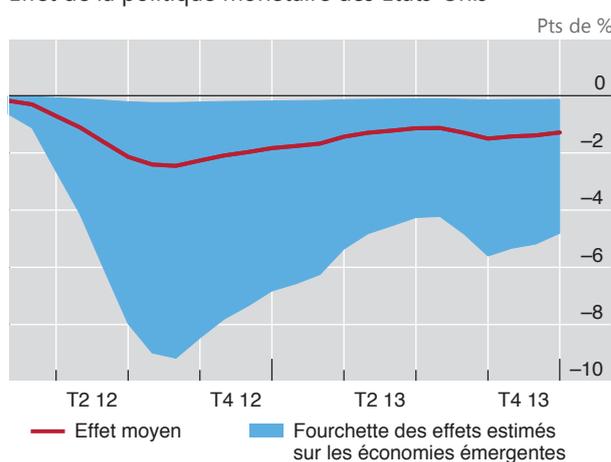
Il est possible d'évaluer l'incidence de la politique monétaire américaine sur les taux directeurs des économies émergentes au moyen d'une équation de Taylor augmentée. Le taux directeur de chaque économie de l'échantillon est modélisé en fonction du taux d'inflation national, de l'écart de production national et du taux directeur théorique des États-Unis¹. Le taux théorique vise à rendre compte de l'incidence des mesures de politique monétaire non conventionnelle de la Réserve fédérale, comme ses vastes programmes d'achat d'actifs. L'échantillon couvre 20 économies émergentes du premier trimestre 2000 au troisième trimestre 2013.

L'influence de la politique monétaire des États-Unis est statistiquement significative pour 16 d'entre elles. Depuis 2012, son orientation plus accommodante est associée à une réduction moyenne de 150 points de base des taux directeurs des économies émergentes (graphique V.C, cadre de gauche) bien que cet effet varie sensiblement d'une économie à l'autre et dans le temps. Les taux directeurs des économies émergentes fixés en réponse à l'inflation ont souvent été inférieurs à ce que prescrit la règle de Taylor classique. Ces résultats concordent avec le constat que les taux directeurs des économies émergentes au cours des dix dernières années ont été inférieurs au niveau suggéré par les conditions macroéconomiques internes selon une règle de Taylor classique (graphique V.C, cadre de droite).

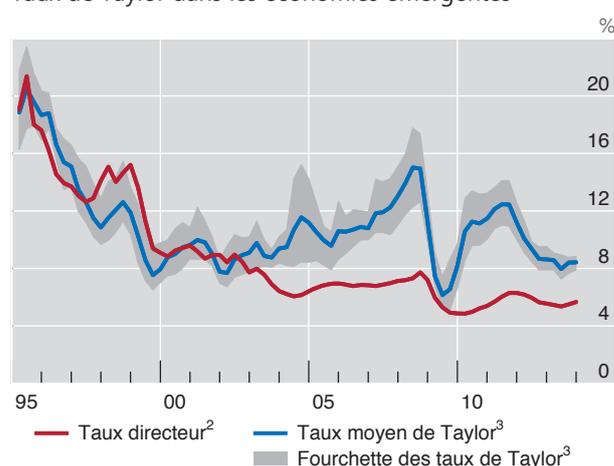
Bien que les conclusions soient statistiquement robustes et conformes aux constats d'autres études², une interprétation prudente est de mise. Il est très difficile de mesurer des variables non observables, comme l'écart de production. Le taux directeur lui-même n'est pas toujours une mesure exacte des conditions monétaires, car les banques centrales des économies émergentes recourent de plus en plus, outre les taux d'intérêt, à d'autres instruments de politique monétaire pour agir sur les conditions monétaires. Et les résultats, même s'ils sont représentatifs des banques centrales du groupe des économies émergentes, ne valent pas forcément pour chacune considérée séparément.

La politique monétaire des États-Unis a une forte incidence sur les taux directeurs des économies émergentes

Graphique V.C

Effet de la politique monétaire des États-Unis¹

Taux de Taylor dans les économies émergentes



¹ Composante, déterminée par le taux directeur théorique des États-Unis, de l'équation de Taylor augmentée lorsqu'elle est significative au niveau de 5 %. Données des pays suivants : Afrique du Sud, Brésil, Chine, Colombie, Corée, Hongrie, Inde, Indonésie, Israël, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Singapour (taux au jour le jour), République tchèque et Turquie. ² Moyenne, pondérée sur la base des PIB et PPA de 2005, des économies suivantes : Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou, Pologne, Singapour, Taïpei chinois, République tchèque et Thaïlande. ³ Pour toutes les combinaisons inflation-écart de production. Voir B. Hofmann et B. Bogdanova, « Taylor rules and monetary policy: a global 'Great Deviation'? », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2012, pp. 37-49.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* et *Perspectives de l'économie mondiale* ; Bloomberg ; CEIC ; Consensus Economics ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

① Pour plus de précisions sur l'estimation, voir E. Takáts et A. Vela, *International monetary policy transmission*, BIS Papers, à paraître. Le concept de taux directeur théorique a été développé par M. Lombardi et F. Zhu, *A shadow policy rate to calibrate US monetary policy at the zero lower bound*, BIS Working Papers, n° 452, juin 2014. ② Voir, par exemple, C. Gray, « Responding to the monetary superpower: investigating the behavioural spillovers of US monetary policy », *Atlantic Economic Journal*, vol. 41 n° 2, 2013, pp. 173–184 ; M. Spencer, « Updating Asian 'Taylor rules' », Deutsche Bank, *Global Economic Perspectives*, 28 mars 2013 ; et J. Taylor, *International monetary policy coordination: past, present and future*, BIS Working Papers, n° 437, décembre 2013.

Pour résoudre ce dilemme, les banques centrales ont largement recouru à des outils macroprudentiels. Ces instruments ont été très utiles pour améliorer la résilience du système financier, mais ils n'ont que partiellement réussi à limiter l'accumulation de déséquilibres financiers (chapitre IV et encadré VI.D). En effet, comme les outils de gestion des flux de capitaux, les outils macroprudentiels sont vulnérables à l'arbitrage réglementaire. En conséquence, il n'est pas possible de compter exclusivement sur les mesures macroprudentielles, et la politique monétaire doit généralement jouer un rôle complémentaire. À la différence des outils macroprudentiels, le taux directeur est un déterminant, à l'échelle de l'économie, du coût de l'endettement dans une monnaie donnée : son impact est donc plus général, et il est plus difficile de s'y soustraire. Les pays qui ont largement recouru à la politique monétaire en complément de mesures macroprudentielles doivent accepter une plus grande flexibilité de leur taux de change.

L'absence de recours à la politique monétaire peut faire apparaître des difficultés encore plus grandes par la suite. Lorsqu'un pays laisse s'accumuler les déséquilibres financiers au fil du temps, il devient plus vulnérable à une correction, ce qui aggrave sa situation et risque de déclencher, par ailleurs, une crise externe. Mais si ces déséquilibres ne sont pas corrigés et que le pays subit un choc extérieur, la banque centrale aura de grandes difficultés à augmenter les taux d'intérêt sans générer les difficultés financières qu'elle voulait éviter en premier lieu. Pour l'heure, aucune économie émergente ou petite économie avancée n'a encore vécu de contraction financière brutale, mais les pays où l'expansion cumulée du crédit a été relativement forte ont été plus vulnérables aux tensions des marchés en mai-juin 2013 (chapitre II). Cela montre qu'un resserrement plus progressif mais précoce est plus efficace qu'un resserrement tardif mais brutal – les réactions différées provoquent en effet des ajustements plus douloureux.

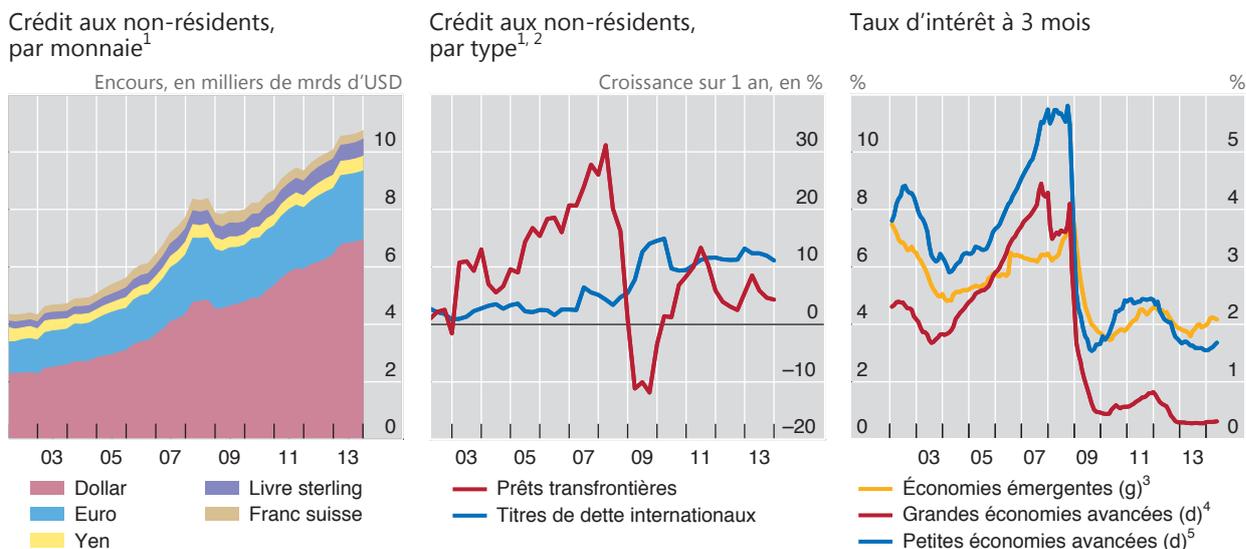
Les perturbations dues aux politiques monétaires ont mis en évidence certaines faiblesses du système monétaire international. De toute évidence, il n'a pas été facile pour les grandes économies avancées de tenir pleinement compte de ces effets induits. En cas de contraction brutale succédant à une phase d'expansion financière, les coûts supportés par l'économie mondiale pourraient être très élevés, d'autant plus que le poids économique des pays touchés a fortement augmenté. Appréhender ces répercussions reste un défi majeur : il faudrait pour cela disposer de cadres analytiques dans lesquels les facteurs financiers joueraient un rôle bien plus important que celui qu'ils ont aujourd'hui pour les instances dirigeantes, et il faudrait aussi mieux comprendre les interdépendances mondiales.

Désinflation inattendue et risques de déflation

De nombreuses banques centrales ont été confrontées à des pressions désinflationnistes inattendues au cours de l'année écoulée ; elles ont ainsi vu l'inflation reculer ou rester inférieure à l'objectif fixé. Ces pressions ont surtout créé la surprise dans les économies avancées, puisque la reprise tant attendue semblait se confirmer (chapitre III). L'une des principales difficultés pour la politique monétaire a été de déterminer la réponse la plus appropriée.

Les emprunts en devises augmentent tandis que les taux d'intérêt à court terme évoluent parallèlement

Graphique V.5



¹ Aux taux de change de fin 2013. Pour chaque monnaie, crédit (y compris prêts au secteur non bancaire et titres de dette émis par le secteur non financier) aux emprunteurs non financiers hors du pays ou de la zone qui émet la monnaie. Dans les pays non déclarants, les prêts accordés par les banques locales aux résidents dans chaque monnaie sont représentés par les prêts transfrontières reçus par les banques, en partant du principe que ces fonds sont ensuite octroyés au secteur non bancaire. ² Sur la base de la somme des crédits dans les monnaies représentées dans le cadre de gauche. ³ Moyenne arithmétique des économies suivantes : Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Singapour, Taïpei chinois, République tchèque, Thaïlande et Turquie. ⁴ Moyenne arithmétique des États-Unis, de la zone euro, du Japon et du Royaume-Uni. ⁵ Moyenne arithmétique des pays suivants : Australie, Canada, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suède et Suisse.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; BRI, statistiques sur la dette internationale et statistiques bancaires territoriales (par pays de résidence).

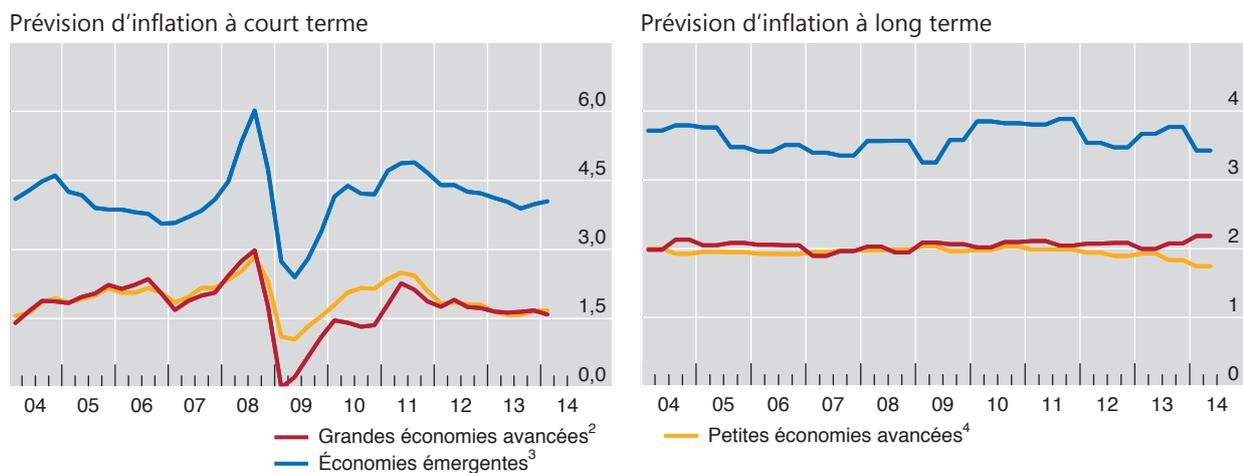
Toutes choses égales par ailleurs, une baisse inattendue de l'inflation par rapport à son objectif appelle en général une orientation monétaire plus souple. Toutefois, la réponse appropriée dépend d'un certain nombre de facteurs. En particulier, les coûts et avantages perçus de la désinflation ont une grande importance. Un autre facteur, déjà mentionné plus haut, est la présence de signes indiquant qu'une politique monétaire expansionniste a une efficacité limitée en présence d'un taux zéro, en particulier pendant la phase de reprise qui suit une récession de bilan.

Au vu de l'évolution récente, il est peu probable que les pressions désinflationnistes se maintiennent. Les anticipations d'inflation à long terme (six à dix ans), bien ancrées jusqu'à la date du présent rapport (graphique V.6), donnent à penser que les écarts d'inflation par rapport aux objectifs pourraient être temporaires. Dans ces conditions, l'inflation des salaires et celle des prix risquent moins de se renforcer mutuellement – on ne devrait donc pas constater d'effets induits. Ainsi, la baisse des prix des produits de base, après les sommets historiques atteints récemment, a contribué à la formation de pressions désinflationnistes ces dernières années. Même si ces prix se stabilisaient à leurs niveaux actuels au lieu de remonter, comme cela semble être le cas à la date du présent rapport, les pressions désinflationnistes s'estomperaient. C'est ce même raisonnement qui a incité certaines banques centrales, ces dernières années, à accepter une inflation durablement supérieure à leurs objectifs. Bien entendu, si les anticipations d'inflation étaient moins stables, les pressions désinflationnistes deviendraient plus préoccupantes.

Les anticipations d'inflation sont bien ancrées¹

Taux sur 1 an, en %

Graphique V.6



¹ Moyennes des économies citées, pondérées sur la base des PIB et PPA de 2005. Prévision d'inflation à court terme : prévision centrale de l'IPC à horizon 1 an, obtenue à partir des prévisions consensuelles pour l'année en cours et l'année suivante ; Inde : inflation des prix de gros. Prévision d'inflation à long terme : prévision consensuelle centrale de l'IPC à horizon 6–10 ans ; Inde : inflation des prix de gros après T4 2011. Observations semestrielles (mars/avril et septembre/octobre) converties en observations trimestrielles au moyen d'une interpolation pas à pas. ² États-Unis, zone euro, Japon et Royaume-Uni. ³ Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Singapour, République tchèque, Thaïlande et Turquie. ⁴ Australie, Canada, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suède et Suisse ; prévision d'inflation à long terme : hors Australie et Nouvelle-Zélande.

Source : Consensus Economics.

Même si ces pressions désinflationnistes non anticipées se maintiennent, leur coût pourrait être inférieur à ce qu'on pense généralement. L'origine des pressions a son importance. On sait que leurs coûts sont inférieurs lorsqu'elles sont dues à une évolution positive du côté de l'offre, plutôt qu'à une demande insuffisante. Les récentes pressions désinflationnistes résultent en partie de cette influence positive de l'offre, notamment sous l'effet de l'intensification de la concurrence internationale découlant de la mondialisation de l'économie réelle (chapitre III).

L'analyse concernant le faible taux d'inflation s'applique aussi à la baisse persistante des prix et jusqu'à présent, pratiquement pour les mêmes raisons, les banques centrales ont jugé négligeable le risque de déflation. De fait, les données historiques montrent que les spirales déflationnistes sont exceptionnelles et que les périodes de déflation, notamment de déflation modérée, correspondent à une croissance économique soutenue (encadré V.D). Certains pays, ces dernières décennies, ont en effet connu une croissance accompagnée de désinflation, sans doute en raison de l'influence des facteurs positifs liés à l'offre.

Néanmoins, compte tenu des niveaux d'endettement actuellement élevés, devrait-on se préoccuper davantage de l'éventualité d'une baisse des prix ? Il ne fait aucun doute qu'un tassement généralisé des prix est plus coûteux dans un contexte d'endettement élevé. En effet, à moins que les taux d'intérêt des contrats existants s'ajustent du même montant, toutes choses égales par ailleurs, une diminution des prix augmente la charge de la dette en proportion du revenu. Or, par le passé, les chutes de prix des actifs ont causé des dommages beaucoup plus coûteux qu'un recul général du coût des biens et services : étant donné l'ampleur des fluctuations, les baisses des prix des actifs ont eu une incidence beaucoup plus grande sur la valeur nette et l'économie réelle (encadré V.D). Les problèmes du Japon, par exemple, ont avant tout résulté d'un effondrement des prix des actifs,

Les coûts de la déflation : que disent les données historiques ?

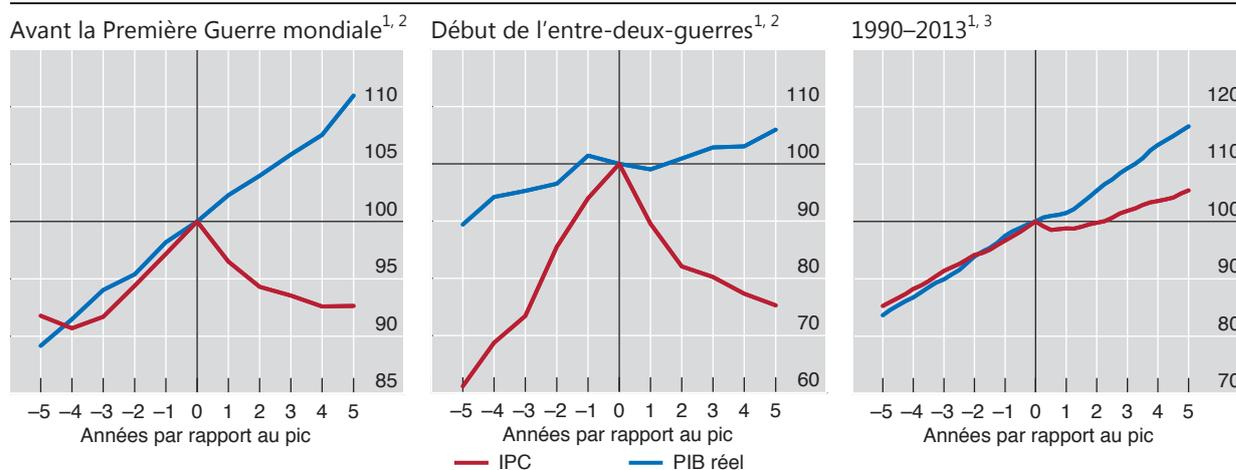
Les déflations ne sont pas toutes identiques. Du fait des nombreuses baisses de prix intervenues au XIX^e siècle, au début du XX^e et depuis les années 1990, les données historiques peuvent révéler d'importantes caractéristiques de la dynamique de déflation. On en dénombre quatre principales.

Premièrement, les données abondent en épisodes de déflation « bénéfique » ou du moins « bénigne » au sens où ces épisodes de baisse des prix ont coïncidé avec des périodes où la production a augmenté suivant sa tendance ou n'a enregistré qu'un repli modeste et momentané. Avant la Première Guerre mondiale, les épisodes de déflation ont été généralement bénins, le PIB réel ayant poursuivi son expansion alors que les prix baissaient (graphique V.D, cadre de gauche). La croissance réelle moyenne enregistrée sur les cinq années qui ont précédé un pic des prix a été à peu près comparable à ce qu'elle était sur les cinq années suivantes (2,3 % contre 2,1 %). Au début de l'entre-deux-guerres (dans les années 1920 principalement), le nombre de déflations plus coûteuses (« mauvaises ») a augmenté (graphique V.D, cadre du milieu) : la production a continué d'augmenter mais beaucoup plus lentement – les taux moyens avant et après le pic des prix se sont respectivement établis à 2,3 % et 1,2 %. (L'impression que des déflations particulièrement graves se sont produites dans l'entre-deux-guerres est dominée par l'expérience exceptionnelle de la Grande Dépression, au cours de laquelle les prix dans les économies du G 10 ont chuté cumulativement d'à peu près 20 % tandis que la production se contractait d'environ 10 % ; cette expérience n'est pas parfaitement illustrée dans le graphique V.D, cadre du milieu.)

Périodes de déflation : les bonnes et les mauvaises

Pic de l'IPC = 100

Graphique V.D



¹ Série de chiffres de l'indice des prix à la consommation (IPC) 5 ans avant et après chaque pic pour chaque économie, recalculée pour que le pic soit égal à 100 (désigné par l'année 0). Moyenne arithmétique des indices recalculés pour chaque économie. ² Les pics enregistrés avant la Première Guerre mondiale vont de 1860 à 1901 ; ceux enregistrés au début de l'entre-deux-guerres vont de 1920 à 1930. Moyenne arithmétique des économies du G 10. Voir Borio et Filardo (2004) pour plus de détails sur l'identification des pics de l'IPC local sur la base de l'indice annuel des prix. Pics enregistrés dans les économies du G 10 avant la Première Guerre mondiale et au début de l'entre-deux-guerres : Allemagne, 1928 ; Belgique, 1862, 1867, 1873, 1891, 1901, 1929 ; Canada, 1882, 1889, 1920, 1929 ; États-Unis, 1866, 1881, 1891, 1920, 1926 ; France, 1871, 1877, 1884, 1902, 1930 ; Italie, 1874, 1891, 1926 ; Japon, 1920 ; Pays-Bas, 1892, 1920 ; Royaume-Uni, 1860, 1873, 1891, 1920 ; Suède, 1862, 1874, 1891, 1920 ; Suisse, 1892, 1898. ³ Moyenne arithmétique de 13 économies ; données trimestrielles de l'IPC. Pic : niveau de l'IPC supérieur à tous les niveaux précédents et aux niveaux des 4 trimestres suivants au moins. Pics enregistrés : Afrique du Sud, T2 2003 ; Australie, T1 1997 ; Canada, T4 1993, T3 2008 ; Chine, T1 1998, T2 2008 ; États-Unis, T3 2008 ; zone euro, T3 2008 ; Hong-Kong RAS, T2 1998 ; Japon, T4 1994, T4 1998 ; Norvège, T1 2003 ; Nouvelle-Zélande, T3 1998 ; Singapour, T4 1997, T1 2001, T4 2008 ; Suède, T4 1997, T3 2008 ; Suisse, T2 2008.

Sources : C. Borio et A. Filardo, « Looking back at the international deflation record », *North American Journal of Economics and Finance*, vol. 15, n° 3, décembre 2004, pp. 287–311 ; données nationales ; calculs BRI.

Les épisodes de déflation des vingt-cinq dernières années ont, en moyenne, été bien plus proches des bons épisodes de déflation enregistrés avant la Première Guerre mondiale que de ceux du début de l'entre-deux-guerres

(même si repérer des pics de prix dans cette période est bien plus difficile que dans les périodes antérieures parce que les récentes déflations tendent à être passagères). Pour les épisodes les plus récents, les taux moyens de croissance du PIB avant et après les pics ressortent à respectivement 3,6 % et 3,1 %, une différence qui n'est pas statistiquement significative.

La deuxième caractéristique importante de la dynamique de déflation révélée par les données historiques est l'absence générale de risque intrinsèque de spirale déflationniste – la Grande Dépression est le seul épisode au cours duquel une spirale déflationniste s'est développée sous forme de baisse de prix marquée et persistante. Lors des épisodes antérieurs à la Première Guerre mondiale, les chutes de prix ont été persistantes mais peu importantes, avec un recul cumulé moyen d'environ 7 % de l'indice des prix à la consommation. Plus récemment, les épisodes déflationnistes ont été de très courte durée et la chute des prix a été modérée ; l'exception notable est le Japon, où les prix ont reculé cumulativement de 4 % de la fin des années 1990 jusque très récemment. Les données tendent à réfuter l'idée que les déflations conduisent à de violentes spirales déflationnistes, surtout ces dernières décennies. De plus, le fait que les salaires soient moins flexibles aujourd'hui qu'ils ne l'étaient autrefois réduit la probabilité d'une spirale baissière autoalimentée des salaires et des prix.

Troisièmement, plus que les déflations généralisées, ce sont les déflations des prix des actifs qui ont régulièrement et fortement nui aux performances macroéconomiques^①. De fait, la Grande Dépression aux États-Unis et la déflation japonaise des années 1990 ont été précédées par un effondrement des valeurs boursières et, surtout, des prix immobiliers. Ces observations laissent à penser que la chaîne des causalités va essentiellement de la déflation des prix des actifs au ralentissement de l'économie réelle, puis à la déflation, et non d'une déflation générale à l'activité économique. Cette idée est également étayée par les trajectoires des prix et de la production réelle dans l'entre-deux-guerres (graphique V.D, cadre du milieu), qui montrent que le PIB réel a tendu à se contracter avant l'apparition de la déflation.

Quatrièmement, les récents épisodes de déflation se sont souvent accompagnés d'une hausse des prix des actifs, d'une expansion du crédit et d'une forte augmentation de la production. Citons pour exemples les épisodes survenus dans les années 1990 et 2000 dans des pays aussi différents que la Chine et la Norvège. Le risque existe qu'une politique monétaire accommodante mise en place lors de bonnes déflations pour rapprocher l'inflation de l'objectif favorise involontairement l'accumulation de déséquilibres financiers. À la longue, cette résistance aux « bonnes » déflations peut déboucher sur de « mauvaises » déflations si la correction des déséquilibres engendre des perturbations.

^① Pour des données formelles sur ce point, voir C. Goodhart et B. Hofmann, *House prices and the macroeconomy*, Oxford University Press, 2006, chapitre 5 « Goods and asset price deflations ».

notamment ceux de l'immobilier, lorsque l'expansion financière a fait place à une violente contraction, et non à une désinflation généralisée et progressive.

Plus généralement, les préoccupations liées à la stabilité financière remettent en question le bien-fondé de mesures visant à rapprocher l'inflation de son objectif sur l'horizon conventionnel de deux ans. Il pourrait en fait être approprié d'accepter un niveau d'inflation inférieur à l'objectif, notamment pour les économies où des déséquilibres financiers se sont accumulés (chapitre IV). Toutes choses égales par ailleurs, ne pas l'accepter pourrait même favoriser l'apparition de pressions désinflationnistes néfastes par la suite, dans la phase de contraction. Ce risque, ainsi que les données faisant état d'une moindre efficacité de la politique monétaire, donnent à penser que, même si les récentes pressions désinflationnistes méritent un suivi attentif, les facteurs limitant leurs effets et le coût de nouvelles mesures de détente monétaire doivent être soigneusement évalués.

Retour à la normale

Pour ce qui est de l'avenir, le passage d'une politique monétaire extrêmement accommodante à une orientation plus normale pose plusieurs défis inédits. Cette transition impose de bien étudier le calendrier et de négocier habilement les contraintes d'ordre économique, financier et politique ; il sera donc difficile

d'assurer une normalisation sans heurts. La perspective d'une sortie accompagnée de perturbations des marchés, ainsi que d'autres facteurs, donnent à penser que le risque principal est de voir les banques centrales se laisser distancer, en abandonnant trop tard ou trop lentement leurs politiques accommodantes.

Les banques centrales des grandes économies avancées ne sont pas toutes au même stade de leur processus de normalisation. La Banque d'Angleterre maintient le niveau de son stock d'actifs depuis la mi-2012 et la Réserve fédérale a engagé en 2014 une réduction régulière de son programme d'achats massifs d'actifs, mesure préalable à un relèvement des taux directeurs. En revanche, la Banque du Japon poursuit son ambitieux programme d'expansion de bilan. La BCE, quant à elle, vient d'annoncer le lancement d'opérations ciblées de refinancement à plus long terme et a abaissé ses principaux taux directeurs à des niveaux sans précédent.

Les banques centrales ont aussi indiqué qu'elles adapteraient le rythme du retour à la normale en fonction de la vigueur de la reprise et de l'évolution de divers facteurs défavorables liés à la crise. La Réserve fédérale anticipe une atténuation des facteurs défavorables au marché du travail et des problèmes de bilan au cours des prochaines années ; cependant, elle s'attend à ce que le taux d'intérêt réel compatible avec l'équilibre macroéconomique (le taux naturel) ne retrouve son niveau normal, soit 2 % environ, qu'à plus long terme, en raison notamment d'un excès persistant d'épargne mondiale. Le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a déclaré que ce sont les tensions persistantes dans le système financier et le processus d'assainissement des bilans, privés comme publics, qui maintiennent ce taux naturel au-dessous du niveau normal. La BCE perçoit d'autres facteurs : pour elle, le désendettement des banques et la fragmentation financière, entre autres, freineront la reprise pendant plusieurs années. Globalement, il se pourrait que l'écart entre les taux directeurs anticipés actuellement par les marchés et la trajectoire donnée par la règle de Taylor (graphique V.7) influe sur la perception des facteurs défavorables et leur persistance.

Il est communément admis aujourd'hui que les banques centrales doivent redoubler de prudence pour éviter de mettre en péril une reprise fragile. De ce point de vue, une déflation aurait des coûts élevés, et même un report de la sortie de ces politiques ne devrait pas poser de problème majeur : certes, l'inflation pourrait augmenter, mais les banques centrales pourraient ensuite rattraper rapidement leur retard. Par ailleurs, toujours selon ce point de vue, une communication prudente, qui annoncerait l'abandon des politiques accommodantes longtemps à l'avance et signalerait clairement qu'il s'agit d'une sortie progressive, contribuerait à limiter le risque de perturbation des marchés.

Ce point de vue est conforté par un certain nombre d'observations historiques. La décision de la Réserve fédérale, en 1994, de mettre fin à sa politique accommodante a provoqué de graves tensions sur les marchés dans le monde entier, tandis que sa sortie, en 2004, mieux anticipée et plus progressive, n'a pas eu de tels effets. De surcroît, cet épisode n'a pas débouché sur une augmentation incontrôlée de l'inflation. Cet abandon progressif avait d'ailleurs été conçu, dans une large mesure, de façon à éviter certains des problèmes rencontrés en 1994.

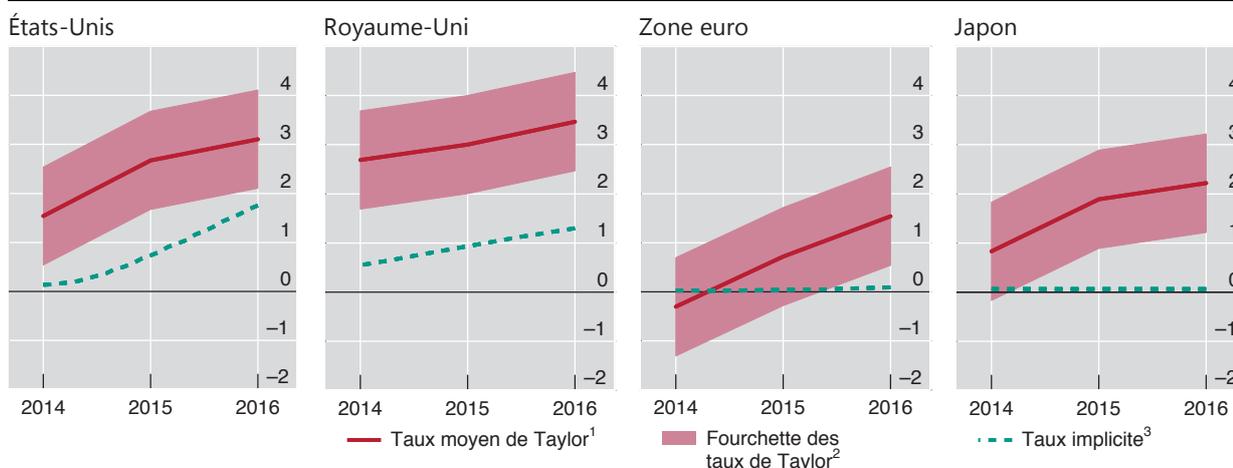
Toutefois, cet argument appelant les banques centrales à la modération se concentre sur l'inflation et le cycle conjoncturel, et non sur le cycle financier, ne tient pas compte des incidences sur la situation budgétaire des États et pourrait surestimer les pouvoirs de la communication. Chacune de ces questions mérite d'être développée.

Cet argument perd de son attrait lorsqu'on se penche sur le cycle financier. Il semblerait que ce soit précisément la lenteur du processus de normalisation de la politique monétaire après 2003 qui a contribué à la forte expansion du crédit et des prix de l'immobilier ayant mené à la crise financière. Les États-Unis, par

Les taux de Taylor indiquent des facteurs défavorables persistants

En %

Graphique V.7



¹ Le taux de Taylor, i , est calculé comme $\pi^* + r^* + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$, où π désigne : pour les États-Unis, les taux d'inflation projetés de l'indice des prix des dépenses de consommation des ménages (hors alimentation et énergie) ; pour le Royaume-Uni, l'inflation IPC projetée ; pour la zone euro, inflation IPCH projetée ; pour le Japon, l'inflation IPC projetée (hors produits frais), hors effets des hausses de la taxe sur la consommation ; y désigne l'écart de production estimé par le FMI pour toutes les économies ; π^* désigne l'objectif d'inflation ; et r^* désigne le niveau à long terme du taux d'intérêt réel réglé en fonction du taux de croissance potentielle (estimation du FMI). ² Hypothèse de croissance potentielle : $\pm 1\%$. ³ Au 13 juin 2014 ; États-Unis : contrats à terme sur fonds fédéraux à 1 mois ; zone euro, Japon et Royaume-Uni : courbe des swaps de taux d'intérêt à 1 jour (*overnight indexed swaps*) respectivement en euro, yen et livre sterling.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; Bloomberg ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

exemple, ont connu au début des années 2000 un retournement du cycle conjoncturel, accompagné d'une chute des valeurs boursières, mais la phase ascendante du cycle financier s'est poursuivie (chapitre IV). Aujourd'hui, plusieurs phénomènes méritent une attention particulière : les signes d'une quête mondiale de rendement (chapitre II), le risque d'accentuation des déséquilibres financiers dans certaines parties du monde (chapitre IV) et la forte sensibilité de la dette du secteur privé aux taux d'intérêt élevés, étant donné que les niveaux d'endettement n'ont pas pu s'ajuster à la production (chapitre IV).

Une normalisation très lente soulève par ailleurs des questions quant à son impact sur la viabilité budgétaire. L'un de ces effets est indirect. Le maintien des taux d'intérêt à un niveau exceptionnellement bas sur une durée exceptionnellement longue offre la possibilité d'assainir des finances publiques mal en point. Mais bien souvent, les gouvernements en retirent une illusion de sécurité, ce qui retarde l'assainissement nécessaire.

Une autre incidence est plus directe, mais peu visible. Chaque fois que les banques centrales procèdent à des achats massifs de dette souveraine ou quasi souveraine (financés naturellement par des créances à court terme), elles raccourcissent le profil des échéances de la dette du bilan consolidé du secteur public, qui comprend la banque centrale et l'État. Cela accroît la sensibilité du service de la dette à une évolution des taux d'intérêt à court terme. Des pressions de nature politico-économique peuvent aussi dissuader la banque centrale de normaliser sa politique au moment et au rythme adéquats ; autrement dit, il existe un risque de dominance budgétaire. L'État verra sans doute d'un mauvais œil sa situation budgétaire se dégrader ; dans ce contexte, les pertes que la banque centrale risque de subir pourraient menacer la marge de manœuvre et même l'autonomie dont elle dispose. En outre, le coût des engagements associés au

gonflement des bilans des banques centrales pose d'autres défis politico-économiques. Par exemple, la rémunération des instruments d'absorption des liquidités pourrait bénéficier au secteur financier, ce qui paraîtrait peut-être inapproprié aux yeux du public. Une possibilité, pour limiter ce coût, serait de recourir à des réserves obligatoires non rémunérées.

Enfin, la communication a ses limites. Les banques centrales veulent communiquer de façon claire pour éviter de surprendre les marchés et de déclencher une réaction brutale des cours. Cependant, en s'efforçant ainsi de faire preuve de clarté, les banques centrales risquent de rendre les intervenants plus confiants qu'elles ne le souhaitent et encourager une plus grande prise de risque. À mesure que les primes de risque se réduisent, des positions à effet de levier plus fort sont requises pour obtenir un rendement. Et en l'absence d'effet de levier, les investisseurs seront attirés par des actifs de plus en plus risqués, voire illiquides. Ce processus crée donc les conditions d'une correction brutale⁶. En outre, même si la banque centrale prend conscience de ces risques, elle peut être très réticente à prendre des mesures susceptibles de déclencher un ajustement déstabilisateur. Un cercle vicieux peut ainsi se mettre en place. Finalement, si les marchés ont l'impression que la banque centrale se laisse distancer, ils seront peut-être les premiers à réagir.

Tous ces éléments laissent à penser qu'il ne faut pas sous-estimer le risque de voir les banques centrales normaliser leur politique trop tard et trop progressivement. En effet, elles y sont très fortement et très naturellement incitées. Un autre symptôme de cette tendance concerne les programmes d'assouplissement quantitatif des banques centrales, qui ont acheté des actifs à long terme à un rythme sans précédent pour faire pression sur les primes d'échéance. Or, alors qu'approche l'heure du retour à la normale, elles semblent hésiter à vendre activement ces actifs de peur de perturber les marchés.

⁶ H. Shin et S. Morris : « Risk-taking channel of monetary policy: a global game approach », non publié, université Princeton, 2014.

Réserves de change : variation annuelle

En milliards de dollars

Tableau annexe V.1

	À taux de change courants						Encours, décembre 2013
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Monde	641	819	1 100	941	747	733	11 686
Économies avancées ¹	61	83	194	269	195	55	2 287
États-Unis	4	1	2	0	-2	-2	48
Japon	55	-7	39	185	-28	9	1 203
Suisse	0	47	126	54	197	21	489
Zone euro	-1	-8	13	1	12	1	221
Asie	410	715	651	424	239	529	5 880
Chine	418	453	448	334	130	510	3 821
Corée	-61	65	22	11	19	19	336
Hong-Kong RAS	30	73	13	17	32	-6	311
Inde	-20	12	9	-5	-1	6	268
Indonésie	-5	11	29	14	2	-12	93
Malaisie	-10	2	9	27	6	-4	130
Philippines	3	4	16	12	6	2	74
Singapour	11	12	38	12	21	14	270
Taïpei chinois	21	56	34	4	18	14	417
Thaïlande	23	25	32	0	6	-12	159
Amérique latine ²	42	25	81	97	51	-6	688
Argentine	0	-1	4	-7	-3	-12	25
Brésil	13	39	49	63	19	-13	349
Chili	6	1	2	14	0	0	39
Mexique	8	0	21	23	16	15	169
Venezuela	9	-15	-8	-3	0	-4	2
PECO ³	6	13	14	3	15	20	294
Moyen-Orient ⁴	150	-29	50	88	148	79	893
Russie	-56	-5	27	8	32	-17	456
Exportateurs nets de pétrole ⁵	142	-52	117	141	209	79	1 818

¹ Économies citées plus Australie, Canada, Danemark, Islande, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni et Suède. ² Économies citées plus Colombie et Pérou. ³ Pays d'Europe centrale et orientale : Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Roumanie, Slovaquie, Slovénie et République tchèque. ⁴ Arabie Saoudite, Koweït, Libye et Qatar. ⁵ Algérie, Angola, Kazakhstan, Mexique, Nigéria, Norvège, Russie, Venezuela et Moyen-Orient.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; Datastream ; données nationales.