

INSTITUT
DE RECHERCHES
ÉCONOMIQUES ET SOCIALES

AGENCE D'OBJECTIFS

LA POLITIQUE MONÉTAIRE : ÉLÉMENTS DE THÉORIE ET PRATIQUES DES BANQUES CENTRALES



DONNONS DE LA FORCE
À VOS COMPÉTENCES

MAISON DE LA C.F.E.-CGC – 63 RUE DU ROCHER – 75008 PARIS • www.cfecgc.fr
Tél. 01.55.30.12.12 • Fax 01.55.30.13.13 • E-mail : economie@cfecgc.fr

CONFÉDÉRATION FRANÇAISE DE L'ENCADREMENT - CGC



DONNONS DE LA FORCE
À VOS COMPÉTENCES

LA POLITIQUE MONÉTAIRE : ÉLÉMENTS DE THÉORIE ET PRATIQUES DES BANQUES CENTRALES

Ludovic AUBERT*

Décembre 2001

*Docteur en Economie

Recherche effectuée dans le cadre d'une convention conclue
entre l'Institut de Recherches Économiques et Sociales (IRES) et la C.F.E.-CGC

SOMMAIRE

INTRODUCTION	5
CHAPITRE 1	7
Ce que peut ou ne peut pas faire la politique monétaire	
CHAPITRE 2	13
La fin des analyses à la Barro-Gordon ?	
CHAPITRE 3	21
La règle de Taylor	
CHAPITRE 4	27
Les politiques de ciblage de l'inflation	
CHAPITRE 5	33
Politique monétaire et volatilité des prix d'actifs	
CHAPITRE 6	39
Cible de niveau de prix versus cible d'inflation	
CHAPITRE 7	47
Le niveau d'inflation cible minimal : argument théorique et application à la zone euro	
CHAPITRE 8	63
Divergence des taux d'intérêt réels en zone euro et efficacité de la politique monétaire commune	
CHAPITRE 9	69
La politique monétaire américaine	
CHAPITRE 10	77
Une analyse de la stratégie de la BCE au moment où elle publie ses premières projections de PIB et d'inflation	

INTRODUCTION

La politique budgétaire a perdu son attrait en tant qu'instrument de stabilisation de l'ensemble de l'économie, en raison des doutes quant à la capacité de régler les mesures budgétaires de façon à atteindre le degré de stabilisation souhaité. En d'autres termes, la plus grande partie des économistes s'accorde pour penser que la politique budgétaire et fiscale ne peut être un outil contracyclique (de stabilisation) efficace du fait notamment de la lenteur de sa mise en œuvre et également des prérogatives et parfois contraintes relatives aux déficits budgétaires.

Dans le même temps et à contrario, la politique monétaire a regagné quelques lettres de noblesse. Elle est vue aujourd'hui comme le bon outil pour favoriser une croissance durable et la stabilité des prix dans l'économie. Elle est considérée comme l'instrument le plus flexible dans le but d'obtenir la stabilisation de l'économie.

Ce regain d'intérêt pour la politique monétaire est pour une part dû à une vague de travaux empiriques commencée à la fin des années 80 qui concluaient que la politique monétaire disposait d'une influence significative à court terme sur l'économie réelle ou plus exactement sur le partage volume-prix. Ensuite, les structures théoriques sous-jacentes à l'analyse des politiques monétaires ont évolué vers plus de réalisme. Elles se sont également considérablement enrichies notamment avec l'incorporation (microfondée) de rigidités (le plus souvent des prix nominaux) justifiant la non-neutralité à court terme de la politique monétaire. Cet élément est d'importance dans la mesure où du fait d'une certaine rigidité des prix nominaux, la politique monétaire, par la variation du taux d'intérêt nominal peut affecter le taux d'intérêt réel de court terme et dès lors les évolutions des principales variables macroéconomiques.

Globalement, cette évolution a fait que la production des études sur la politique depuis le début des années 90 semble davantage cohérente et porteuse de sens que celle de la décennie précédente grandement influencée par l'article séminal de Barro-Gordon (1983). En ce sens, les économistes semblent s'être efforcés de concilier avec une certaine réussite, semble-t-il, évidences empiriques, pratiques et développements théoriques.

Nous essaierons dans ce travail de donner un aperçu de la manière dont évidences empiriques, pratiques des banques centrales et développements théoriques s'articulent à travers dix chapitres. Les premiers chapitres s'attacheront prioritairement à délimiter clairement le rôle à assigner à la politique monétaire. Les chapitres qui suivent développent alors divers moyens ou stratégies permettant aux banques centrales d'assurer leur fonction de principal vecteur de la stabilisation macroéconomique. Les deux derniers chapitres consistent à des exposés (critiques) des stratégies dans lesquelles se placent aujourd'hui les deux principales banques centrales au monde, à savoir la FED et la BCE, pour prendre leurs décisions.

Du fait de l'explosion des marchés financiers dans les années 80 et à mesure que les institutions financières mettaient au point des produits de substitution à la monnaie, la demande de monnaie est devenue de plus en plus instable, et il est apparu clairement que, même si la corrélation entre la monnaie et l'inflation restait forte à long terme, elle ne l'était plus suffisamment à court terme. Par conséquent, l'instrument de politique monétaire, conformément à l'enseignement de Poole (1970), de toutes les banques centrales est aujourd'hui un ou les taux directeurs de court terme.

Les banques centrales manipulent alors ce dernier de manière à stabiliser l'économie, et principalement l'inflation et la production, face à des perturbations (chapitre 1). Bien entendu, les niveaux autour desquels elles cherchent à stabiliser ces deux variables sont cruciaux. Forts de leurs expériences et armés de solides preuves empiriques universitaires les responsables de la politique économique s'accordent à dire qu'un niveau élevé et/ou une forte variabilité de l'inflation faussent les décisions des agents privés en matière d'investissement, d'épargne et de production, et conduit à terme à un ralentissement de la croissance économique. Cela a conduit à ce que quasiment toutes les banques centrales occidentales cherchent à atteindre aujourd'hui, de façon implicite ou explicite, une cible d'inflation comprise entre 1,5 % et 3,5 %. Nous verrons dans le chapitre 7 que plusieurs justifications expliquent que les banques centrales ne retiennent pas une cible d'inflation nulle. Parallèlement, l'objectif pour la production est son niveau potentiel, seul

compatible avec la stabilité de l'inflation et le respect du postulat de la neutralité de la monnaie à long terme. Il est par conséquent écarté l'idée selon laquelle les banques centrales chercheraient à duper les agents privés par des relances surprises de l'inflation afin de stimuler la production et l'emploi. On rompt là avec près de 10 ans de recherche, à en croire assez stérile, en matière de politique monétaire qui suivirent le travail de Barro-Gordon (chapitre 2).

Le but des banques centrales est donc de ramener inflation et production à leurs cibles que nous venons de définir. Dans cette perspective, de très nombreuses études se sont développées suivant l'article fondateur de Taylor (1993), duquel est né la fameuse règle de Taylor (chapitre 3). Cette dernière stipule que le taux d'intérêt nominal de court terme doit réagir « instantanément » dans des proportions prédéfinies à tout déséquilibre de l'inflation et de la production de leur cible. Dans cette règle, le coefficient rattaché à l'inflation est de 1,5 avec l'idée que toute hausse de l'inflation pour être contrebalancée nécessite une hausse du taux d'intérêt réel.

De nombreux raffinements et développements suivirent. L'un d'entre eux prit une dimension particulière, donnant naissance à la littérature sur le ciblage de l'inflation (Inflation Targeting, chapitre 4). Le point essentiel sur lequel cette littérature insiste est celui des délais d'action de la politique monétaire. Les impulsions de politique monétaire n'agissent pas de manière instantanée sur les prix et la production. Les délais sont généralement longs et variables compris le plus souvent entre 6 et 24 mois. Dans cette optique, les changements de taux d'intérêt ne peuvent être effectués en fonction des variables courantes sauf à être complètement inadaptés à la situation économique au moment où ils agiront effectivement. La prescription des partisans de cette approche, conformément aux faits d'ailleurs, est que les banques centrales doivent alors cibler l'inflation anticipée à un horizon approprié plutôt que l'inflation courante. Une seconde caractéristique importante des stratégies de ciblage de l'inflation est l'insistance appuyée sur la communication et la transparence de la banque centrale. La motivation sous-jacente est d'accroître la crédibilité de cette dernière et ainsi faciliter un ancrage des anticipations d'inflation à un bas niveau (proche de la cible).

Nous ferons également un point sur un débat, qui s'est largement développé ces toutes dernières années suite à l'évolution heurtée des marchés financiers, concernant le lien que doit entretenir la politique monétaire par rapport à la volatilité des marchés financiers (chapitre 5). Nous pensons qu'en aucun cas la politique monétaire ne doit réagir de manière systématique à des variables aussi volatiles que les prix d'actifs. En revanche, il peut être intéressant et opportun d'appréhender l'impact de ces mouvements de prix d'actifs sur l'output gap et l'inflation anticipée, transitant par différents canaux (effets de richesse, effet de bilan notamment), dans le cadre d'une stratégie large de ciblage de l'inflation.

Nous aborderons ensuite un autre thème d'actualité dans la recherche sur la politique monétaire. Celui-ci consiste dans l'étude de la définition optimale de la stabilité des prix du point de vue d'une banque centrale (chapitre 6). Plus clairement, est-il préférable pour la société que la banque centrale cible le niveau des prix plutôt que l'inflation ? Nous verrons que compte tenu du fonctionnement différent de ces deux types de cible, le choix de la cible n'est pas neutre sur l'évolution de l'économie. Plus précisément, lorsque les anticipations formées par les agents privés sont rationnelles, l'existence d'un problème de crédibilité de la politique monétaire (qui apparaît du fait de la présence de rigidités nominales) conduit à privilégier l'adoption d'une cible de niveau de prix plutôt d'inflation par la banque centrale.

Enfin, nous terminerons par un exposé des stratégies et des structures institutionnelles des deux principales banques centrales du monde, à savoir la Fed et la BCE (chapitres 9 et 10). Vu de l'extérieur, des différences importantes existent dans la stratégie et le processus de décision de celles-ci. D'un côté, la politique monétaire américaine semble empreinte d'un grand pragmatisme, synonyme le plus souvent, d'une grande réactivité aux cycles. De l'autre côté, la BCE paraît empêtrée dans une démarche largement dogmatique héritée de la Bundesbank. Son insistance à faire de l'évolution des agrégats monétaires un argument central de sa prise de décision paraît parfois inadaptée et source d'incompréhension de la part des marchés. Le chapitre 8 se sera attardé auparavant sur la divergence des taux d'intérêt réels en zone euro et l'efficacité de la politique monétaire commune.

CHAPITRE 1

CE QUE PEUT OU NE PEUT PAS FAIRE LA POLITIQUE MONÉTAIRE (1)

Le rôle accordé à la politique monétaire doit être cohérent avec les évidences empiriques concernant les relations effectives entre les grandeurs réelles et les grandeurs nominales, c'est-à-dire qu'il convient de déterminer ce que la politique monétaire est ou n'est pas en mesure de faire. L'étape préalable à l'étude la politique monétaire est donc d'identifier les relations remarquables entre les prix (ou le taux d'inflation), le stock de monnaie et la production. A ce titre, il est nécessaire de distinguer les relations de court et de long terme.

1.1 LES RELATIONS DE LONG TERME

Certaines études empiriques établissent une corrélation négative entre l'inflation et la production à long terme signifiant que l'inflation est néfaste à la croissance à long terme (Andres et Hernando (1997)). Cette relation négative serait plus particulièrement vérifiée dans les pays ayant un niveau d'inflation relativement élevé [Bruno et Easterly (1966)]. McCandless et Weber (1995) débouchent sur la conclusion d'absence de corrélation entre croissance et inflation. Ces deux types de résultats empiriques concernant la relation de long terme entre inflation et production ne paraissent pas antinomiques mais plutôt complémentaires au regard de la pratique des banques centrales contemporaines. Déjà, tous deux rompent avec une vieille croyance, héritée de Samuelson et Solow, selon laquelle il existe à long terme une relation positive entre inflation et croissance. Maintenant, le premier type de résultat (corrélation négative à long terme l'inflation et la production dans les pays à inflation élevée) implique que la cible d'inflation retenue par la banque centrale soit basse (voir également le chapitre 7 sur le choix du niveau de la cible d'inflation). Le second type de résultat suggère alors que la banque centrale se fixe pour objectif d'inflation un niveau constant. La poursuite actuelle par les banques centrales occidentales d'une inflation faible et stable semble donc cohérent avec ces deux types de résultats empiriques concernant les relations de long terme entre prix et production.

Les résultats de l'étude de McCandless et Weber sont représentatifs de l'opinion des économistes travaillant sur la politique monétaire comme vecteur de la stabilisation économique dans le cadre des économies occidentales (à inflation modérée) (2).

De l'étude de McCandless et Weber, deux grandes relations de long terme se dégagent. La première est qu'il n'y a aucune corrélation entre l'inflation ou le stock de monnaie et la croissance de la production. Ces deux résultats se rejoignent dans la reconnaissance d'une absence d'arbitrage à long terme entre le niveau de l'inflation et le niveau du chômage (ou de la production exprimée en terme réel) (3) et du caractère vertical de la courbe de Phillips à long terme. A titre illustratif, nous reportons le tableau donné par Taylor (1998) pour les Etats-Unis que nous prolongeons pour l'année 1999 ainsi que son pendant pour la France. Ils semblent fournir une preuve historique claire de l'absence d'une quelconque relation à long terme entre l'inflation et la production (ou indifféremment le taux de chômage) : (4)

(1) Voir entre autres J. Taylor (93a, 93b, 96, 98a et b), Blinder (97, 98), Bernanke, Laubach, Mishkin et Posen (99), C. Walsh (98).

(2) On peut se reporter au papier d'Issing (2000) pour un survey rapide.

(3) Les déviations du chômage de son niveau naturel sont hautement corrélés aux déviations de la production de son niveau naturel (loi d'Okun, voir Taylor 98).

(4) On peut également se reporter aux graphiques produits dans le chapitre 7 et ses annexes.

France	Taux de chômage	Taux d'inflation
1963	5,7	1,6
1972	5,6	3,4
1978	6,1	9
1987	6,2	4,4
1994	6,1	2,7
1999	4,2	2,2

Source : Taylor (1998 a), OCDE

France	Taux de chômage	Taux d'inflation
1964	1,4	3,4
1972	2,8	5,9
1978	5,2	9,5
1987	10,5	3,3
1994	12,3	1,7
1999	11,2	0,6

Source : OCDE

La seconde relation de long terme mise en évidence dans l'étude de McCandless et Weber est que la corrélation à long terme entre l'inflation et le taux de croissance de l'offre de monnaie est proche de un, variant entre 0,92 et 0,96, selon la définition plus ou moins large de l'offre de monnaie utilisée. Cette observation valide sur le long terme la théorie quantitative de la monnaie tel qu'un changement dans le taux de croissance de l'offre de monnaie se traduit, à vitesse de circulation de la monnaie constante et taux de croissance du PIB potentiel inchangé, par une variation de même ampleur et de même sens du taux d'inflation (5).

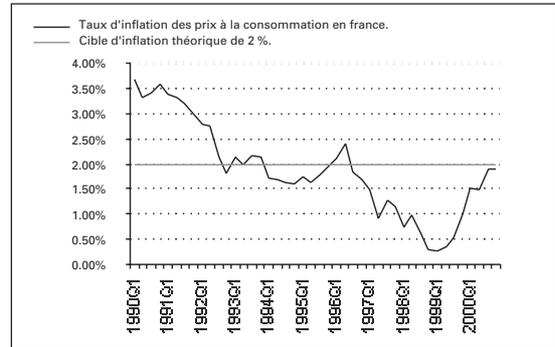
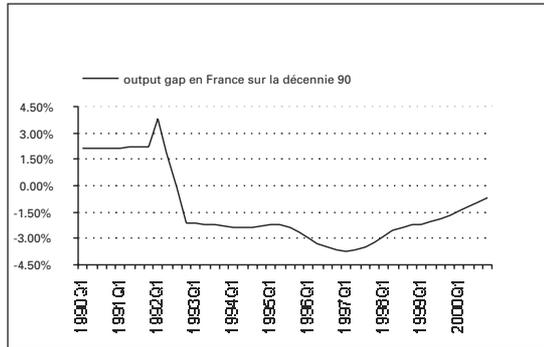
1.2 RELATIONS DE COURT TERME

Accepter la neutralité de la politique monétaire à long terme n'implique pas son incapacité à stabiliser l'économie face à des chocs conjoncturels. En effet, les économies peuvent s'éloigner plus ou moins durablement de leur équilibre de long terme. Sous l'effet d'une perturbation (d'un choc) les principaux prix (salaire réel, coût du capital, prix des actions, taux de change réel entre autres) peuvent s'écarter de leur niveau d'équilibre et conduire à des situations de surchauffe ou de récession dans la sphère réelle (production et emploi notamment) combinée à une inflation excessive ou au contraire de désinflation prononcée (6). La fonction de la politique monétaire est alors par ses inflexions de contribuer à accélérer le retour des variables macroéconomiques (généralement l'inflation et la production ou l'emploi dans les analyses) à leur niveau d'équilibre, c'est-à-dire d'assurer la stabilisation de l'économie.

Il est largement accepté que les inflexions monétaires peuvent avoir des effets importants sur les variables réelles à court terme, du fait de la présence de diverses rigidités (nominales notamment) dans l'économie. La banque centrale doit ainsi opérer un arbitrage à court terme entre inflation et production qui prend, en fait, la forme d'un arbitrage entre la variabilité de l'inflation et la variabilité de la production autour de leur niveau cible ou d'équilibre. La politique monétaire doit donc se concevoir comme un instrument de politique économique permettant de stabiliser l'économie des chocs qui la frappe.

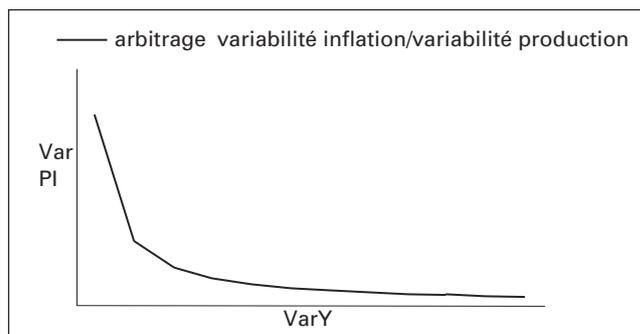
(5) La BCE s'inscrit dans cette perspective. On retiendra de son bulletin mensuel de juin 2000 (p. 45) la phrase suivante : « la relation à long terme entre la monnaie et les prix est retenue dans la quasi-totalité des modèles théoriques et elle est empiriquement valide dans un certain nombre de dimensions : à travers les pays, dans le temps, à travers les différents régimes monétaires et pour différents agrégats monétaires ».

(6) La lenteur du processus de retour à l'équilibre après un choc est due à l'existence de rigidités multiples (elles mêmes inhérentes à de nombreux coûts d'ajustements) qui freinent la vitesse avec laquelle les comportements des agents économiques (inertie des prix pratiqués par les entreprises en raison de coûts de catalogues...) peuvent s'ajuster et empêchent les prix relatifs de rejoindre leur nouveau niveau d'équilibre. On peut se reporter à Romer (chapitre 6) pour un exposé complet de ces rigidités et de ces coûts. La rigidité des prix nominaux dans un contexte d'entreprises évoluant dans un environnement de concurrence monopolistique est aussi un des piliers de la nouvelle macroéconomie keynésienne.



Nous donnons une interprétation intuitive de cet arbitrage (entre la variabilité de l'inflation et la variabilité de l'output gap, concept défini précisément dans l'encadré qui suit) inflation dans le cas d'un choc d'inflation, type hausse du prix du baril de pétrole. Envisageons une situation initiale où le PIB réel serait égal au PIB potentiel et où l'inflation ne s'écarterait pas du taux d'inflation ciblé par la banque centrale. Supposons à présent une hausse des cours pétroliers suffisamment durable pour que celle-ci pousse durablement l'inflation au-dessus de sa cible et le PIB effectif en-dessous du PIB potentiel. On perçoit bien le conflit auquel a à faire face la politique monétaire. Le déséquilibre sur le marché des biens supposerait pour être résorbé de mettre en œuvre une politique monétaire plus expansionniste (baisse du taux d'intérêt directeur) alors que le retour de l'inflation à sa cible nécessiterait une politique monétaire plus restrictive. La banque centrale est donc amenée à faire un choix, en quelque sorte elle doit hiérarchiser ses objectifs et déterminer l'importance relative qu'elle entend donner à chacun d'eux. Il semble que pour les banques centrales occidentales, l'arbitrage, plus ou moins explicite, fasse référence à la rapidité avec laquelle l'inflation doit être ramenée à sa cible. Soit la banque centrale réagit de manière énergique en augmentant le taux directeur de manière substantielle mais alors elle risque d'entraîner une déstabilisation durable de la production. Soit elle réagit de manière moins agressive, met plus de temps pour ramener l'inflation à sa cible mais déstabilise sensiblement moins la production (7).

L'arbitrage entre les fluctuations de la production et les fluctuations de l'inflation est généralement représenté dans un plan ayant pour abscisse la variance de la production et pour ordonnée la variance l'inflation (ou vice et versa), comme dans la figure ci-dessous.



En résumé, la politique monétaire n'a pas la capacité d'affecter les valeurs moyennes des variables réelles (c'est-à-dire les niveaux de long terme). En revanche, elle a la possibilité d'arbitrer à court terme entre les fluctuations de la production et de l'inflation lorsque des chocs écartent ces variables de leur niveau d'équilibre. En d'autres termes, elle a une certaine capacité à corriger le cycle. Cette conception de la politique monétaire est cohérente avec l'existence de rigidités, principalement nominales, dans l'économie et d'anticipations formées de manière rationnelle par le secteur privé. Elle est également cohérente avec l'idée que l'inflation est à long terme d'origine exclusivement monétaire alors qu'à court terme elle serait principalement causée par des facteurs réels (8).

(7) Un choc de demande est perçu comme étant plus facilement stabilisé dans la mesure où les déséquilibres qu'ils provoquent sur la production et l'inflation suppose des réactions monétaires de même sens. Par exemple, un choc de demande positif entraîne la hausse de la production et de l'inflation et nécessite de mener sans ambiguïté une politique monétaire restrictive.

(8) C'est de cette base que semble être née la stratégie de la BCE fondée sur deux piliers et sur laquelle nous reviendrons plus loin.

Il convient également de noter que cette perception de ce que la politique monétaire peut et ne peut pas faire, a une incidence directe sur le choix des objectifs poursuivis par la banque centrale. Parler de stabilisation des fluctuations de l'inflation et de la production suppose de définir au préalable leur référentiel respectifs. Ces derniers doivent alors être cohérent et compatible avec la neutralité à long terme de la politique monétaire. Pour l'inflation, il est couramment retenu une cible de moyen-long terme (aux alentours de 2 %) (9). Pour la production, sa cible ne peut être que son niveau potentiel. Il est seul compatible avec la stabilité de l'inflation et respecte le postulat de la neutralité de la monnaie à long terme.

Encadré 1.1

La notion de PIB potentiel et d'output gap (10)

Le PIB potentiel d'une économie fait référence à son potentiel d'offre. La détermination de ce potentiel d'offre est dépendant de l'horizon temporel sur lequel l'on se projette. A très long terme, la croissance potentielle est contrainte par la progression de la population active et le progrès technique, qui constituent les deux facteurs rares de l'économie. Le capital, pour sa part, est infiniment accumulable et vient donc s'ajuster aux besoins de la main d'œuvre et de la technologie. A plus court terme (11), la croissance potentielle peut également être contrainte par la progression du stock de capital. A l'inverse, elle peut être transitoirement stimulée par une augmentation du taux d'investissement. Cette distinction temporelle dans l'estimation du potentiel de production renvoie à une autre distinction couramment réalisée en macroéconomie. A court terme, c'est la demande qui détermine la production et l'emploi et l'on se situe dans un cadre prioritairement keynésien. A l'inverse, à long terme, c'est l'approche « classique » qui s'impose et l'offre productive qui détermine la croissance (modèle d'inspiration à la Solow).

Une des mesures possibles du PIB potentiel consiste à déterminer le niveau de l'offre potentielle découlant de la mise en œuvre, dans des conditions d'utilisation « normale », des facteurs de production. L'utilisation normale des facteurs signifie que cette offre peut être atteinte (niveau d'offre potentielle) ou se développer (croissance potentielle) sans générer de tensions inflationnistes. Ainsi, lorsque le PIB est à son niveau potentiel, des capacités inutilisées existent encore, mais elles ne peuvent être mobilisées qu'au prix d'une accélération des prix et des salaires. Pour autant, le niveau du PIB potentiel ne constitue pas une contrainte physique de capacité : l'activité peut en effet dépasser le PIB potentiel, mais au prix vraisemblablement de tensions sur les prix et les salaires (dans le cas où il n'y a pas d'erreur de mesure du PIB potentiel). A contrario, le niveau du PIB effectif peut s'inscrire transitoirement en-deçà du potentiel d'offre dans le cas où l'économie se trouve confrontée à un déficit de demande.

L'output-gap (ou écart de production), qui mesure la différence entre le PIB effectif et le PIB potentiel en pourcentage du PIB potentiel, est plus largement un concept relatif aux ajustements et aux déséquilibres conjoncturels entre la demande et l'offre potentielle (12). Ainsi, en 1993 alors que l'output-gap se creusait (à la baisse) fortement, les sondages d'opinion auprès des chefs d'entreprise dans l'industrie manufacturière montraient que 70 % d'entre eux connaissaient ou redoutaient des difficultés de débouchés (de demande) et que seulement 8 % subissaient des goulets d'étranglement au niveau de leur offre. Avec le comblement de l'output-gap (néгатif) depuis 1997, la situation s'est totalement inversée. En 2000, les difficultés de demande ne sont plus signalées que par 20 % des chefs d'entreprise alors que les contraintes d'offre apparaissent à présent à hauteur de 42 % des entrepreneurs interrogés. Ainsi, cette situation se traduit en 2000 par un taux d'utilisation des capacités de production très élevés en même temps que par une pénurie de personnel, associée à de graves difficultés de recrutement.

A long terme (sur le siècle dernier), la croissance annuelle moyenne (en terme réels) de l'économie française France se situe aux alentours de 2,2%, ce qui semble également proche de celle des Etats-Unis si l'on se réfère à Taylor (1993). Cela équivaut à un doublement du niveau de vie tous les 32 ans à peu près. Des mesures récentes de nature structurelle et l'émergence des nouvelles technologies de l'information et de la télécommunication (NTIC) auraient stimulé la crois-

(9) Se reporter au chapitre 7 pour une discussion concernant le problème du choix de la cible d'inflation optimale.

(10) Cet encadré s'inspire largement d'un document de travail de la Direction de la Prévision réalisé par S. Doisy.

(11) La distinction entre le court terme et long terme n'est pas totalement claire non plus même si les désaccords portent essentiellement sur l'analyse à employer sur des horizons intermédiaires. Les plus keynésiens utiliseront jusqu'à 5 ans, voire plus, des instruments d'analyse empruntés au court terme alors que les plus classiques emploieront déjà à cet horizon les instruments d'analyse inspirés du long terme.

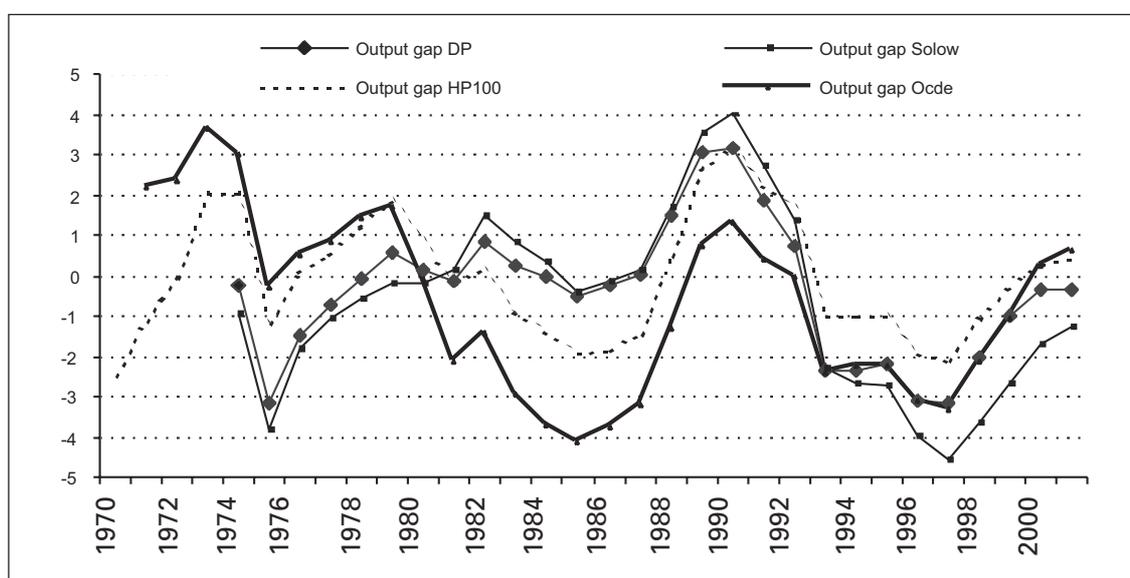
(12) En France, l'output-gap s'est effondré au second trimestre 1992 en passant approximativement de 3,80 % au premier trimestre à 1,80 % puis à -0,15 % au troisième 1992 et -0,21 % au quatrième. Il a ensuite continué à se dégrader de manière moins prononcée mais continuellement jusqu'au premier trimestre 1997. Depuis cette date, le retard de demande s'est progressivement comblé pour faire que l'output-gap est à la fin 2000 proche de zéro.

sance potentielle de long terme américaine de manière permanente (choc d'offre positif permanent) pour l'amener aux alentours de 3%. Dans ce cas, le niveau de vie des habitants américains doublerait tous les 24 ans.

Dans un optique de court-moyen terme, les estimations situent, à la fin de la décennie 2000, la croissance potentielle en France aux alentours de 2,5 % alors que selon une méthodologie similaire elle serait proche de 3,1% aux Etats-Unis. L'écart entre les pentes résulte principalement de la plus forte capacité d'innovation des Etats-Unis. Le développement du potentiel d'offre d'une économie dépend néanmoins en grande partie de la qualité des politiques structurelles pratiquées.

Il reste que selon les techniques d'estimation et de mesure et/ou l'horizon sur lequel on se projette pour définir le PIB potentiel, les output-gap estimés peuvent différer de manière assez substantielle. Une illustration en est donnée avec le graphique ci-dessus qui reprend quatre output gap utilisés en divers endroits.

Output gap en pourcentage calculé selon différente méthodes et institutions



Source : Doisy (2001)

Bibliographie

Andrés J. et Hernando I. (1997) : "Does Inflation Harm Economic Growth ? Evidence for the OECD", NBER n° 6062, juin.

BCE (2000) : « PIB potentiel et écart de production : concepts, utilisations et évaluations », bulletin mensuel de la BCE, octobre.

Blinder A. (1997) : "Distinguished lecture on economics in government : what central banker could learn from academics and vice and versa", Journal of Economic Perspectives, volume 11, n° 2, printemps, pp. 3-19.

Blinder A. (1998) : "Central Banking in Theory and Practice", Cambridge, Londres, the MIT Press.

Bruno M. et W. Easterly (1996) : "Inflation and Growth : In Search of a Stable Relationship", Federal Reserve Bank of Saint Louis Review, 78 (3), mai-juin, pp. 139-146.

Doisy S. (2001) : « La croissance potentielle de l'économie française : une évaluation », document de travail DP, janvier.

Issing O. (2000) : "How to promote growth in the euro area : the contribution of monetary policy", banque centrale européenne, conférence à la banque nationale de Belgique, 12 mai.

Romer D. (1997) : « Macroéconomie approfondie », collection sciences économiques, Mc Graw-Hill/Ediscience.

Samuelson P. et Solow R. (1960): "Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy", American Economic Review, mai, vol. 50 n° 2, pp. 177-194.

Taylor J. (1993) : "Discretion versus policy rules in practice", Carnegie-Rochester Series on Public Policy, n° 39, pp. 195-214.

Taylor J. (1994) : "The Inflation/Output Variability Trade-off revisited" dans Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers, Federal reserve Ban of Boston Conference Series n° 38.

Taylor J. (1996) : How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability ? – Conceptual Issues, Kansas.

Taylor J. (1998) : "Monetary Policy Guidelines for Employment and Inflation Stability", dans R. Solow et J. Taylor "Inflation, Unemployment and Monetary Policy", MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.

Taylor J. (1998) : Monetary Policy and The Long Boom, Review, november-december, Federal Reserve Bank of Saint Louis.

Taylor J. (1998) : "An historial analysis of monetary policy rules", NBER n° 6768.

Walsh C. (1998) : "Monetary Theory and Policy", MIT Press.

CHAPITRE 2

LA FIN DES ANALYSES À LA BARRO-GORDON

La limitation du rôle de la politique monétaire à la réduction de la variabilité de la production et de l'inflation amène à s'interroger sur la pertinence des analyses à la Kydland-Prescott (1977) et Barro-Gordon (1983) qui ont dominé de manière quasi-totalitaire l'analyse de la politique monétaire du début des années 80 jusqu'à la parution des travaux de Taylor (1993) (1). Ces analyses étudient les interactions stratégiques entre un secteur privé formant rationnellement ses anticipations d'inflation en vue de la négociation des contrats de salaires et une autorité monétaire choisissant le taux d'inflation (ou de manière équivalente dans ce type de modèle de politique monétaire). Toutes reposent sur une formulation particulière (fallacieuse selon nous) des préférences des banquiers centraux de laquelle découle l'ensemble des résultats. La banque centrale est ainsi supposée viser un niveau d'emploi supérieur à son niveau naturel (potentiel) (2). Cela engendre un problème d'incohérence temporelle (ou de crédibilité) de la politique monétaire générateur d'un biais inflationniste systématique. Les tourments des économistes se cristallisent alors autour de la question, peut-être peu pertinente, suivante : existe-t-il une technologie, un engagement institutionnel (banque centrale indépendante, régime de change, mécanisme réputationnel, ou contrat optimal dans un modèle principal-agent) permettant de remédier efficacement au manque naturel de crédibilité des autorités monétaires et d'alléger par le même biais inflationniste ?

Nous exposons rapidement ce concept théorique de crédibilité de la politique monétaire en nous plaçant dans le cadre retenu par Barro-Gordon afin de mieux en comprendre la défaillance. Également, nous avançons ensuite quelques explications alternatives, à la période de forte inflation des années 70. Dans l'annexe, nous présentons rapidement les principaux résultats du modèle Barro-Gordon.

2.1 LE CONCEPT DE CRÉDIBILITÉ

Dans son interprétation la plus courante, la crédibilité de la politique monétaire s'entend comme la croyance des agents privés en la capacité de l'autorité monétaire de respecter dans le futur le programme initialement annoncé. Le problème de crédibilité de la politique monétaire intervient donc dès lors que le comportement présent des agents (du marché) dépend de leurs anticipations concernant la politique monétaire future. Il est apparu dans les années 80, aussi bien dans la littérature que dans les cercles politiques, à la suite de la hausse concomitante de l'inflation et du chômage que connurent l'ensemble des pays occidentaux dans les années 70. Il résultait de la prise de conscience que les autorités publiques, confrontées à un nouvel environnement économique, ne pouvaient plus nier les réactions des agents aux politiques qu'ils appliquaient, mettant ainsi en avant l'importance des anticipations dans les performances macroéconomiques des politiques monétaires.

(1) Voir le chapitre 3 pour un exposé de la règle de Taylor.

(2) Sur ce point, le modèle originel de Barro-Gordon diffère de la plupart des modèles postérieurs étudiant les problèmes de crédibilité de l'autorité monétaire dans un cadre à la Barro-Gordon. Pour les seconds, l'autorité monétaire dispose d'une fonction d'utilité quadratique ayant comme argument l'inflation et le chômage. Le problème de crédibilité naît alors de la poursuite d'un niveau d'emploi supérieur à son niveau naturel. Chez Barro-Gordon, la banque centrale n'a pas un objectif d'emploi supérieur à son niveau naturel. En revanche, les auteurs utilisent une fonction d'utilité semi-quadratique, linéaire par rapport à l'emploi ou la production. Du coup, c'est le fait d'accroître le bien-être de la collectivité lorsque le PIB effectif est supérieur à son potentiel qui crée un problème de crédibilité de la politique monétaire. Un argument fort contre cette fonction de perte utilisée par Barro-Gordon, outre la pratique apparente, est que toutes les banques centrales ont en tête aujourd'hui qu'un output-gap positif ne peut être soutenu durablement sans provoquer à terme des tensions sur les prix. La justification de Barro-Gordon à l'utilisation de cette fonction de perte est qu'il y aurait des distorsions dans l'économie qui feraient que le produit naturel serait sous-optimal.

Le cadre théorique sur lequel repose le concept de crédibilité développé initialement par Kydland-Prescott et Barro-Gordon peut s'énoncer assez simplement. Il repose sur deux « ingrédients ». Le premier est une fonction d'offre agrégée qui relie de manière positive l'écart de production à l'inflation non anticipée (courbe d'offre « à la Lucas »). Le second est une fonction de perte sociale, répondant à des spécifications précises qui font que la banque centrale est tentée de faire de l'inflation surprise pour stimuler la production et l'emploi.

La spécification de la fonction d'offre se justifie dans un monde où les contrats salaires sont prédéterminés (c'est-à-dire qu'ils sont signés avant leur application effective) (3). Afin de négocier leur salaire de manière efficace, les agents sont tenus d'anticiper le taux d'inflation qui prévaudra ultérieurement (et donc d'anticiper la politique monétaire future puisqu'il est supposé une relation unitaire entre le taux d'inflation et la masse monétaire dans ce type de modèle). L'enjeu pour les salariés est donc de l'anticiper au mieux, afin que leurs anticipations de salaires réels se réalisent. S'ils ont sous-estimé (sur-estimé) le niveau des prix, le salaire réel qu'ils perçoivent est inférieur (supérieur) à celui anticipé. Le salaire réel étant plus faible (important), la demande de travail émanant des entreprises s'accroît (décroit) alors par rapport à la situation où les anticipations des salariés seraient validées. La production se trouve ainsi stimulée (déprimée) par ce surcoût (déficit) d'embauche.

Une telle indexation des salaires sur l'inflation anticipée interdit toute réaction du salaire nominal aux variations courantes des prix : les salaires nominaux étant rigides à court terme (la validité des contrats de salaire est d'une période). Ce contexte de relative rigidité des salaires nominaux confère à l'autorité monétaire la maîtrise du salaire réel et de l'emploi. Envisageons par exemple, une banque centrale crédible, qui annonce un objectif monétaire (d'inflation). Le secteur privé forme ses anticipations d'inflation (alignées sur l'annonce à partir du moment où le décideur est cru) et négocie les salaires en conséquences. Si à la période suivante, le décideur choisit de mener une politique plus expansionniste qu'annoncée, il peut stimuler à la hausse la production et l'emploi (les salaires nominaux sont rigides, les salaires réels baissent du fait d'une inflation plus forte que celle anticipée, les entreprises embauchent et augmentent leur production). Une banque centrale crédible voit ainsi son instrument se dédoubler en une politique annoncée et une politique effective [P. Artus, (1987)]. Toutefois ces effets réels, qui reposent sur la manipulation par l'autorité monétaire des agents, ne peuvent être que temporaires. Une fois trompés, les agents n'accordent plus aucun crédit aux annonces de la banque centrale et élèvent leurs anticipations à un niveau au-dessus duquel la banque centrale n'a aucun intérêt à maintenir l'inflation (analyse coûts-bénéfices). Ainsi, la rationalité des agents privés fait, dans ce type d'analyse, que l'effet réel de la politique monétaire ne peut être que transitoire. Egalement, il vient que la politique optimale est irréalisable lorsque la banque centrale n'est pas crédible. En élevant leurs anticipations d'inflation à un niveau adéquat, les agents privés s'assurent de leur validation (en même temps que de celle du salaire réel anticipé) par la banque centrale. La conséquence est néanmoins l'émergence d'un biais inflationniste systématique et coûteux pour la collectivité (mais pas pour les salariés).

2.2 CRITIQUES ET EXPLICATIONS ALTERNATIVES À L'INFLATION ÉLEVÉE DES ANNÉES 70

Pour séduisante qu'elle soit, cette analyse se heurte à deux critiques, l'une théorique, l'autre factuelle, qui paraissent rédhitoires quant à sa pérennité (4).

La critique théorique vient de l'impossibilité de répondre de manière satisfaisante à la question suivante : comment dans un monde supposé rationnel peut-on prétendre à l'existence de banques centrales naïves au point de viser vainement un niveau de production hypothétique (ou valorisant un output-gap positif) générateur d'un surcroît (d'un biais) d'inflation ?

(3) Voir par exemple S. Fisher (1977).

(4) Le problème de la crédibilité de la politique monétaire peut toutefois apparaître sous une autre forme que celle mise en avant dans les modèles à la Barro-Gordon. Ainsi, les nouveaux keynésiens ont réintroduit ce concept dans des analyses où les entreprises forment leur prix dans un environnement de concurrence monopolistique (source de rigidité nominale) où les anticipations sont rationnelles et où la banque centrale ne cherche pas atteindre un niveau de production supérieur au niveau de production potentiel. Ce point est davantage développé dans le chapitre 6.

Au plan factuel, il semble que ce type de comportement de la part des banques centrales (et son corollaire, un biais inflationniste au sens de Barro-Gordon) ne soit apparu que dans de rares occasions de l'histoire économique. C'est notamment l'opinion de Fischer (1984) où de manière encore plus extrême de Blinder (1997). Ce dernier, commentant la tentation inflationniste de la banque centrale supposée dans le modèle de Barro-Gordon, affirme que durant sa vice-présidence la FED : « I never once witnessed nor experienced this temptation. Nor do I believe my colleagues did. I firmly believe that this theoretical problem is a non problem » (1997, p.13) ou encore qu'il a observé que l'atteinte du taux de chômage naturel s'impose à la FED comme une seconde nature. Par ailleurs, il qualifiera le concept de biais inflationniste systématique, d'objets théoriques séduisants, mais sans réalités pratiques et opérationnelles. Dans le même ordre d'idée, King (1996, p. 61), gouverneur de la banque d'Angleterre écrit : « by relating monetary policy to macroeconomic goals, there is no "inflation bias" and hence no abstacle to the achievement of price stability ».

D'autres auteurs, refusant d'attribuer la forte poussée inflationniste des années 70 au comportement stratégique des banques centrales, ont proposé des explications alternatives à celle du « biais inflationniste systématique » des analyses à la Barro-Gordon. Nous en énonçons trois qui ne sont pas forcément exhaustives.

Pour Sargent (1998), la période de très forte inflation des années 70, doit s'expliquer principalement par une croyance erronée héritée d'une étude de Samuelson-Solow (1960) selon laquelle il y aurait un arbitrage à long terme entre l'inflation et le chômage.

Pour Taylor (1996), la raison majeure de cette période de forte inflation aux États-Unis se trouverait bien dans la poursuite d'un objectif d'emploi supérieur au niveau naturel. Cependant, ce serait pour une raison différente de celle avancée dans les analyses de type Barro-Gordon. Le niveau d'emploi d'équilibre a été surestimé (le niveau du taux de chômage d'équilibre était estimé à 4 % alors qu'il était en réalité proche de 6 %) faisant que la banque centrale cherchait à atteindre sans le savoir un niveau d'emploi supérieur à son niveau d'équilibre. Selon cette interprétation, ce sont les erreurs d'estimations concernant le niveau naturel du chômage (ou indifféremment de la production potentielle) qui seraient à l'origine de la hausse de l'inflation dans les années 70.

Pour Clarida, Gali et Gertler (1998), sur la base d'une estimation de la fonction de réaction de la FED, c'est la mise en place d'une politique monétaire trop accommodante (insuffisamment active) durant cette période (jusqu'en 1982, date du tournant monétaire pris par Volcker) qui est la cause de la hausse de l'inflation dans les années 70 aux USA. Plus précisément, c'est parce que la FED a élevé son taux d'intérêt nominal dans une proportion inférieure à un pour un à toutes les hausses de l'inflation anticipée (5), que l'inflation s'est accélérée. En effet, les décisions d'investissement sont prises sur la base du taux d'intérêt réel anticipée. Dès lors, une hausse du taux d'intérêt nominal de court terme en réponse à une hausse de l'inflation anticipée dans une proportion inférieure a conduit à une baisse du taux d'intérêt réel. Ainsi, plutôt que de refroidir l'activité et infléchir les prix, la politique monétaire alimenterait la surchauffe et l'inflation. Les auteurs montrent que si cette nécessité est bien comprise et mise à l'œuvre depuis Volcker cela n'était pas le cas sous l'ère pré-Volcker. L'inflation élevée qui exista pendant cette période n'était donc pas due à une volonté délibérée de la banque centrale de stimuler la production au-dessus de son niveau naturel (comme chez Barro-Gordon) mais à une réponse insuffisamment active de la politique monétaire aux anticipations d'inflation.

Il est vraisemblable que chacune de ces interprétations expliquent une partie de la forte inflation des années 70 (certainement aux États-Unis mais aussi en Europe) et il est également vraisemblable que l'importance et la portée des analyses à la Barro-Gordon ont été exagérées. Aujourd'hui, il semble bien qu'aucune des grandes banques centrales ne cherchent à faire de l'inflation surprise. L'indépendance des banques centrales octroyées dans quasiment tous les pays au cours des années 90 a certainement contribué à cet état de fait. En rompant avec le courant initié par Kydland-Prescott (1977) et Barro-Gordon (1983), la nouvelle littérature sur la politique monétaire née avec les travaux de Taylor essaie de coller d'avantage aux réalités empiriques. Entre autre, elle considère des banques centrales conscientes du fait qu'elles ne peuvent pas raisonnablement pousser la production au-dessus de son niveau potentiel.

(5) Voir le chapitre 4 pour un développement plus approfondi de ce type d'analyse.

ANNEXE

Le modèle de Barro-Gordon (1983) : Mise en évidence de l'incohérence temporelle de la politique monétaire

Le modèle est écrit sous forme linéaire et nous nous limitons dans un premier temps au jeu statique.

L'offre agrégée dépend de manière positive de l'inflation non anticipée. Elle s'écrit :

$$y_t = \bar{y} + \alpha (\pi_t - E_{t-1} \pi_t) \quad (1)$$

(y_t) est le (log du) revenu de la période t , \bar{y} la production potentielle ou naturelle, π_t (resp $E_{t-1} \pi_t$) est le taux d'inflation (resp. le taux d'inflation de la période t anticipé par le secteur privé en $t-1$) tel que $\pi_t = p_t - p_{t-1}$. E_{t-1} est l'opérateur d'espérance conditionnelle à l'information disponible au temps $t-1$. Dans ce modèle, la politique monétaire consiste dans le choix par la banque centrale du taux d'inflation π_t . p

Le modèle statique

La banque centrale est supposée avoir les mêmes préférences que la collectivité. La fonction de perte instantanée que l'autorité monétaire cherche à minimiser est donc celle de la collectivité (6), qui s'articule autour de deux objectifs conflictuels : la réduction de l'inflation et la stimulation de la production. C'est donc une fonction semi-quadratique (linéaire par rapport à la production), valorisant un écart positif de la production par rapport à son niveau naturel (pénalisant un écart négatif) et pénalisant les écarts d'inflation à la baisse comme à la hausse. Elle s'écrit :

$$\Lambda_t = a (\bar{y} - y_t) + \frac{1}{2} (\pi_t - \bar{\pi})^2 \quad (2)$$

$\bar{\pi}$ est le niveau d'inflation retenu par la banque centrale. Le paramètre a associé à l'objectif de production mesure le taux marginal de substitution de la production à l'inflation ou le poids relatif attribué à l'objectif de production par rapport à l'objectif d'inflation. Intégrant (1) dans (2), nous avons

$$\Lambda_t = a\alpha(\pi_t - E_{t-1} \pi_t) + \frac{1}{2} (\pi_t - \bar{\pi})^2$$

où le premier terme correspond au « bénéfice » en production d'une inflation surprise et où le second terme représente le coût d'une inflation supérieure à sa cible.

L'engagement

Admettons dans un premier temps que l'autorité monétaire annonce un taux d'inflation π^* et que le secteur privé y croît de sorte que $\pi^* = E_{t-1} \pi_t$. La banque centrale tient son engagement signifiant que $\pi_t = E_{t-1} \pi_t$. Dans ce cas, l'autorité monétaire pour le choix de π résoud le programme suivant

$$\underset{\pi_t}{\text{Min}} \Lambda_t \text{ sous la contrainte } \pi_t = E_{t-1} \pi_t = \pi^*$$

La résolution du programme conduit alors à $\pi_t^{eng} = E_{t-1} \pi_t = \pi^* = \bar{\pi}$, $y_t^{eng} = \bar{y}$ et $\Lambda_t^{eng} = 0$. La production et l'inflation sont à leurs niveaux cibles et les pertes subies par la société sont nulles.

La tricherie

Envisageons à présent le cas où la banque centrale renie son annonce π^* . C'est-à-dire qu'au moment de choisir le taux d'inflation, elle renonce à son engagement pour adopter

(6) Voir Rogoff (1985) par exemple, pour une banque centrale disposant d'une fonction objectif différente de celle de la société mais dont l'objectif ultime reste la minimisation des pertes sociales.

un comportement discrétionnaire. Le programme à résoudre par la banque centrale est alors le suivant :

$$\underset{\pi_t}{\text{Min}} \Lambda_t \text{ sous la contrainte } E_{t-1}\pi_t = \pi^*$$

La solution de ce programme est donnée par :

$$\begin{aligned} \pi_t^{tr} &= a\alpha + \bar{\pi} \\ y_t^{tr} &= \bar{y} + a\alpha^2 \\ \Lambda_t^{tr} &= -\frac{1}{2} a^2 \alpha^2 \end{aligned}$$

L'équilibre discrétionnaire

La dernière configuration du jeu statique que nous envisageons est l'équilibre discrétionnaire. La banque centrale n'est pas crédible et les agents anticipent le taux d'inflation duquel la banque centrale n'a pas d'intérêt à dévier. Cela revient à ce qu'ils résolvent le programme de l'autorité monétaire avant de former leurs anticipations. Toute annonce de la part de la banque centrale devient inutile (inopérante) puisque celle-ci n'est pas prise au sérieux. Le programme à optimiser est à présent le suivant :

$$\underset{\pi_t}{\text{Min}} \Lambda_t \text{ sous la contrainte } E_{t-1}\pi_t = \pi_t$$

ce qui mène à :

$$\begin{aligned} \pi_t^{dis} &= \bar{\pi} + a\alpha \\ y_t^{dis} &= \bar{y} \\ \Lambda_t^{dis} &= -\frac{1}{2} a^2 \alpha^2 \end{aligned}$$

L'autorité monétaire n'a aucun intérêt à dévier de cet équilibre dans la mesure où à l'équilibre la perte marginale due à un surcroît d'inflation s'égalise à la marge au gain en production.

Le jeu répété à l'infini

Envisager le jeu entre autorité monétaire et secteur privé (ou marché) comme un jeu à un seul coup (statique) est réducteur de la réalité. Dans les faits, ces deux entités sont amenées à confronter leurs stratégies de façon très répétitives. Ainsi, avant chaque réunion de la banque centrale, les marchés anticipent, justement ou pas, la décision que prendra cette dernière en ce qui concerne le niveau des taux directeurs. Suivant leurs anticipations, ils réajustent l'allocation de leur portefeuille. Pour les syndicats, la fréquence du jeu avec les autorités monétaires n'est peut être pas aussi rapprochée car les négociations salariales ont plutôt lieu une fois par an. Néanmoins, le problème est similaire. Cherchant à anticiper l'inflation pour l'année (où les années à venir), ils sont amenés à prévoir la politique monétaire menée sur cet horizon.

On se place donc maintenant dans le cas où le jeu statique est répété de manière infinie. La fonction de perte intertemporelle actualisée que cherche à minimiser la banque centrale s'écrit alors sous la forme d'une suite géométrique (sur les pertes courante et futures) de raison inférieure à 1 (le facteur d'actualisation) :

$$L = \sum_{t=0}^{+\infty} \beta^t \Lambda_t$$

avec β le facteur d'actualisation compris entre 1/2 et 1. (7)

Les agents privés forment ainsi leurs anticipations d'inflation selon le processus, assimilables à une règle de décision spécifiant des réponses stationnaires compte tenu des actions passés de la banque centrale, suivant :

(7) Le facteur d'actualisation est une fonction décroissante de la préférence pour le présent. Il s'écrit sous la forme $\beta = 1/(1 + \rho)$ où ρ est le taux de préférence pour le présent.

$$E_{t-1}\pi_t = \begin{cases} \pi^{eng} & \text{si } \pi_{t-i} = E_{t-i-1}\pi_{t-i} \quad \forall i > 0 \\ \pi^{dis} & \text{sin on} \end{cases}$$

Le mécanisme incitatif est tel qu'une seule trahison à l'engagement de la part de la banque centrale suffit pour lui faire perdre de manière irrémédiable sa crédibilité et provoquer un retour à l'équilibre discrétionnaire jusqu'à la fin des temps. L'engagement est crédible si l'inégalité suivante est satisfaite (8) :

$$\Lambda^{tr} - \Lambda^{eng} \hat{=} \sum_{\tau=0}^{+\infty} \beta^\tau [\Lambda^{eng} - \Lambda^{dis}] \quad (3)$$

Le gain de la tricherie à la période t est : $\Lambda^{tr} - \Lambda^{eng} = -\frac{1}{2}a^2\alpha^2$

La perte à la période $t+1$ issue de la tricherie à la période t est : $\sum_{\tau=0}^{+\infty} \beta^\tau [\Lambda^{eng} - \Lambda^{dis}] = -\frac{\beta}{1-\beta} [\frac{1}{2}a^2\alpha^2]$

Pour que l'inégalité (3) soit vérifiée, (9) il convient que l'on ait $\frac{1}{2}a^2\alpha^2 \left[1 - \frac{\beta}{1-\beta} \right] < 0$, soit $\beta > 1/2$, ce qui est vrai par hypothèse. La mise en œuvre de la solution optimale sous engagement du jeu statique est alors temporellement cohérente dans le cadre du jeu répété.

On envisage à présent, à l'instar de Barro-Gordon, un secteur privé qui adopte comme stratégie de formation de ces anticipations d'inflation un mécanisme dissuasif punissant un écart de la banque centrale seulement qu'une période (stratégie de type « un prêté » pour un rendu ou « tit for tat »), donc avec des représailles moins violentes de la part des agents privés que dans le cas précédent.

La stratégie du secteur privé peut alors s'écrire sous la forme :

$$E_{t-1}\pi_t = \begin{cases} \pi^{dis} & \text{si } \pi_{t-1} > E_{t-1-1}\pi_{t-1} \\ \pi^{eng} & \text{sin on} \end{cases}$$

A présent, l'application de π^{eng} est crédible si l'inégalité suivante est satisfaite :

$$\Lambda^{tr} - \Lambda^{Eng} \hat{=} \beta [\Lambda^{Eng} - \Lambda^{dis}] \quad (4)$$

Ce qui peut encore s'écrire $\frac{1}{2}a^2\alpha^2[1-\beta] < 0$. On s'aperçoit que dans la présente configuration vu que $b < 1$, que la solution optimale sous engagement du jeu statique reste temporellement incohérente. Le coût de la représaille « infligé » par les agents privés à la banque centrale n'est pas suffisamment important (et n'est donc pas crédible) pour qu'il soit optimal pour la banque centrale d'appliquer π^{eng} .

– Existe-t-il malgré tout des stratégies alternatives crédibles à l'application de la politique monétaire $\pi^{eng} = \bar{\pi} = \pi_t$ meilleure que la solution discrétionnaire du jeu statique tel que l'on ait $\bar{\pi} < \pi^{tr(alt)} < \pi^{dis}$?

Les pertes à l'équilibre discrétionnaire sont les mêmes que lors des exercices précédemment envisagés. Les pertes inhérentes à l'application de la stratégie alternative sont égales à $\Lambda^{alt} = \frac{1}{2}(\pi^{alt} - \bar{\pi})^2$.

Celles subies par la société lorsque la banque centrale s'écarte de π^{alt} pour adopter un comportement de triche π^r s'élèvent à :

(8) Cette stratégie est crédible dans la mesure où un manquement de la banque centrale à son annonce conduirait à l'application d'une décision qui serait du point de vue des agents privés de leur intérêt d'exécuter.

(9) On utilise le résultat suivant : $\sum_{\tau=1}^{+\infty} \beta^\tau = \frac{\beta}{1-\beta}$.

$$\Lambda^{tr(alt)} = -a\alpha(\pi^{tr} - \pi^{alt}) + \frac{1}{2}(\pi^{tr} - \bar{\pi}) = -\frac{1}{2}a^2\alpha^2 + a\alpha[\pi^{alt} - \bar{\pi}]$$

Développant alors l'expression (4 bis) soit $\Lambda^{tr(alt)} - \Lambda^{alt} \hat{=} \beta [\Lambda^{alt} - \Lambda^{dis}]$ et posant $x = \pi^{alt} - \bar{\pi}$, on obtient un polynôme de degré 2 donc les solutions sont données par :

$$\lambda_1 = a\alpha$$

$$\lambda_2 = \frac{a\alpha(1-\beta)}{1+\beta}$$

Alors, les stratégies tel que le taux d'inflation appliqué par la banque centrale est compris dans l'intervalle $\left[\frac{a\alpha(1-\beta)}{1+\beta} + \bar{\pi}, a\beta + \bar{\pi} \right]$ sont toutes des stratégies crédibles. La stratégie $\frac{a\alpha(1-\beta)}{1+\beta} + \bar{\pi}$ est alors la meilleure à mettre en œuvre pour la banque centrale.

Bibliographie

Artus P. (1987) : « Fixation de l'objectif monétaire et réputation de la banque centrale », Revue Economique, vol 38, n° 2, pp 807-835.

Barro R.-J. et Gordon D.-B. (1983) : « Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy », Journal of Monetary Economics, Vol. 12, pp 101-121.

Clarida R., Gali J. et Gertler M. (1998) : « Monetary policy rules and macro-économique stability : evidence and some theory », Discussion paper n° 1908, CEPR, juin.

Fisher S. (1984) : « Rules Versus Discretion in Monetary Policy », Handbook.

Kydland F. et C. Prescott (1977) : « Rules rather than Discretion : the Inconsistency of Optimal Plans », Journal of Political Economy, vol 85, n° 3, pp 473-491.

Poole (1999) : Monetary Policy Rules ? Review, Federal Reserve Bank of Saint-Louis, Mars-Avril.

Rogoff K. (1985) : « The Optimal Degree of Commitment to in Intermediate Monetary Target », Quaterly Journal of Economics, 100, pp 1169-1190.

Sargent T. (1999) : The Conquest of American Inflation, Princeton University Press, New Jersey.

Sauviat A. (1992) : Politique monétaire optimale, thèse, PUF, Limoges.

Taylor J. (1993) : « Discretion versus policy rules in practice », Carnegie-Rochester Series on Public Policy, n° 39, pp 195-214.

Taylor J. (1996) : How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability ? – Conceptual Issues, Kansas.

CHAPITRE 3

LA RÈGLE DE TAYLOR

3.1 LA RÈGLE DE TAYLOR ORIGINALE

Sur la base de ce qu'il juge être les évidences empiriques de la politique monétaire (la politique monétaire ne doit être qu'un vecteur de la stabilisation macroéconomique), Taylor (1993) propose une fonction de réaction pour la banque centrale américaine très simple mais collant assez bien aux données américaines. Cette fonction de réaction fait dépendre les mouvements du taux d'intérêt de court terme (l'instrument de la banque centrale) aux écarts de la production de son niveau potentiel et de l'inflation de sa cible. Elle est aujourd'hui connue sous le nom de « règle de Taylor » (1). S'il n'est pas le premier à avoir envisager un tel comportement de la part d'une banque centrale (de la FED, en l'occurrence), il est le premier à avoir institutionnaliser cette manière de concevoir les réactions de la politique monétaire en termes clairs.

La règle de Taylor sous sa forme originelle s'écrit sous la forme suivant (Taylor, 1993).

$$i = 2 + \pi + 0.5 y + 0.5 (\pi - 2)$$

où i est le taux d'intérêt nominal de court terme (taux des fonds fédéraux pour les Etats-Unis) que la banque centrale manipule par ses opérations d'open market ; π le taux d'inflation calculé sur les quatre derniers trimestres ; y l'écart en pourcentage de la production effective de son niveau potentiel ($(100 y - y^*) / y^*$). Taylor considère sur la base d'estimation sur la période (84 : 1 à 92:3) une tendance (y^*) pour la production réelle égale à 2.2 %. La cible d'inflation est posée par Taylor égale à 2 % tout comme le taux d'intérêt réel qui est ainsi proche du taux de croissance de long terme (premier terme à droite de l'égalité) (2). Les coefficients de réaction du taux d'intérêt aux écarts de production et d'inflation sont identiques et posés égaux à 0.5 même si la réaction à l'inflation est de l'ordre de 1.5.

Le fonctionnement de cette règle est aisé à comprendre. La banque centrale contrôle le taux d'intérêt dans le but d'annihiler les effets des chocs sur l'inflation et la production. Une élévation du taux d'inflation au-delà de sa cible et /ou une hausse de la production réelle au-dessus de la production potentielle nécessite ainsi une élévation du taux d'intérêt nominal de court terme (du taux directeur). L'introduction de l'écart de production dans cette règle ne signifie pas forcément qu'il est un objectif en tant que tel de la banque centrale. En effet, l'output-gap courant étant un élément important des tensions inflationnistes futures, l'output gap introduit dans la règle peut être vu comme un indicateur avancé de l'inflation. Etant donné les effets retardés de la politique monétaire sur l'activité et les prix (du fait de la présence de rigidités dans l'économie), il peut alors être judicieux de réagir aux déséquilibres sur le marché des biens (sans que ceux-ci soient réellement un objectif de la banque centrale) avant même qu'ils aient affecté les prix.

Taylor montre que la simulation de sa règle sur la période (1987 à 1992) « colle » assez bien à l'évolution du taux des fonds fédéraux, en dehors de la période particulière du krach de 1987. Néanmoins, il reconnaît que sa règle pourra être améliorée notamment par le raffinement des coefficients de réaction (choisie de manière arbitraire mais comme il l'écrit « reproduisant convenablement le comportement passé des autorités monétaires américaines »). (3)

(1) En quelque sorte, c'est par l'expérimentation que Taylor a défini pour la FED une fonction de réaction capable de reproduire assez bien l'évolution des taux à 3 mois aux Etats-Unis sur la période 87-92. De manière abusive, cette fonction de réaction a été rapidement érigée en règle de décision. Dans l'encadré 3.1 nous explicitons ce que nous percevons comme différence entre une règle et une fonction de réaction.

(2) Cela revient implicitement à adhérer à la règle d'or de Solow selon laquelle, le long du sentier de croissance d'équilibre, le taux d'intérêt réel est égal au taux de croissance de l'économie.

(3) La recherche des coefficients de réaction optimaux sera un objet important des études ultérieures mais au moins tout autant la forme fonctionnelle de la règle interrogera les économistes, comme nous le verrons par la suite.

3.2 UN DÉBUT DE GÉNÉRALISATION DE LA RÈGLE DE TAYLOR

Goldman Sachs a légèrement modifié la règle de Taylor initiale en y intégrant les anticipations d'inflation et en insistant davantage sur le concept de taux d'intérêt réel d'équilibre ou neutre. Sa version, qui est la version popularisée de la règle de Taylor, s'écrit sous la forme

$$i = r^* + \pi^e + 0.5 \gamma + 0.5 (\pi - \bar{\pi})$$

où i est le taux d'intérêt nominal de court terme (souvent le taux à trois mois dans la pratique). En projection, l'inflation anticipée est souvent prise égale à la dernière connue du glissement annuel ou à la moyenne mobile des glissements des quatre trimestres précédents le trimestre courant. Plus intéressant est de calculer l'anticipation de l'inflation à partir d'un modèle économétrique ou d'utiliser les valeurs données par le « Consensus Forecasts » (4). r^* est le taux d'intérêt neutre. Ce dernier correspond au taux d'intérêt compatible avec un écart de production et un écart à la cible d'inflation égaux à zéro.

La confrontation du taux calculé à partir de la règle de Taylor au taux de marché permet d'apprécier l'orientation de la politique monétaire au regard des conditions économiques fondamentales. A ce titre, cette règle semble être aujourd'hui un des guides pour les banques centrales occidentales pour déterminer si elle doit plutôt desserrer la politique monétaire ou au contraire la durcir ou bien encore ne rien changer. C'est en tout cas bien souvent dans ce sens que la perçoivent les observateurs des banques centrales.

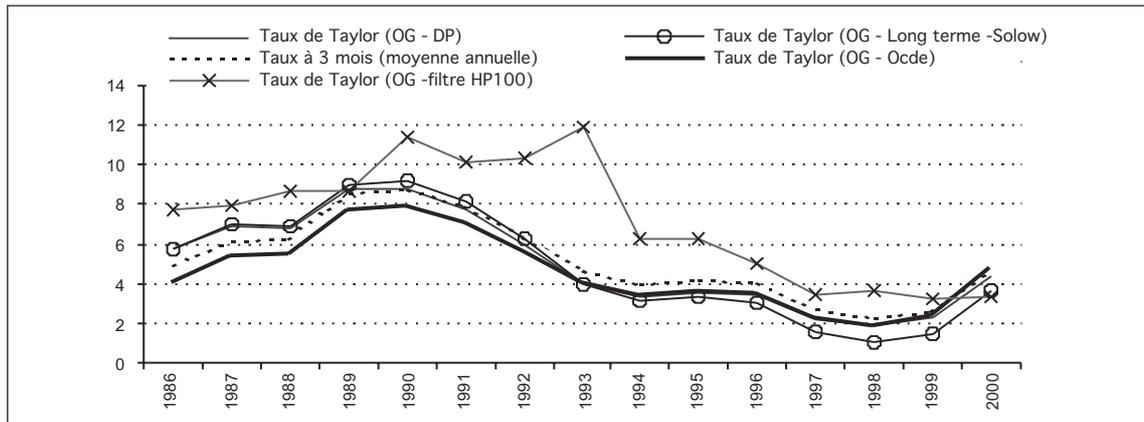
Les deux problèmes majeurs dans la mise en œuvre de la règle de Taylor, reconnus entre autres par A Greenspan (1997, voir Taylor 98), résident dans l'estimation du taux d'intérêt réel neutre et de la production potentielle, qui sont deux variables que ne peuvent observer les banques centrales au moment de prendre leurs décisions. Taylor en accord avec le principe de la règle d'or de Solow considère le taux d'intérêt réel neutre équivalent (ou presque) au taux de croissance tendanciel de l'économie (5). Goldman Sachs, partant de l'idée que sur longue période la politique monétaire est neutre en moyenne, s'appuie sur la moyenne du taux d'intérêt réel des dix dernières années pour calculer le taux d'intérêt réel neutre. Ces deux mesures conduisant à des valeurs très sensiblement différentes, il est souvent pris un mélange arbitraire des deux valeurs dans les estimations. Les estimations du taux de croissance potentiel (et de l'output gap plus largement) sont également soumises à de profondes disparités selon qu'elles sont effectuées par modélisation ou par estimation d'une tendance et selon l'horizon temporel sur lequel elle se place (6). Par conséquent, le « taux de Taylor » est sensible aux mesures de ses variables et de ce fait les choix effectués pour leur calcul ne sont pas forcément neutre sur l'appréciation (issue de la confrontation du taux observé et du taux de Taylor) que l'on peut apporter à la politique monétaire (restrictive ou contraire expansionniste) aux regards des données macroéconomiques fondamentales. Le graphique suivant vise à montrer cela.

(4) Pour une institution ou un organisme autre qu'une banque centrale car comme nous aurons l'occasion d'en rediscuter par la suite, une réaction des taux directeurs à des variables anticipées par les marchés peut entraîner des problèmes de circularité, tel que la politique monétaire courante dépende de variable elle-même endogène à la politique monétaire.

(5) A l'équilibre stationnaire du modèle de Solow, le taux d'intérêt réel est égal au taux de croissance de l'économie, lui-même fonction du progrès technique et du taux de croissance de la population active. Il n'empêche que le problème de la détermination du taux d'intérêt réel d'équilibre introduit dans la règle de Taylor est certainement encore plus complexe. En effet, nous avons vu précédemment que les mesures de l'output gap dépendaient de l'horizon sur lequel l'on se plaçait. Dans cette perspective, un output gap défini à court-moyen terme (prenant en compte l'accumulation du capital) ne devrait vraisemblablement être associé au taux d'intérêt réel de long terme tel qu'on le comprend dans un modèle de type Solow.

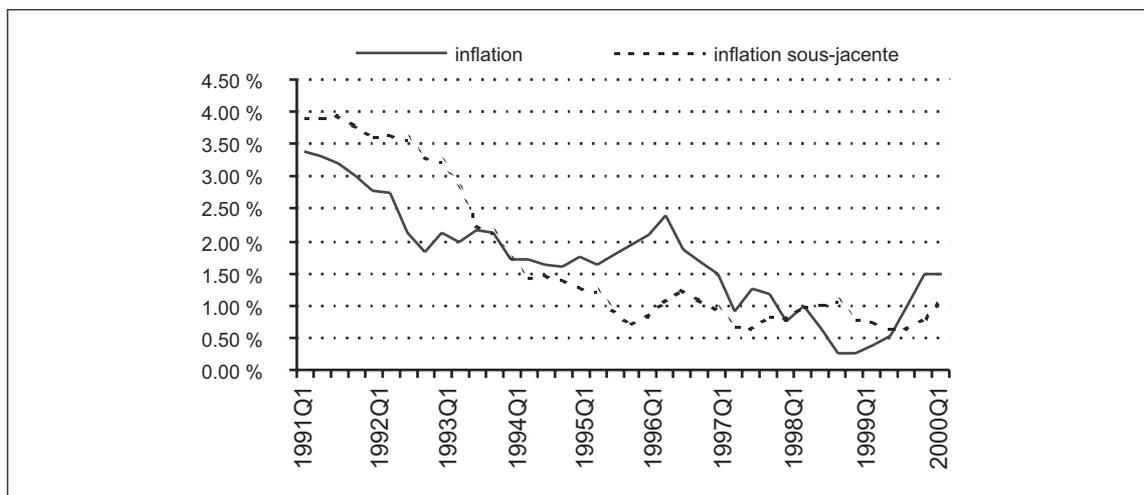
(6) Drumetz et Verdelhan (1997) révèlent que les estimations de l'écart de PIB, calculées par la Banque de France, Goldman Sachs ou la direction de la Prévision allaient, en 1995, de -0,5 % à -3,5 % pour la France. Orphanides et van Norden (1999) et Orphanides, Porter, Reifschneider, Tetlow et Finan (1999) évaluent la robustesse des estimations d'output gap en temps réel. Ils concluent à une très faible robustesse de ces estimations, notamment en raison de la difficulté d'estimation de la production potentielle, les révisions ex-post de l'output gap étant du même ordre de grandeur que l'output gap lui-même. Une implication de cette incertitude pour la politique monétaire serait alors de diminuer le poids attaché à la stabilisation de l'output gap dans la fonction de réaction de la banque centrale. Ces auteurs notent aussi que les révisions des mesures de l'inflation sont relativement plus faibles.

Taux de Taylor selon différentes méthodes de calculs de l'output gap



3.3 RÈGLE DE TAYLOR BASÉE SUR L'INFLATION SOUS-JACENTE

Les économistes envisagent parfois la règle de Taylor en intégrant non pas l'inflation des prix à la consommation mais l'inflation sous-jacente (cœur de l'inflation) (7). L'intérêt a priori de cet indicateur est qu'il permet alors d'appuyer la politique monétaire sur une inflation purgée des chocs les plus transitoires. Bien que selon les pays, ils puissent y avoir des définitions légèrement différentes de l'inflation sous-jacente un trait commun est d'y exclure les prix des biens alimentaires et énergétiques (par exemple, les produits frais, en fait les fruits et les légumes, pour les premiers et les produits pétroliers pour les seconds) en raison de leurs très grandes volatilités. La distinction inflation des prix à la consommation /inflation sous-jacente peut ainsi conduire à des interprétations très différentes quant à l'orientation de la politique monétaire. C'est par exemple le cas durant l'année 2000 où les prix de l'énergie (pétrole) connaissent une hausse importante. Ainsi, en mars 2000, l'écart entre le taux de Taylor estimé à partir de l'inflation des prix à la consommation et le taux à trois mois était de 0,7 % alors que ce même écart avec un taux de Taylor calculé à partir de l'inflation sous-jacente était seulement de 0,2 % (8).



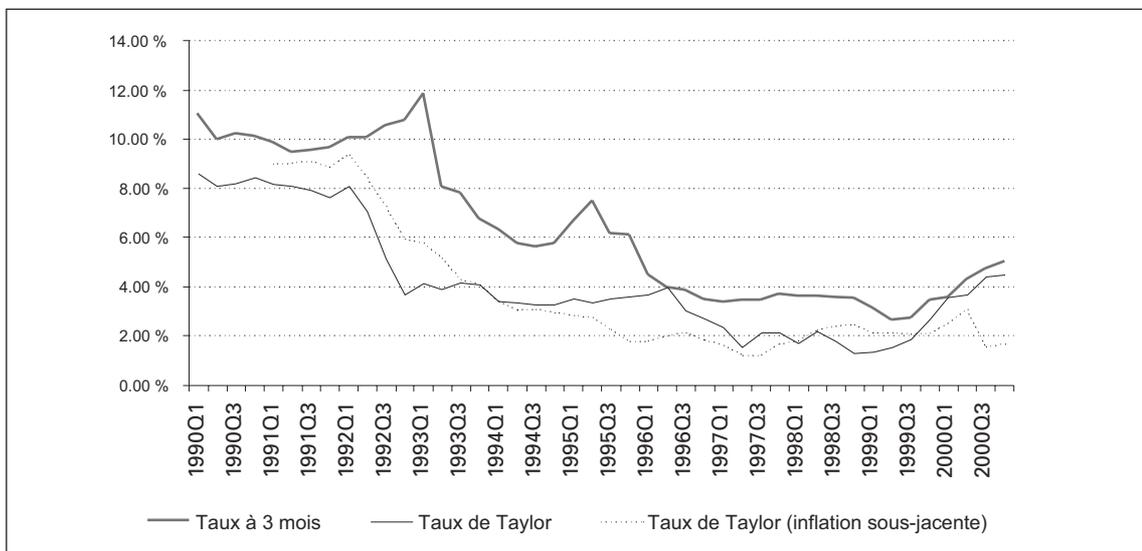
(7) L'inflation sous-jacente n'admet pas de définition théorique unifiée. Le principe général est de purger la série d'inflation de l'effet des chocs transitoires. Le Bihan et Sédillot (1999) recensent quatre approches et définition de l'inflation sous-jacente. Cependant, c'est celle qui consiste en l'exclusion de certains postes (ceux dont les mouvements sont reconnus comme étant les plus erratiques) qui paraît la plus usitée. Pour la France, l'indice d'inflation sous-jacente publié par l'Insee exclut les produits frais, l'énergie, le tabac et les services publics. Il est également corrigé de l'impact des taxes indirectes afin d'éliminer l'effet d'une mesure dont l'impact sur le taux de croissance des prix est purement ponctuel.

(8) Fin 1998, le fort recul des prix de l'énergie a conduit l'inflation des prix à la consommation en-dessous de l'inflation sous-jacente (de 1,1 % environ). En 2000, la hausse de ces mêmes prix à l'énergie, a mené à une hiérarchie opposée (à peu près du même ordre de grandeur).

La principale difficulté réside donc dans le fait de savoir si les effets de ces chocs, comme lors d'un choc pétrolier, se limiteront aux seuls prix de ces biens ou se diffuseront à l'ensemble des autres biens notamment à travers les négociations salariales (boucle prix - salaires). Si la hausse du prix du baril de pétrole n'est que temporaire et ne se diffuse pas à l'ensemble de l'économie via dans la boucle prix-salaire (l'inflation sous-jacente reste stable), il paraît plus approprié de s'attacher à l'inflation sous-jacente. Dans le cas, où ils se propagent aux prix des autres biens (et ensuite aux salaires), il devient absolument nécessaire d'y répondre et donc de se baser sur l'inflation des prix à la consommation. La difficulté dans ce type d'analyse est par conséquent de déterminer suffisamment tôt le caractère temporaire ou durable du choc. En effet, si la banque centrale attend de voir si le choc affecte l'inflation sous-jacente pour y répondre, il peut être, compte tenu des délais d'action de la politique monétaire (6 à 8 mois au minimum), trop tard.

Les graphiques ci-dessous retracent pour la France et la zone euro, les évolutions du taux donné par la règle de Taylor (par rapport à l'inflation des prix à la consommation et à l'inflation sous-jacente) et du taux à trois mois (qui est une bonne approximation du taux instrument) :

Taux courts en France



Taux courts de la zone euro



Le mérite principal de la règle de Taylor est sa simplicité. Néanmoins, l'incertitude concernant les évaluations du taux d'intérêt réel neutre et de la production potentielle (en plus de l'incertitude sur la valeur optimale des coefficients de réaction et sur la nature et l'horizon des variables à intégrer) suppose d'utiliser la règle de Taylor et ses éventuelles prescriptions avec beaucoup de circonspection. La règle de Taylor doit être considérée comme un outil indicatif et non comme une norme.

Les banques centrales utilisent très certainement une (ou des) règle(s) de type Taylor dans leurs prises de décisions, ces dernières spécifiant ainsi un(des) niveau(x) indicatif(s) pour le taux instrument. Néanmoins, il serait faux de prétendre à un comportement aussi systématique des banques centrales. Les graphiques ci-dessus montrent que si le taux à trois mois s'enroule autour du taux de Taylor, il peut subsister des écarts non négligeables. La règle de Taylor est donc un outil utile d'aide à la décision, parmi d'autres, et en aucun cas elle ne se supplée à toutes les autres considérations. Elle a l'avantage néanmoins de placer les banques centrales dans un cadre bien spécifié ce qui pour elles, est un moyen d'acquiescer une certaine visibilité. Pour autant, les banques centrales n'ont pas renoncé totalement à leur comportement discrétionnaire, refusant de « se lier totalement les mains ». Il est, en effet, impossible d'établir une règle contingente à l'ensemble des aléas possibles (bulles ou krach boursier, choc pétrolier ...) (9) et de plus la représentation du fonctionnement de l'économie demeurent incertaine. Ce qui détermine leur choix, repose, en dernier recours, sur une analyse pragmatique de toute l'information dont elles disposent. Elles s'appuient ainsi sur une batterie d'indicateurs dont la liste est certainement très longue. Elles réalisent des projections économiques issues de différents modèles structurels. Elles scrutent les indicateurs de confiance issus de données d'enquêtes réalisées auprès des consommateurs et des entreprises mais aussi les anticipations de marché. Elles attachent une attention particulière au niveau (où à l'évolution) des taux longs et notamment des taux longs « corporates » représentatifs des conditions de financement des entreprises, ainsi qu'aux autres taux de crédit. Elles regardent également avec plus ou moins d'insistance selon les banques centrales la croissance des agrégats monétaires. Elles peuvent aussi construire des indices des conditions monétaires (10).

Néanmoins, comme le soulignent Judd et Rudebush (1998), si résumer le comportement des banques centrales à l'aune d'une règle de Taylor se contentant de caractériser la réaction des autorités monétaires aux variations de prix et à l'output gap peut apparaître réducteur, un grand nombre d'études suggère qu'en dépit de leur simplicité, les spécifications de type Taylor sont capables de capter les orientations essentielles des régimes s'attachant les services d'un grand nombre de variables.

(9) Les banques centrales, et particulièrement la FED, sont amenées à prévenir – voire guérir – les crises bancaires et financières, et à ce titre, assurer une fonction de prêteur en dernier ressort, ce qui peut parfois être, à court terme, antagonique, avec l'objectif de stabilité des prix. Ce point sera davantage traité dans le chapitre 5.

(10) Le principe de l'ICM est de synthétiser en un indicateur unique les variables monétaires (et financières), en accordant à chacune un poids proportionnel à son influence sur une variable objectif intéressant la politique économique, par exemple l'activité ou l'inflation.

Encadré 3.1

Règle, discrétion et fonction de réaction

En 1984, S. Fisher écrivait le débat règles versus discrétion est vieux d'au moins 150 ans. La difficulté est qu'il a certainement changé de nature avec l'évolution de la théorie monétaire. Les termes du débat en sont devenus flou avec la distinction entre règle et discrétion.

Sans remonter 150 ans en arrière, M. Friedman (chef de file de l'école de Chicago ou indifféremment des monétaristes) prônait au début des années 1950, l'adoption par la FED d'une règle non contingente caractérisée par un taux de croissance constant pour la masse monétaire. Il bannisait toute volonté de la part de la FED de stabiliser les fluctuations cycliques de l'économie. Pour lui, une attitude discrétionnaire des banquiers centraux ne pouvaient qu'aviver l'instabilité en raison de « l'incompétence » de ces derniers dans leur compréhension des retards longs et variables des impulsions monétaires. Une critique forte formulée par ses opposants est que cette règle paraissait strictement dominée par la discrétion. Par exemple, le respect de la règle dans des circonstances économiques normales pour s'en éloigner dans des circonstances économiques particulières semble préférable.

Avec l'émergence de la littérature sur l'inconséquence temporelle de la politique monétaire (vu au chapitre 2) au milieu des années 80 une nouvelle forme de légitimité fut apportée à la règle. Comme nous l'avons vu précédemment une banque centrale agissant en discrétion produit un biais d'inflation. Dans un monde rationnel, l'arbitrage existant entre chômage et inflation non anticipée au travers de la courbe d'offre à la Lucas disparaît en même temps que son exploitation. La règle consiste donc à ce que la banque centrale se pré engage sur sa non-exploitation. La crédibilité de l'engagement est requis et conduit à la disparition du biais inflationniste.

Toutefois, c'est le travail séminal de Taylor (1993) qui marquera une véritable rupture dans la manière de concevoir une règle, avec la distinction entre règle passive et règle active. En 1998, ce dernier définissait ainsi une règle de politique monétaire « comme une description - exprimée de manière algébrique, numérique, graphique - de la façon dont les instruments de politique, tel que la base monétaire ou le taux des fonds fédéraux, changent en réponse aux variables économiques. Aussi, une règle de taux de croissance constant pour la base monétaire est un exemple de règle politique, comme l'est un plan contingent pour la base monétaire. Une description de la manière dont le taux des fonds fédéraux est ajusté en réponse à l'inflation ou au PIB réel est un autre exemple de règle politique ». Poole (1999), de manière plus générale, décrivait une règle comme « un processus de décision systématique qui utilise l'information d'une manière cohérente et prévisible ». Pour Mc Callum, l'idée selon laquelle les règles doivent être simples pour être pertinentes dans la pratique doit être rejetée et rien dans le concept moderne de règle monétaire exige d'une banque centrale qu'elle poursuive une politique invariante à l'état de l'économie.

CHAPITRE 4

LES POLITIQUES DE CIBLAGE DE L'INFLATION (INFLATION TARGETING)

Les politiques monétaires de certains des principaux pays occidentaux ont longtemps poursuivi des objectifs intermédiaires monétaires. Cependant, au cours des années 80, les banques centrales ont peu à peu accordé moins d'importance à de tels objectifs en raison de la volatilité persistante des agrégats de monnaie engendrée par les mutations du système financier. Pour d'autres pays, comme les pays anciennement du SME à l'exclusion de l'Allemagne, l'ancre nominale de la politique monétaire consistait dans le maintien d'un taux de change fixe. La difficulté avec ce type d'approche est que les taux de change peuvent rapidement faire l'objet de mésalignement et les politiques poursuivies être totalement inadaptées aux situations domestiques.

Certaines banques centrales se sont alors tournées vers un objectif explicite d'inflation, alors ressenti comme une nécessité à l'ancrage des anticipations d'inflation. Ainsi, dans les années 90, plusieurs pays, à la suite de la Nouvelle-Zélande et du Canada, ont axé leur politique monétaire sur la réalisation de cibles explicites en matière d'inflation.

L'objectif ici n'est pas de faire une recension des spécificités individuelles de toutes les banques centrales ayant adopté une politique de ciblage de l'inflation (1). Il s'agit plutôt de décrire les raisons importantes qui ont guidé ce choix, les principales caractéristiques et l'influence des politiques de ciblage de l'inflation sur la manière dont les autorités monétaires rendent compte de leurs actions.

4.1 ESSOR ET LIGNES FORCES DES POLITIQUES DE CIBLAGE DE L'INFLATION

Dans leur grande majorité, toutes les banques centrales ayant adopté le ciblage de l'inflation comme stratégie connaissaient, à des degrés divers, des problèmes dans la stabilisation de l'inflation. C'est la banque centrale de Nouvelle-Zélande, en mars 1990, qui a ouvert la voie en instaurant cette nouvelle façon de concevoir et d'appréhender la politique monétaire. Dans bien des cas, il se peut qu'au niveau pratique, l'adoption des cibles d'inflation n'est consistée qu'en une formalisation d'une stratégie qui était déjà plus ou moins en place.

Selon la terminologie de Bernanke, Laubach, Mishkin et Posen (1999), la stratégie de ciblage de l'inflation est une structure (2) pour la politique monétaire caractérisée par l'annonce publique (3) de cibles quantitatives officielles (ou des fourchettes cibles) pour le taux d'inflation à une ou plusieurs échéances ainsi que par l'annonce explicite d'un niveau d'inflation prédéfini faible et stable comme objectif premier de la politique monétaire à moyen-long terme (4). A cause des délais, parfois importants, dans sa transmission aux variables macroéconomiques, la politique monétaire menée par les banques centrales ciblant l'inflation de manière explicite s'inscrit résolument dans un esprit prospectif, en faisant de la publication (plus ou moins détaillée selon les pays, par exemple très détaillée en Nouvelle-Zélande, moins détaillée au Canada) des projections d'inflation

(1) Le tableau de l'annexe 4.1 établit quelques traits généraux concernant les banques centrales retenant une telle stratégie et met en lumière quelques-unes des différences qui restent cependant minimes.

(2) Nous reverrons plus loin en détail ce point.

(3) Le processus commence alors normalement par la diffusion d'un communiqué conjoint de la banque centrale et du gouvernement (habituellement le Ministère des Finances) fixant un objectif explicite à atteindre sur une période donnée.

(4) La mesure d'inflation qui est ciblée peut varier selon les pays mais il est fait généralement référence à un indice large des prix tel qu'un indice des prix à la consommation. La cible retenue est généralement proche de 2 %.

un élément déterminant de leur stratégie. En lien direct avec le caractère prospectif de la prise de décision, cette approche de la politique monétaire accorde une importance considérable à la communication des intentions de politique au public. Par le biais de ce qui est parfois dénommé le canal des anticipations, le but de la banque centrale est d'orienter et de stabiliser les anticipations d'inflation à un niveau peu élevé.

Les partisans de cette stratégie estiment qu'en imposant une structure conceptuelle et sa discipline à l'action de la banque centrale, mais sans éliminer toute flexibilité, le ciblage de l'inflation combine certains des avantages traditionnellement attribués aux règles (au sens traditionnel) à ceux reconnus à la discrétion. Il permet ainsi d'orienter efficacement les anticipations d'inflation tout en autorisant la banque centrale à manipuler ses instruments pour répondre à des chocs imprévus. Dès lors, pour Bernanke et alii, le ciblage de l'inflation inscrirait la politique monétaire dans un environnement qu'il qualifie de discrétion contrainte. Nous partageons leur avis tout en ayant à l'esprit que discrétion contrainte et règle active sont deux termes pouvant recouvrir le même comportement de la part d'une banque centrale.

4.2 L'INFLATION PRÉVUE COMME CIBLE INTERMÉDIAIRE

Le ciblage de l'inflation est difficile à mettre en œuvre, en raison du contrôle retardé et imparfait de l'inflation qu'ont les banques centrales.

Premièrement, l'inflation courante est essentiellement prédéterminée par des contrats et des décisions antérieures, signifiant que la banque centrale peut seulement affecter l'inflation future. Des retards longs et variables en même temps qu'une force variable dans les effets de la politique monétaire sur l'inflation future rendent alors les décisions sur la formation de l'instrument courant difficile. De plus, l'inflation est affectée par des facteurs autres que la politique monétaire. Notamment, des chocs peuvent survenir à l'intérieur du retard de contrôle, c'est-à-dire entre la manipulation de l'instrument et son effet sur l'inflation.

Deuxièmement, le contrôle imparfait de l'inflation rend le contrôle et l'évaluation de la politique monétaire par le public difficile. Par exemple, avec un retard de contrôle de 18 mois à 2 ans, il apparaît que la politique monétaire courante ne peut pas être évaluée jusqu'à ce que l'inflation réalisée ait été observée 18 mois à 2 ans plus tard. Le problème est que l'inflation réalisée est le résultat de facteurs autres que la politique monétaire, et en particulier de perturbations auxquelles la politique monétaire n'a pas pu répondre à cause du retard de contrôle. Aussi mesurée la performance de la politique monétaire n'est pas facile, d'autant que la banque centrale peut argumenter que la déviation de l'inflation effective de la cible d'inflation est due à des facteurs extérieurs au contrôle et qu'elle n'est pas responsable de la déviation.

Dès lors, avec la mise en œuvre, le contrôle et l'évaluation rendu plus délicat, la responsabilité de la banque centrale est d'autant moins engagée, le mécanisme d'engagement affaibli et le problème de la crédibilité potentiellement renforcé.

La solution, qui n'est pas originale, à cette stratégie de ciblage de l'inflation réside dans le ciblage de l'inflation prévue. Le ciblage de l'inflation implique le ciblage de l'inflation prévue, la prévision d'inflation de la banque centrale devenant un objectif intermédiaire. Rendre cela explicite simplifie à la fois la mise en œuvre et le contrôle de la politique monétaire. La prévision d'inflation de la banque centrale est une cible intermédiaire idéale : c'est par définition la variable courante qui est la plus corrélée avec l'objectif, la plus contrôlable et qui peut être rendue plus observable que l'objectif. Elle peut aussi être rendue plus transparente et peut ainsi faciliter la communication de la banque centrale avec le public en même temps que la compréhension de la politique monétaire par ce dernier.

Ainsi, la banque centrale manipule ses instruments (les taux d'intérêts directeurs) à une date donnée à un niveau qui ramènera l'inflation prévue (par exemple pendant l'année ou dans les deux ans qui viennent) à un niveau proche de la cible à atteindre. L'inflation prévue sert d'objectif intermédiaire, l'écart à combler entre le taux d'inflation prévue et le taux cible déterminant le choix de l'action à mener.

L'inflation prévue retenue est le résultat de l'expertise d'une batterie d'indicateurs. Ainsi, les mesures de politique monétaire sont arrêtées, en grande partie, en fonction de projections d'inflation qui sont établies en combinant, selon des dosages divers, les prévisions issues des modèles macroéconométriques, l'information fournie par les indicateurs avancés (résultats d'enquêtes notamment), les anticipations de marché et le jugement des spécialistes.

4.3 CIBLE D'INFLATION FLEXIBLE VERSUS CIBLE D'INFLATION STRICTE

Comme son nom ne l'indique peut-être pas, cibler l'inflation ne revient pas à écarter (forcément) l'ensemble des autres objectifs qui peuvent être d'intérêt pour une banque centrale. Notamment, cette dernière peut ne pas perdre de vue des impératifs d'activité.

Dans cette optique, un élément important est l'horizon auquel la banque centrale doit ramener l'inflation à sa cible, c'est-à-dire la vitesse avec laquelle la banque centrale s'efforce de stabiliser l'inflation. En effet, une désinflation graduelle pourra être jugée préférable en présence de contrats de long terme, lorsque les anticipations inflationnistes tardent à s'ajuster et que la crédibilité est insuffisante. En même temps, la nécessité de briser l'inertie des anticipations inflationnistes et d'accroître la crédibilité milite en faveur d'une désinflation rapide. En dernière analyse, la vitesse avec laquelle la banque centrale ramènera l'inflation à sa cible dépendra de l'arbitrage qu'elle souhaite opérer entre la stabilisation des variables réelles d'un côté (production, chômage) et la stabilisation de l'inflation de l'autre côté.

Dans le cas d'une cible stricte d'inflation (pour reprendre la terminologie de Svensson, 1997), la banque centrale n'a pour seul but que de stabiliser l'inflation. Elle peut alors y parvenir en agissant massivement (via les taux) à un horizon relativement court (qui dépend du temps que prennent les impulsions de politique monétaire pour agir sur les prix). En pratique, aucune des banques centrales ciblant l'inflation n'a adopté une cible stricte d'inflation. Sous une cible d'inflation flexible, elle s'efforce, en fonction du poids relatif qu'elle attache à la production par rapport à l'inflation, à ramener l'inflation à sa cible sans trop déstabiliser la production. Bien sûr, l'impact sur la production dépend de la manière dont se forment les anticipations d'inflation et du degré des différentes rigidités présentes dans l'économie, mais toutes choses égales par ailleurs, plus une banque centrale est concernée par l'activité réelle plus l'horizon qu'elle se donne pour atteindre sa cible d'inflation est éloigné (5). Alors, si la stratégie de ciblage de l'inflation fonctionne bien, les anticipations d'inflation formées par les agents s'ajustent progressivement, au rythme de l'inflation prévue annoncée à différentes échéances, en direction de la cible d'inflation. L'horizon auquel les banques centrales chercheraient à atteindre l'objectif d'inflation est en moyenne de 6 à 8 trimestres (6).

Cette pratique est également plus satisfaisante compte tenu de l'incertitude considérable qui entoure le fonctionnement de l'économie, les paramètres relatifs aux mécanismes de transmission de la politique monétaire et l'évaluation de l'état courant de l'économie.

Dans une optique très proche de celle concernant le choix du poids relatif entre la stabilisation de l'inflation de la production, la largeur de la fourchette comprise entre les taux maximum et minimum d'inflation acceptés par les autorités monétaires s'avère être un élément d'importance. Une bande étroite peut accroître la crédibilité des autorités mais nuit à la flexibilité de la politique monétaire. Inversement, une fourchette large permet

(5) Maintenant, tout est affaire de dosage. Un horizon très éloigné pour le retour de l'inflation à sa cible, accroît la flexibilité de la politique monétaire, mais peut faire perdre totalement la crédibilité de la banque centrale dans sa poursuite affirmée d'un objectif d'inflation. Dans ce cas, la cible d'inflation perdrait son utilité pour stabiliser les anticipations d'inflation. A contrario, le ciblage de l'inflation à un horizon trop proche pourrait dans certains cas, en raison des contraintes trop fortes qu'ils imposent à la banque centrale, être jugé intenable et faire également perdre toute crédibilité à la cible d'inflation.

(6) En économie ouverte, comme le souligne Svensson (1997 a), le ciblage strict de l'inflation peut amener la banque centrale à stimuler le canal du taux de change plus intensément que le canal du taux d'intérêt. Les variations du change impactent plus rapidement (par les prix des biens importés) l'indice des prix à la consommation que les variations de taux d'intérêt et permettent ainsi de ramener plus rapidement l'inflation à sa cible. La contrepartie, outre une plus grande volatilité du change, est aussi une déstabilisation plus marquée de la production.

aux autorités monétaires de réagir avec plus de souplesse, mais génère des signaux moins précis et moins crédibles aux agents pour que ceux-ci fixent leurs anticipations.

4.4 TRANSPARENCE, CONTRÔLABILITÉ ET RESPONSABILITÉ : MAÎTRES MOTS POUR UNE POLITIQUE MONÉTAIRE PLUS CRÉDIBLE

Si consommateurs et entrepreneurs croient que la banque centrale est engagée à assurer la stabilité des prix, ils accepteront des hausses de salaires nominaux plus modérées, incorporeront une inflation et des primes de risque plus faible dans les prix d'actifs et seront plus enclin à s'engager à long terme sur la base des seuls fondamentaux économiques. Les tenants des politiques de ciblage de l'inflation sont pleinement conscients de cet effet de crédibilité (ou canal des anticipations) dans l'efficacité de la politique monétaire. Et c'est là vraisemblablement leur principal apport, ils en ont pris la mesure en introduisant et en stigmatisant un certain nombre d'éléments de langage et de procédures visant à accroître la capacité des banques centrales à orienter les anticipations d'inflation. Transparence, contrôlabilité et responsabilité sont devenues les maîtres mots d'une politique monétaire plus crédible.

Élément central des politiques de ciblage de l'inflation, les efforts de communication se sont intensifiés en vue de bien faire comprendre au public, par différents moyens, les mesures prises et les intentions futures. Ainsi, il est publié de façon régulière des rapports dans lesquels les banques centrales évaluent les tensions inflationnistes et indiquent le sens dans lequel elles entendent agir. Elles y expliquent également les mesures passées et y traitent des facteurs influant sur le réglage futur des outils à leur disposition. Cette transparence contribue à réduire l'incertitude quant aux orientations futures de la politique monétaire tout en renforçant la crédibilité et la responsabilité de la banque centrale. En annonçant l'orientation à venir des variables nominales clés (principalement la prévision d'inflation), les banques centrales influent positivement sur la crédibilité de la politique monétaire et les anticipations inflationnistes.

Les cibles d'inflation représentent donc un moyen concret, voire un cadre formel, d'exprimer la volonté de parvenir et de maintenir la stabilité des prix en le signalant de façon claire au public. Les pays qui l'ont adopté avaient à des degrés divers, une assez mauvaise réputation en matière de lutte contre l'inflation avant qu'ils n'adoptent cette stratégie. L'annonce de cibles en matière d'inflation, puis le respect de celles-ci apparaissent comme un moyen de renforcer la crédibilité d'une politique monétaire axée sur la réduction et la maîtrise de l'inflation. D. Johnson (1999) montre que l'adoption de cible d'inflation explicite aurait conduit à réduire plus qu'ailleurs les prévisions d'inflation réalisées par les prévisionnistes. En d'autres termes, les réformes liées à l'instauration de cette stratégie auraient amélioré la crédibilité et donc l'efficacité de la politique monétaire (7).

Maintenant, la désinflation a été mondiale et a aussi concerné les pays ne pratiquant pas d'objectif explicite d'inflation. De plus ce nouveau cadre est récent et ne couvre même pas un cycle économique entier (la Nouvelle Zélande a introduit cette stratégie en 1990). Le véritable test quant à l'efficacité des cibles d'inflation est la confrontation de cette politique avec une situation où l'output gap devient positif et où les pressions inflationnistes sont effectives. Il est donc trop tôt, même si les premiers résultats sont largement positifs, de trancher définitivement si ce type de stratégie est apte à contenir les pressions inflationnistes plus efficacement que toutes autres.

(7) Johnson étudie cinq pays ciblant l'inflation (l'Australie, le Canada, la Nouvelle-Zélande, la Suède et le Royaume-Uni) et six pays ne la ciblant pas (la France, l'Allemagne, l'Italie, le Japon, les Pays-bas et les États-Unis). Il cherche à voir dans quelle mesure le ciblage de l'inflation modifie le taux d'inflation anticipé, l'incertitude sur l'inflation et les erreurs de prévision sur l'inflation. Ces choix peuvent se justifier ainsi. Si les cibles affaiblissent significativement le taux d'inflation anticipé, elles aident à conserver le faible taux d'inflation actuel tout en maintenant un écart de production réduit. Si les cibles diminuent le degré d'incertitude sur l'inflation, elles permettent d'améliorer l'allocation des ressources et des gains en bien-être. Si les cibles n'augmentent pas significativement les erreurs de prévision, elles n'augmentent l'écart de production moyen exprimé en valeur absolue. Utilisant les anticipations d'inflation émises par les professionnels de marché, Johnson trouve que le ciblage de l'inflation réduit significativement le taux d'inflation anticipé dans les cinq pays ciblant l'inflation. À côté de cela, l'auteur ne trouve aucun apport significatif du ciblage de l'inflation sur l'incertitude vis-à-vis de l'inflation et sur les erreurs de prévision.

Encadré 4.1

Un résumé des politiques de ciblage de l'inflation

Les banques centrales ciblant l'inflation reconnaissent la doctrine suivante :

- La politique monétaire n'a pas d'effet à long terme sur l'activité et se transmet donc intégralement dans les prix.
- En revanche, à court terme, en raison des rigidités existant dans l'économie, la politique monétaire a la possibilité de stabiliser l'activité. Le choix de la banque centrale réside alors dans un arbitrage entre fluctuations de l'inflation et fluctuations de la production.
- La présence de rigidités, qui autorise la politique monétaire à avoir un impact réel à court terme, introduit en même temps des décalages entre application et effets de la politique monétaire. Sous peine, de réagir systématiquement avec retard et d'être génératrice d'instabilité (plutôt que de stabilité) la politique monétaire se doit d'être « forward-looking ». En ce sens, les banques centrales ciblant l'inflation ajustent leurs décisions sur la base de l'étude d'une batterie d'indicateurs des développements à moyen terme de l'activité et de l'inflation (il est habituellement accepté que les retards dans la transmission des impulsions monétaires soient de 1 à 2 ans). Les banques centrales cherchent donc à ramener l'inflation à sa cible à moyen terme (1 à 2 ans) en prenant comme cible intermédiaire la prévision de l'inflation.

Les politiques de ciblage de l'inflation dans les pays adoptant explicitement une cible d'inflation sont donc caractérisées par :

- L'adoption d'un objectif d'inflation comme objectif prioritaire.
- Une cible d'inflation numérique publiquement annoncée.
- Une structure de décision qui implique de comparer la prévision d'inflation à la cible annoncée, la prévision d'inflation constituant une cible d'intermédiaire. Le choix de la prévision d'inflation comme cible intermédiaire est dû au fait qu'elle est la variable la plus fortement corrélée avec l'inflation.
- Un degré de transparence, de responsabilité et de communication plus haut niveau que la moyenne.

En apparence, les cibles d'inflation n'ont pas entraîné de changement véritablement significatif dans la manière dont les décideurs ajustent leurs instruments aux nouvelles informations sur les conditions économiques par rapport à la situation antérieure. En revanche, c'est la diffusion de ces informations et les contraintes qui en découlent pour l'autorité, qui ont pu modifier, dans un sens favorable, l'appréhension (et la perception) de la politique monétaire par les banques centrales et le public. Même si cela doit être confirmé, l'adoption de cette stratégie a, semble-t-il, amélioré des aspects majeurs de la politique monétaire que sont : la transparence, la contrôlabilité et la responsabilité. En ce sens, la politique monétaire, devenue plus crédible, aurait gagné en efficacité en raison d'une plus grande capacité des décideurs à orienter les anticipations des agents. Les premiers résultats observables sont encourageants.

BIBLIOGRAPHIE

Bernanke B. et F. Mishkin (1997) : « Inflation Targeting : A New Framework for Monetary Policy ? », NBER, Working paper n° 5893.

Bernanke B., T. Laubach, F. Mishkin et A. Posen (1999) « Inflation targeting: Lessons from the International Experience », Princeton University press.

Johnson D. (1999) : « The Effect of Inflation Targeting on the Behaviour of Expected Inflation : Evidence from an 11 Country Panel », working paper, Wilfried Laurier University.

Kahn G. et K. Parrish (1998) : « Conducting Monetary Policy With Inflation Targets », Federal reserve bank of Kansas City, troisième trimestre, pp. 5-32.

Svensson L. (1997) : « Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets », European Economic Review, n° 41, pp. 1111-1146.

Svensson L. (1997) : « Inflation Targeting in an open economy : Strict or flexible inflation targeting », document de travail.

ANNEXE 4.1 : Caractéristiques des banques centrales ciblant l'inflation de manière explicite.

Banque centrale	Date d'adoption	Indice de prix de référence	Cible d'inflation	Autres objectifs	Transparence
Nouvelle Zélande	« New Zealand Act » de 1989. Entre en vigueur le 1 ^{er} février 1990. Statut particulier du gouverneur directement responsable des résultats de la politique monétaire. Il peut être démissionné en cas de mauvais résultats.	inflation sous-jacente des prix à la consommation (l'impact de premier tour des chocs d'offre sur les prix est a priori éliminé de cet indice).	Initialement, taux annuel d'inflation compris entre 0 et 2%. Fin 1996, élargissement de la fourchette qui devient [0% ; 3%].	La banque centrale dispose d'une flexibilité implicite importante pour répondre aux fluctuations des variables réelles à court terme. A ce titre, elle joue largement sur la vitesse du retour de l'inflation à sa cible.	Toutes les données relatives à l'inflation et aux prévisions d'inflation sont regroupées et mises à disposition du public. Une restriction : les données sont trimestrielles et non mensuelles. Nombreuses publications de la Reserve Bank. Annual Report Monetary Policy Statement (semestriel) : soumis au parlement.
Canada	Février 1991. Développé de manière plus graduelle et informelle qu'en NZ. Pas de législation formelle sur la cible.	Inflation sous-jacente (excluant les prix de l'énergie et des biens alimentaires).	Fourchette depuis décembre 1995 : 1% à 3% Point visé depuis 1995 : 2%.	Cible d'inflation flexible explicite. Le retour à la cible d'inflation ne doit pas occasionner de mouvements trop amples de la production et du chômage.	Fort engagement à la transparence et à la communication au public de la stratégie de politique monétaire. Annual Report. Publication des minutes.
Royaume-uni	Annonce en octobre 1992 par le Chancelier de l'Echiquier, Norman Lamont. Le régime du ciblage de l'inflation n'est pas inscrit dans les statuts.	Indice des prix à la consommation hors frais d'intérêt hypothécaire (RPIX).	Fourchette : 1% à 4%. Point visé : 2,5% ou moins.	Cible explicite d'inflation relativement flexible.	Lisibilité importante de la politique monétaire. Création de la publication Inflation Report, imitée ensuite par d'autres banques centrales ciblant l'inflation. Publication des minutes. Le mercredi cinq semaines après la réunion mensuelle.
Suède	Janvier 1993. Communiqué officiel du Conseil des gouverneurs. Aucune publication de document officiel.	Indice des prix à la consommation.	Fourchette : 1% à 3% Point visé : 2%.	Module explicitement l'intérêt accordé aux variables réelles par l'allongement du retour de l'inflation à sa cible.	Inflation Report (quatre fois par an depuis 1996).
Australie	Discours instituant la cible d'inflation : septembre 1994.	Inflation sous-jacente de l'indice des prix à la consommation.	Fourchette : entre 2 et 3%.	S'occupe de manière explicite à court terme des variables réelles.	Publie des rapports réguliers sur la politique monétaire et l'inflation.
Israël	Discours du ministre des finances instituant la cible d'inflation : décembre 1991. Pas de législation formelle.	Indice des prix à la consommation.	Partant d'une situation d'hyperinflation, la cible d'inflation a évolué largement. Entre 14 % et 15% durant 92, 10% pour 93, 8% pour 94..., entre 7% et 10% pour 98. La cible d'inflation est également assortie d'une cible officielle le taux de change du shekel vis à vis du dollar.	S'occupe explicitement à court terme des variables réelles.	Publie des rapports réguliers sur la politique monétaire et l'inflation.
Espagne	Novembre 1994. Une des motivations est de « mettre » l'économie espagnole sur les bons rails en vue de son entrée dans l'UEM. Expérience terminée en mai 98 au moment de l'annonce des parités officielles.	Indice des prix à la consommation	Objectif : moins de 3%.	Cible d'inflation apparemment assez rigide en raison des prescriptions du Traité de Maastricht.	Publie des rapports réguliers sur la politique monétaire et l'inflation.

CHAPITRE 5

POLITIQUE MONÉTAIRE ET VOLATILITÉ DES PRIX D'ACTIFS

Avec la bulle sur les valeurs TMT qu'ont connu l'ensemble des marchés d'actions occidentaux jusqu'en mars 2000, les banques centrales, différents organismes publics et privés ainsi que certains observateurs se sont interrogés sur l'opportunité d'intégrer la valorisation des prix d'actifs dans la fonction de réaction de la banque centrale. La correction profonde qui suivit jusqu'au tout début janvier 2001 (apparemment) s'est accompagnée sur la fin d'une demande forte des marchés auprès des banques centrales d'un relâchement monétaire, la FED ayant, en partie du moins, répondu à cette attente (baisse de 50 pdb le 3 janvier). Ainsi, il semble bien que de manière récurrente, lors des périodes de forte hausse ou baisse des marchés d'action, la question de l'intégration de la valorisation des prix d'actifs dans la fonction de réaction de la banque centrale doive resurgir. Ce phénomène a été accentué par le fait que de plus en plus la stabilité des systèmes financiers ressort comme une prérogative importante des banques centrales, notamment en raison des effets réels importants (découplés avec la mondialisation) que peut engendrer leur instabilité (Patat, 2000).

Dans ce chapitre, le discours est centré sur les liens qu'entretiennent ou que doivent entretenir la politique monétaire et les cours boursiers. Beaucoup des propos tenus sont néanmoins transposables, à quelques variantes près, aux relations politique monétaire – prix de l'immobilier/taux de change.

Nous sommes amenés à insister sur deux points. D'une part, c'est l'inefficience des marchés associée à l'influence éprouvée de la sphère financière sur la sphère réelle qui justifie l'intérêt des banques centrales pour la valorisation des cours boursiers. D'autre part, il semble déconseillé que la politique monétaire réponde de manière systématique aux mouvements du prix des titres en raison notamment de la difficulté d'évaluer le véritable prix « d'équilibre » des actions et d'éventuels problèmes de circularité entre la cause (cours boursiers) et la conséquence (politique monétaire). La seule poursuite d'une cible d'inflation, en tenant compte des effets de variations de prix d'actif sur l'activité et l'inflation anticipées, semble en mesure d'éviter que les cours boursiers ne s'écartent trop de leurs fondamentaux. Si tel n'est pas le cas, une banque centrale peut être fondée à réagir directement aux variations excessives des prix d'actifs (bulle ou krach) mais ce type de réaction doit rester ponctuel et non anticipé (notamment pour limiter le problème d'aléa moral).

5.1 DANS UNE LARGE MAJORITÉ, LES BANQUES CENTRALES RECONNAISSENT L'INFLUENCE DE LA VALORISATION DES COURS BOURSIERS SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Historiquement, les cours boursiers semblent clairement avoir influencé, au moins de manière occasionnelle la politique monétaire. On peut, parmi d'autres, citer trois exemples récents reconnus de tous, représentatifs de cette influence :

- le déclin des fonds fédéraux américains de 100 pdb entre septembre 1987 et décembre de la même année puis de nouveau de 50 pdb à la mi-février de l'année suivante suite à la chute de 20,4 % du Dow-Jones le 17 octobre 1987,
- la hausse du taux d'escompte de 175 pdb au Japon entre décembre 1988 et décembre 1989 pour enrayer la bulle sur l'indice Nikkei et les prix immobiliers,
- plus récemment, on peut rajouter l'intervention orale (et l'argumentaire) d'A. Greenspan le 5 décembre 2000 suivi de la baisse de 50 pdb du taux des fonds fédéraux le 3 janvier.

Au plan factuel, la BCE intègre le niveau des prix d'actif comme un des éléments de son second pilier de sa stratégie. La FED sans que cela soit explicite accorde également une attention marquée aux marchés d'actifs. Roger et Sterne (1999), économistes à la banque centrale d'Angleterre, ont recensé le comportement de 77 banques centrales face aux prix d'actifs. Les résultats paraissent sans ambiguïté sur l'intérêt que portent les banques centrales à l'évolution de ces prix, à la fois comme déterminant des décisions et comme vecteur d'information, notamment concernant les anticipations d'inflation.

Effet de la volatilité des prix d'actifs sur la politique monétaire vu par les banques centrales

	Ensemble des banques centrales (77)	Banques centrales des pays industrialisés (25)
Vital	4 (5,2 %)	0
Important	12 (15,6 %)	5 (20 %)
Pertinent	37 (48 %)	15 (60 %)
Sans importance	24 (31,2 %)	5 (20 %)

Source : Roger et Stern (1999), questionnaire adressé à 77 banques centrales.

De plus, les gestionnaires de portefeuilles et les chefs économistes des institutions financières sont convaincus que la banque centrale soutiendra les marchés lors de corrections trop marquées. Ils jugent ainsi les banques centrales plus promptes à réagir en cas de baisse excessive qu'en cas de hausse excessive des marchés. Il y aurait ainsi une forme d'asymétrie, selon les économistes de marché, dans les réactions des banques centrales aux mouvements de prix d'actifs, lesquelles tendraient à intervenir plus facilement dans des situations de purge conséquente que dans des phases de hausses exagérées (1). Wyplosz justifie ce comportement des banques centrales par le fait qu'il est plus gratifiant (et moins conflictuels avec les marchés) de guérir une crise que de prévenir une crise qui n'arrivera pas.

Cette croyance dans une intervention du « prêteur en dernier ressort » en cas de crise soulève un problème de hasard moral, vraisemblablement à l'origine d'une prise de risque excessive (2). Compte tenu du faible niveau actuel de l'inflation (inhérent à un renforcement de la crédibilité des politiques monétaires), ce problème est aujourd'hui exacerbé puisque la politique monétaire dispose de marges de manœuvre potentiellement importantes pour réagir à d'autres fins que la stabilité des prix. Cette configuration peut alors entretenir une euphorie excessive des marchés ou au contraire stimuler les marchés dans le désir de tester les banques centrales en phase de correction.

5.2 C'EST L'INEFFICIENCE DES MARCHÉS FINANCIERS AINSI QUE L'INFLUENCE ÉPROUVÉE DE LA SPHÈRE FINANCIÈRE SUR LA SPHÈRE RÉELLE QUI JUSTIFIENT L'INTÉRÊT DES BANQUES CENTRALES POUR LA VALORISATION DES COURS BOURSIERS.

Si on suppose les marchés financiers efficients, c'est-à-dire valorisant parfaitement les actifs selon leurs fondamentaux économiques, l'intervention des banques centrales aux mouvements du prix des titres ne se justifie pas. Par exemple, une hausse (même importante) concomitante des cours boursiers et des prix théoriques des titres due à une révision à la hausse des bénéfices anticipés des entreprises, ne doit pas déstabiliser l'output-gap et les prix (3). L'injection supplémentaire de liquidités dans l'économie inhérente à la hausse des cours serait simplement celle nécessaire à une croissance harmonieuse, révisée à la hausse. En revanche, si :

- les marchés d'actifs ne sont pas des marchés efficients (si les prix sur ces marchés peuvent être déconnecter de la réalité économique, les bulles ou les krachs étant alors assimilées à des défaillances du marché) ;
- et que l'instabilité des marchés financiers inhérente à cette déconnexion a des effets potentiellement significatifs sur le reste de l'économie (PIB et prix),

(1) Cette asymétrie d'intervention peut expliquer en partie la difficulté que certains économistes ont à trouver une fonction de réaction linéaire pour expliquer les décisions des banques centrales.

(2) On retrouve le même type d'argument dans le cadre de la gestion des crises bancaires ou financières au niveau international par le prêteur en dernier ressort.

(3) Ce point mérite néanmoins d'être approfondi dans un travail ultérieur, même s'il semble bien que les économistes s'accordent pour penser qu'à « l'équilibre » des marchés d'actions, les cours boursiers ne véhiculent aucune information supplémentaire sur l'état de l'économie.

il peut être hautement opportun pour les banques centrales de s'intéresser aux cours boursiers.

L'inefficience des marchés est généralement reconnue en raison d'une régulation insuffisante de la libéralisation financière (octroi démesuré de crédits occasionnant une prise de risque excessive, asymétries d'information...) et des comportements en partie irrationnels des investisseurs (mimétismes, pessimisme ou optimisme excessif, court-termisme..).

En ce qui concerne l'impact des mouvements des prix d'actifs sur l'économie, il transiterait essentiellement par deux canaux. Le canal dit de l'effet de richesse par lequel la hausse des titres stimulerait la consommation des ménages détenteurs de titres (voir Duval pour les États-Unis). Même si on accorde qu'un faible poids à ce mécanisme (4), l'impact peut transiter par le « canal du bilan » (ou effet de l'accélérateur financier, voir par exemple Bernanke et Gertler (1999) et Cecchetti et alii (2000)). La hausse de la richesse financière des agents (ménages, entreprises et intermédiaires financiers) stimule les activités de prêts et d'emprunts. Du point de vue des ménages et des entreprises, l'augmentation de la valeur de leurs collatéraux facilite leur accès au crédit (5). Ce mécanisme a des effets pervers, puisqu'il a une tendance à s'auto-renforcer (6). Notamment, en période de correction boursière, la difficulté d'accéder au crédit peut obliger les agents à vendre des titres et ainsi contribuer à renforcer le mouvement initial. Ce scénario peut dégrader la solvabilité des banques (7). L'impact de ce mécanisme sur l'économie est fortement dépendant des conditions financières *initiales* des agents économiques, à savoir principalement leur niveau d'endettement et la part des actions dans leur « bilan ».

5.3 THÉORIQUEMENT, LE CIBLAGE DE L'INFLATION SEMBLE APTE À PRÉVENIR DES DÉRAPAGES EXCESSIFS DES COURS BOURSIERS. DANS LE CAS CONTRAIRE, LA DISCRÉTION RESTE DE MISE

Compte tenu de l'influence des cours boursiers sur la politique monétaire, les banques centrales devraient-elles incorporer (8) les déséquilibres des cours boursiers dans leur fonction de réaction, type règle de Taylor, au même titre que l'inflation et le PIB ? Doivent-elles seulement concevoir ces déséquilibres comme un indicateur des tensions inflationnistes ou déflationnistes futures et/ou doivent-elles seulement y réagir dans des situations extrêmes ?

Selon certains économistes, la règle de Taylor traditionnelle pourrait être modifiée, augmentée, afin d'y inclure la sur ou la sous-évaluation des cours boursiers (dans l'annexe en est donné une représentation pour la France et les États-Unis). D'autres économistes, majoritaires, pensent que la réaction de la politique monétaire aux cours boursiers doit se limiter à l'incidence que ceux-ci ont sur l'inflation anticipée. Dans cette perspective, les règles de type Taylor « traditionnelles » restent appropriées puisqu'elles font réagir le taux d'intérêt nominal à l'inflation anticipée. L'adoption d'une cible d'inflation flexible (9) paraît alors tout indiquée pour concilier dans un cadre unifié stabilité des prix (plus large-

(4) Une raison pour laquelle ce mécanisme jouerait peu vient de ce que la gestion des actifs se ferait essentiellement par le biais d'investisseurs institutionnels et qu'ainsi la valeur des actions n'aurait que peu d'impact sur le niveau de « cash » détenu par les agents.

(5) Inversement, une chute des prix d'actifs rend la politique monétaire, toutes choses égales par ailleurs, beaucoup plus restrictive (rend l'accès au crédit beaucoup plus difficile).

(6) Ce mécanisme paraît particulièrement vrai aux États-Unis et au Royaume-Uni où la technologie de prêts en vigueur fait que les prêteurs adossent l'octroi de prêts à l'évaluation de l'actif net des emprunteurs. Ainsi, lorsque la valeur de marché de leurs actifs progresse, ils peuvent s'endetter davantage. Une boucle, source d'instabilité, s'installe dès lors que ce supplément d'emprunt sert pour partie à l'achat et la hausse des actions qui autorise à son tour un endettement additionnel. En Europe, ce mécanisme est moins prégnant, la solvabilité des emprunteurs étant davantage analysée à partir des revenus des emprunteurs.

(7) Néanmoins, le lien entre crise boursière et crise bancaire n'est pas forcément évident. Vila (2000), dans son étude empirique menée sur 14 pays, conclut à un lien très ténu entre crise boursière et crise bancaire. Artus (2000) insiste sur la différence des mécanismes entrant en jeu dans ces deux types de crise et sur l'implication que ces différents mécanismes ont dans la capacité de la banque centrale à réguler ces crises. Le point de vue d'Artus semble néanmoins un peu caricatural puisque selon lui la banque centrale peut gérer une crise bancaire en injectant des liquidités alors que face à une crise boursière l'injection de liquidité serait totalement inopérante.

(8) Certains ont également envisagé d'introduire les cours boursiers dans la construction de l'indice de prix. Cependant, la volatilité très forte de ces prix rend cette prescription inapplicable.

(9) Une banque centrale adoptant une cible d'inflation flexible a pour objectif prioritaire la stabilisation de l'inflation mais vise également, de manière explicite, à stabiliser la production. C'est l'option retenue par l'ensemble des banques centrales ayant adoptées un cadre "d'inflation targeting".

ment, stabilité macroéconomique) et stabilité financière (voir Bernanke et Gertler). Ainsi, une forte hausse des marchés d'actions, en stimulant la demande (consommation et investissement), via l'effet richesse et surtout l'effet « bilan », doit mener dans ce cadre à une révision à la hausse des anticipations d'inflation et à une hausse des taux d'intérêt. En même temps, la compréhension par les marchés des impacts macroéconomiques que peuvent avoir la hausse des cours boursiers et des conséquences engendrées sur l'évolution des taux (une hausse dans ce cas), doit avoir un effet stabilisant sur les marchés en dépit de toute décision de politique monétaire. Ces propos méritent néanmoins d'être nuancés. Cecchetti et alii ont montré à partir de simulations qu'il n'y a pas de réponse simple et qu'il se peut que la banque centrale ait intérêt à réagir aux évolutions des cours boursiers au-delà du seul effet sur l'inflation future anticipée.

Pour notre part, nous retiendrons deux arguments à l'encontre d'une réaction systématique de la banque centrale aux évolutions des cours boursiers :

– il est très difficile de savoir si les mouvements de la valeur des actifs reposent sur des facteurs fondamentaux ou non fondamentaux (déconnectés de l'état courant de l'économie). A ce titre, il peut être utile d'affiner les indicateurs susceptibles de repérer les mésalignements sur les marchés boursiers (calcul de la prime de risque et évolution historique, price earning ratio d'équilibre, Q de Tobin...) ne serait-ce que pour améliorer la prévision d'inflation.

– les cours boursiers dépendent des anticipations des investisseurs concernant les conditions économiques futures, en particulier la politique monétaire future. Utiliser ceux-ci comme argument d'une règle de politique monétaire revient à réagir aux évolutions d'une variable endogène à la politique monétaire. Cette « circularité » peut conduire à des effets pervers analogues à ceux recensés dans la littérature sur les crises de change : possibilité de prophéties auto-réalisatrices, phénomènes de « taches solaires », indétermination de l'équilibre... (voir Rotemberg et Woodford, 1997). Il n'est donc pas certain que des politiques répondant activement aux déséquilibres des marchés boursiers conduisent à une réduction de la variabilité de l'inflation.

CONCLUSION

En résumé, il y a des circonstances particulières qui font qu'une banque centrale est fondée à réagir directement aux variations excessives des prix d'actifs (bulle ou krach). Ce type de réaction doit néanmoins pour être efficace rester ponctuelle et non anticipée (notamment pour limiter le problème d'aléa moral). En « régime de croisière », les cours boursiers peuvent fournir aux banques centrales une information utile sur l'état de l'économie courant et à venir (PIB et prix) (10).

Il semble également qu'en améliorant leur capacité d'analyse les banques centrales puissent par une action située plus amont prévenir en partie les sur-réactions des marchés boursiers. Historiquement, les bulles boursières semblent systématiquement précédées et accompagnées d'un surcroît de liquidité. La fin de l'année 2000, en tout cas aux États-Unis, n'échappe pas à cette observation. Ainsi, Artus note la hausse substantielle du bilan de la FED, une progression très importante des margin-credits (qui sont destinés à l'achat d'actions) au second semestre 2000 et la hausse de l'endettement des entreprises servant pour partie au financement de programme de rachats d'actions (méthode – relative – d'extraction de valeur, EVA) (11). On peut se demander si en jouant sur certaines composantes de la liquidité (et non nécessairement sur les taux), peut être de façon réglementaire, il n'aurait pas été possible de limiter l'ampleur de la bulle.

(10) L'information qui peut être tirée de l'évolution du cours des actions doit cependant, nous semble-t-il, être utilisée avec beaucoup de précaution. Cecchetti et alii reportent les résultats d'une étude d'Oliner et Sichel (2000). Selon ces derniers, la hausse des marchés boursiers américains s'expliquent par le fait que les marchés ont révisé à la hausse le taux de croissance de la productivité aux États-Unis. Toujours selon les auteurs, bien qu'à l'époque aucun modèle macro-économétrique conventionnel ne prédise cela, cette hausse des marchés d'action a eu le mérite de faire prendre conscience aux autorités de cette hausse de la productivité, ces derniers ayant ensuite affiner leurs outils pour légitimer cette hausse. Malheureusement, pour des raisons de temporalité rien n'est dit sur la correction entamée en mars et son impact sur à la fois les croyances du marché et de la FED.

(11) Il est particulièrement visible qu'aux États-Unis l'accroissement des dettes entrepreneuriales en 2000 est supérieur aux besoins de financement de l'investissement et couvre ainsi le financement des rachats d'actions.

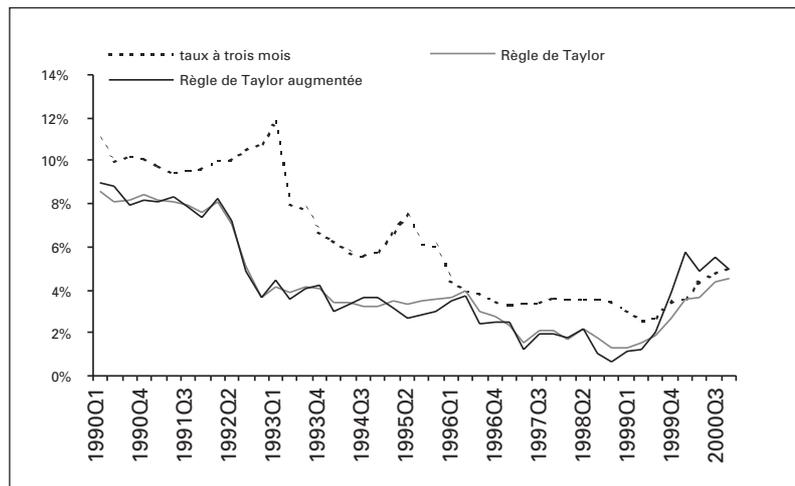
ANNEXE 5.1

Nous représentons ici, pour les États-Unis et la France, la règle de Taylor « augmentée » de la taille estimé du mésalignement des cours boursiers. La règle de Taylor « augmentée » s'écrit sous la forme :

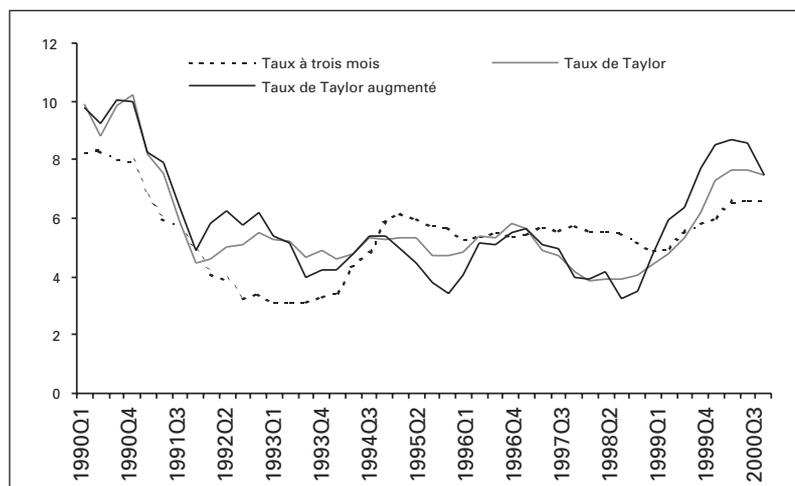
$$i = r_o + \pi^a + 0,5 (\pi - \bar{\pi}) + 0,5 (y - \bar{y}) + 0,05S$$

où S représente la taille de la sur ou la sous-évaluation. Le poids attribué à S est celui retenu par Goldman Sachs.

Taylor « augmenté » pour la France



Taylor « augmenté » pour les États-Unis



Pour la France, en dehors de la fin 1999 et du début 2000, les deux taux de Taylor sont très proches. Pour les États-Unis, les écarts sont plus marqués mais le taux donné par la règle de Taylor augmentée semble de manière systématique plus éloigné du taux à trois mois que ne l'est le taux de Taylor « traditionnel ».

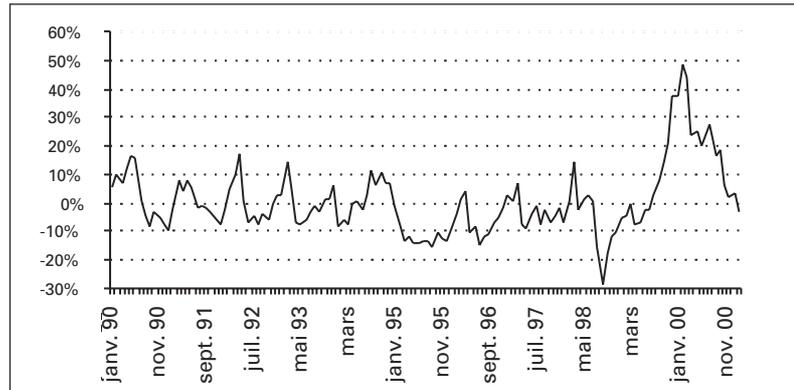
État et estimation de la valorisation des places boursières françaises et américaines.

L'état de la valorisation des cours boursiers est obtenu par comparaison des cours observés et des cours théoriques. Ainsi, la valeur fondamentale p_t^F est estimée à partir de la formule traditionnelle de Gordon & Shapiro, qui s'écrit sous l'hypothèse classique du taux de croissance des dividendes constant, sous la forme :

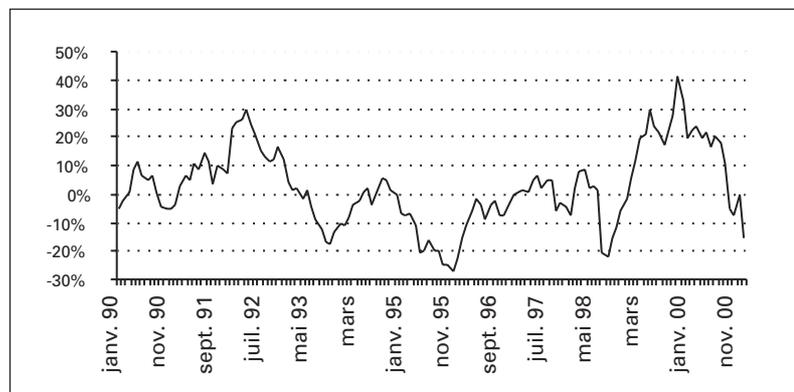
$$p_t^F = \frac{(1+g) D_{t+1}}{r_{f,t} + \pi_t - g},$$

où g est le taux de croissance annualisé « à l'infini » des dividendes, $r_{f,t}$ le taux sans risque, π_t la prime de risque, D_{t+1} le dividende reçu à la date $t+1$. L'estimation du taux de surévaluation $(P_t - P_{théorique}) / P_{théorique}$ est alors réalisée sous l'hypothèse de stationnarité de la prime de risque.

Niveau de surévaluation de la bourse française



Niveau de surévaluation de la bourse américaine



Bibliographie

Artus P. (2000) : « La politique monétaire peut-elle corriger les prix d'actifs ? », CDC, Flash, n° 2000-38.

Artus P. (2000) : « Liquidités et politique monétaire », CDC, Flash n° 2000-242.

Bernanke B. et **M. Woodford** (1997) : « Inflation Forecasts and Monetary Policy », Journal of Money, Credit and Banking, Vol 29, n° 4, novembre.

Bernanke B. et **M. Gertler** (1999) : « Monetary Policy and Asset Price Volatility », Federal Reserve of Kansas City, quatrième trimestre.

Cecchetti S., H. Genberg, J. Lipsky et **S. Wadhvani** (2000) : « Asset Prices and central bank Policy », CEPR.

Duval R. (2000) : « Quel crédit faut-il accorder à la "nouvelle économie" américaine ? », Document de travail, Direction de la Prévision.

Goldman Sachs (2000) : « The MPC and Asset Prices », UK Weekly Analyst, n° 359, 26 mai.

Patat J.-P. (2000) : « La stabilité financière, nouvelle urgence pour les banques centrales », Bulletin de la Banque de France, n° 84, décembre.

Rotemberg J. et **M. Woodford** (1997) : « Inflation Forecasts and Monetary Policy », Journal of Money, Credit, and Banking, Vol 29, n° 4.

Vila A. (2000) : « Asset prices crises and banking crises : some empirical evidence », BRI.

CHAPITRE 6

CIBLE DE NIVEAU DE PRIX VERSUS CIBLE D'INFLATION

L'objectif principal à moyen terme assigné à la politique monétaire par toutes les banques centrales occidentales est la stabilité des prix. Certaines banques en ont fait un objectif explicite, pour d'autres elle reste un objectif implicite. Cependant, la stabilité des prix peut être interprétée de deux façons. De manière littérale, elle peut se comprendre comme la stabilité du niveau des prix, c'est-à-dire un niveau de prix évoluant de manière tendancielle avec une faible variance. En pratique, elle prend souvent la forme d'une inflation faible et stable. La première acception fait référence à une politique de ciblage du niveau de prix, la seconde à une politique de ciblage de l'inflation (1).

Ces deux régimes ont des modes de fonctionnement et des implications différentes pour la politique monétaire (voir annexe 1). Sous une cible de niveau de prix, les conséquences sur le niveau des prix des écarts d'inflation passés doivent être effacées. Si par exemple, un choc élève le niveau de prix et l'inflation au-dessus des niveaux cibles, l'inflation devra à la période suivante se situer en-dessous de sa cible (implicite) afin que le niveau de prix retourne à la sienne. Sous une cible d'inflation, une inflation supérieure à la moyenne n'est pas corrigée. La banque centrale assure simplement le retour de l'inflation à sa cible à la période suivante sans essayer de restaurer le niveau de prix initial.

Au plan pratique, seule la Suède, dans les années 30, a adopté la stabilisation du niveau de prix domestique comme objectif officiel de sa politique monétaire (voir encadré 1). Cependant, dans les économies où l'inflation est peu importante, la question du ciblage du niveau de prix rencontre de la part des économistes (des banques centrales notamment) un intérêt grandissant.

Dans un premier temps, nous faisons un point sur l'évolution du concept de la crédibilité de la politique monétaire dans les années récentes. Nous donnons ensuite les résultats et les intuitions, quant au choix de la cible, obtenus à partir d'un modèle nouveau keynésien (avec rigidité nominale et anticipations rationnelles) dans lequel est introduit un choc d'offre temporaire. Quelques éléments du cadre analytique utile à la compréhension de la démarche sont reproduits dans l'annexe. Des arguments plus généraux (divergence de préférence entre la banque centrale et la société, policy-mix, stabilité financière et incertitude concernant les relations structurelles, indépendance des banques centrales, divergences des taux d'inflation dans une union monétaire...) susceptibles d'être mieux résolus par l'adoption d'une cible plutôt qu'une autre sont ensuite exposés. Pour terminer, nous discutons du caractère opérationnel à court terme d'une cible de niveau de prix.

6.1 L'ÉVOLUTION DU CONCEPT DE CRÉDIBILITÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Le problème de la crédibilité de la politique monétaire intervient dès lors que le comportement des agents (du marché) dépend de leurs anticipations concernant la politique monétaire future. Il est apparu sous une première forme dans les années 80, à la suite des hausses concomitantes de l'inflation et du chômage que connurent l'ensemble des pays occidentaux dans les années 70. Il résultait de la prise de conscience qu'en l'absence de crédibilité de l'autorité en charge de la politique monétaire un biais inflationniste (2) apparaissait sans avantage en terme de croissance réelle. Il est accepté qu'aujourd'hui plus aucune banque centrale indépendante ne cherche à faire de l'inflation surprise pour stimuler l'emploi. Il n'est donc pas raisonnable de supposer encore actuellement des

(1) Le ciblage de l'inflation est aujourd'hui clairement adopté par l'Australie, le Canada, l'Espagne, Israël, la Nouvelle-Zélande, le Royaume-Uni, la Suède et la Finlande.

(2) L'énumération de l'ensemble des coûts engendrés par une forte inflation dépasse le cadre de cette note et pourra être abordée dans une note à venir.

banques centrales cherchant à atteindre des niveaux de production et de chômage différents de leurs niveaux d'équilibre. Le problème de la crédibilité de la politique monétaire, au sens où l'on entendait dans les années 80, a disparu (3).

Encadré 6.1

L'expérience Suédoise (1931-1937)

Le principe de la stabilisation du niveau des prix fut adopté par la banque centrale suédoise en septembre 1931 dans un environnement économique mondial marqué à la fois par la profonde instabilité du système monétaire international et par la Grande dépression (chute des prix et montée du chômage). C'est pour contrecarrer la chute des prix et préserver le pouvoir d'achat domestique du krone suédois que certains économistes suédois de renom (notamment K. Wicksell et G. Cassel), disposant d'une écoute importante auprès de la presse spécialisée et des cercles politiques, proposèrent cette solution. Leur « campagne » avait été si bien orchestrée, principalement par une activité journalistique énergique, qu'au moment de l'adoption du programme monétaire de 1931, des observateurs relevaient que le public suédois était devenu « price-level minded ».

Initialement, ce programme ne devait être que temporaire (quelques mois), le temps de permettre au système monétaire international (le régime de l'étalon-or) de retrouver une certaine stabilité. La désorganisation profonde et durable de ce dernier conduisit les autorités à prolonger leur expérience jusqu'en 1937. Certains voyaient même alors la stabilisation du niveau de prix comme pouvant devenir la norme internationale de la politique monétaire (I. Fisher, E. Lindahl par exemple).

Pour mener à bien sa politique, la Risbank (la banque centrale suédoise) tenait compte de plusieurs indicateurs de prix : un indice des prix à la consommation mais d'autres ne tenant pas compte des taxes indirectes et/ou des effets saisonniers. Les principaux instruments utilisés pour obtenir la stabilité des prix étaient les variations du taux d'escompte et les interventions sur le marché des changes. L'évaluation (officielle et des économistes indépendants) de ce programme conclut apparemment à un résultat mitigé. La politique de stabilisation du niveau des prix a effectivement enrayeré la chute des prix, son objectif premier. Elle n'a pas véritablement permis une relance de la production et de l'emploi (peut-être en raison d'une coordination insuffisante de la politique monétaire et de la politique fiscale) mais a au moins permis d'éviter les effets négatifs sur la production et l'emploi d'un déclin rapide des prix.

Cependant, tout problème relatif à la crédibilité de la politique monétaire n'est pas écarté. Il a simplement évolué. La présence de rigidités (nominales ou réelles) dans l'économie nécessite des acteurs économiques l'adoption de comportements prospectifs dans leurs prises de décisions et suscite à nouveau un problème de crédibilité de la politique monétaire.

Pour comprendre ce nouveau concept de la crédibilité de la politique monétaire, nous supposons que les prix s'ajustent de manière graduelle, ce qui semble conforme à une réalité empirique commune à l'ensemble des pays occidentaux. Dans ce contexte, les firmes ne peuvent changer leurs prix aussi rapidement que les changements des conditions économiques l'exigeraient. Elles forment donc leurs nouveaux prix, lorsqu'elles en ont la possibilité, à la fois sur la base des conditions économiques courantes mais également sur la base des conditions économiques futures anticipées (et donc sur la base des prix futurs anticipés). Puisque ces dernières dépendent en grande partie des anticipations concernant la politique monétaire menée dans le futur, le niveau des prix, l'inflation et l'activité réelle se trouvent également en dépendre.

La crédibilité des intentions politiques futures apparaît comme un élément déterminant dans la formation de l'inflation courante et, dans ce contexte, l'optimum serait que la banque centrale s'engage sur la conduite de sa politique future. Cependant, l'impossibilité d'établir une règle contingente à l'ensemble des aléas possibles (krach boursiers, chocs pétroliers...) ou encore la relative incertitude concernant la représentation du fonctionnement de l'économie permettent d'expliquer, que dans les faits, les banques centrales agissent avec une bonne dose de discrétion, refusant de « se lier totalement les mains ».

(3) Certains économistes, comme Blinder (ancien vice-président de la FED), ont sur ce point une opinion encore plus tranchée. Blinder dit en parlant de la tentation inflationniste de la FED : « I never once witnessed nor experienced this temptation. Nor do I believe that this theoretical problem is a non problem ».

La discussion quant au choix de la cible pour la banque centrale s'inscrit donc dans la recherche d'un moyen, pouvant agir comme un substitut à l'engagement dans l'atténuation de ce nouveau problème de la crédibilité de la politique monétaire et ainsi de se rapprocher de l'optimum de premier rang. Le choix de la cible peut donc se concevoir comme un outil mis au service de la crédibilité de la politique monétaire.

6.2 EN PRÉSENCE DE RIGIDITÉ DES PRIX, L'ADOPTION D'UNE CIBLE DE NIVEAU DE PRIX APPARAÎT PLUS FAVORABLE QUE L'ADOPTION D'UNE CIBLE D'INFLATION EN RAISON D'UNE MEILLEURE GESTION DU PROBLÈME DE CRÉDIBILITÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE.

Sous une cible de niveau de prix, les fluctuations non anticipées des prix doivent être suivies par des fluctuations cette fois-ci anticipées des prix occasionnant par là même des fluctuations anticipées de la production. Cette contrainte, s'imposant à la banque centrale, est intégrée par les agents privés au moment de former leurs anticipations d'inflation.

La dynamique différente associée aux cibles d'inflation et de prix conduit bien évidemment à des réponses contrastées de la politique monétaire suite à un choc (dans notre cas, d'offre temporaire). Sous cible de niveau de prix, il y a un étalement dans le temps de la charge de l'ajustement d'un choc. Sous cible d'inflation, la réponse de la politique monétaire à un choc est concentrée sur un intervalle de temps plus court.

Ce lissage accru sous la cible de niveau de prix produit un arbitrage plus efficace dans la stabilisation de la production et de l'inflation (relativement à cible d'inflation) lorsque le problème de crédibilité de la politique monétaire est suffisamment ressenti. La cible de prix, plus exigeante pour la banque centrale, permet de remédier en partie à ce manque de crédibilité.

Le choix de la cible de stabilité des prix par la banque centrale est donc contingent à l'existence et à l'ampleur du problème de crédibilité de la politique monétaire. Ce dernier apparaît notamment lorsque (voir l'annexe 3) :

- il existe des rigidités dans l'économie, notamment dans la formation des prix ;
- il y a un conflit entre la stabilisation de l'inflation et la stabilisation de la production. Cela est particulièrement vrai en présence de chocs d'offre puisqu'ils poussent la production et l'inflation dans des directions qui nécessiteraient la mise en place de politiques de sens contraire (4).

Il apparaît que le problème lié à la crédibilité de la politique monétaire, et donc en même temps la préférence pour telle ou telle cible, évolue avec le produit des paramètres représentatif du degré de rigidité nominale et du poids attaché à la stabilisation de la production.

- Lorsque les rigidités sont quasiment inexistantes et/ou que la société ne s'intéresse pas à l'activité, il n'y a pas de conflit d'objectifs entre la stabilisation de l'activité et de l'inflation. Le problème de crédibilité n'apparaît pas et la cible d'inflation est préférée du point de vue de la société.
- Dans le cas contraire, la stabilisation des deux objectifs devient conflictuelle, le problème de la crédibilité de la politique monétaire se ressent et la cible de niveau de prix est préférée.

(4) Nous discutons un peu plus loin du cas où la banque centrale et la société ne partagent pas les mêmes préférences.

6.3 L'ADOPTION D'UNE CIBLE DE NIVEAU DE PRIX AURAIT D'AUTRES AVANTAGES (GESTION DU POLICY-MIX, STABILITÉ FINANCIÈRE, FACE À UNE SITUATION DE DÉFLATION) MAIS PEUT ÊTRE PEU COMPATIBLE AVEC UNE POLITIQUE MONÉTAIRE S'APPLIQUANT À DES RÉGIONS DISPOSANT DE NIVEAUX D'INFLATION HÉTÉROGÈNES.

Plus ou moins directement, il semble que la cible de niveau de prix puisse avoir d'autres avantages :

- Si la banque centrale attache moins d'importance que la société à la stabilisation des variables réelles, il peut y avoir pour la société un attrait supplémentaire pour l'adoption de la cible de niveau de prix par la banque centrale. En effet, le fonctionnement même de la cible de niveau de prix, amenant la banque centrale à accorder plus d'importance à la stabilisation de la production, tendrait vraisemblablement à améliorer le bien-être social (5). Cet argument, s'il est valide, pourrait alors être particulièrement intéressant dans le cas de la BCE, qui par le mandat qui lui a été confié est très fortement attaché à la stabilisation de l'inflation (6).

Parallèlement, l'adoption d'une cible de niveau de prix (relativement à la cible d'inflation) pourrait améliorer, dans ce contexte, le policy-mix entre la politique monétaire et la politique budgétaire, qui devient véritablement conflictuel dès lors que l'autorité publique et l'autorité monétaire disposent d'objectifs fortement divergents.

- Indépendamment des conséquences que cela a sur l'arbitrage entre la stabilisation de l'inflation et de la production, la cible de niveau de prix qui conduit à un lissage plus prononcé des réactions de politique monétaire doit avoir un effet favorable sur la variabilité des taux d'intérêt. Ceci peut être essentiel à la stabilité financière ou lorsqu'il existe des incertitudes concernant les relations structurelles guidant l'économie.

Également, le fait qu'une chute non anticipée dans le niveau des prix soit suivie d'une élévation anticipée du niveau des prix (et du taux d'inflation) doit pouvoir permettre de sortir plus facilement de situation de déflation, comme celle qu'a connu récemment le Japon, en adoucissant la contrainte issue d'un taux d'intérêt nominal proche de zéro. Ainsi, à taux d'intérêt nominal constant, la hausse des anticipations d'inflation mènera à la baisse du taux réel ex-ante (avant mise en œuvre de la politique). Cela est déjà un premier pas dans le sens de la stabilisation de l'économie qui rend la baisse du taux d'intérêt nominal moins pressante.

- Une cible de prix pourrait également permettre de simplifier la gestion des finances publiques. Cette dernière s'effectue dans un cadre pluri-annuel et suppose de raisonner sur des évolutions de dépenses en volume. Ainsi, sous une cible d'inflation, tout choc sur les prix fait s'écarter les finances publiques des objectifs exprimés en volume et nécessite de modifier la trajectoire des dépenses ce qui peut se révéler coûteux pour les agents économiques. Sous une cible de niveau de prix, les prix évoluant au rythme fixé par la banque centrale, la progression des dépenses publiques reste conforme en moyenne aux objectifs et nécessite vraisemblablement des réajustements moins fréquents que sous une cible d'inflation.

En revanche, ce même mécanisme pourrait se révéler particulièrement pernicieux dans l'Union monétaire où une politique monétaire commune s'applique à un ensemble de pays ayant des taux d'inflation divergents (7). Pour l'exemple, admettons que les taux d'inflation divergent fortement entre les pays et que l'inflation moyenne de la zone se situe au-dessus de la cible fixée. Pour ramener l'indice européen de niveau de prix à sa cible, il est donc nécessaire de mener une politique suffisamment restrictive afin que l'inflation passe en-dessous de sa cible. Le taux d'intérêt réel va donc augmenter sous le

(5) Dans cet esprit, un argument supplémentaire en faveur de la cible de niveau de prix apparaît. Rogoff préconise, afin d'améliorer le bien-être social, la nomination d'un banquier central indépendant dont l'aversion vis-à-vis de l'inflation est plus prononcée que celle de la société. Dans le cas de la cible de prix, ce dernier pourra affecter favorablement les anticipations d'inflation, chose qu'il ne peut pas faire sous cible d'inflation (la raison est que la courbe d'offre utilisée introduit de la persistance dans le niveau de prix mais pas dans l'inflation).

(6) Se reporter au tableau de l'annexe 3 pour une estimation du poids attaché par les banques centrales à la stabilisation de la production relativement à la stabilisation de l'inflation. Ce tableau a notamment pour intérêt de montrer que les pays qui constituent aujourd'hui la zone euro sont parmi ceux qui individuellement attachent le moins de poids à la stabilisation de la production.

(7) En termes d'éléments négatifs contre une cible de niveau de prix, il a été montré empiriquement que la cible d'inflation était préférable si les anticipations n'étaient pas rationnelles mais rétrospectives.

double effet de la hausse du taux court et de la baisse des anticipations d'inflation dans une ampleur vraisemblablement supérieure au cas où l'inflation aurait été ciblée. Ce phénomène peut alors être particulièrement dangereux pour les pays qui avaient déjà une inflation faible puisque qu'ils peuvent alors très facilement plonger dans la déflation.

6.4 PRATICABILITÉ DE LA CIBLE DE NIVEAU DE PRIX

Nous avons ici discuté de l'opportunité de l'adoption par la banque centrale d'une cible de niveau de prix plutôt que d'une cible d'inflation. Notre étude n'est certainement pas exhaustive et certains grands faits stylisés, comme les retards de transmission de la politique monétaire, n'ont pas été introduits. Néanmoins, différents éléments évoqués plus haut, nous font dire qu'il peut être préférable du point de vue de la société qu'une banque centrale cible le niveau de prix plutôt que l'inflation.

Toutefois, nous tempérerons notre plaidoyer en faveur d'une application rapide d'une cible de niveau de prix. Les banques centrales occidentales sont à l'heure des politiques dites de ciblage de l'inflation. Leurs contenus sont ambitieux et leurs exposés détaillés dépassent le cadre de cette note. Néanmoins, il est certain que certaines banques centrales, et en premier lieu, la BCE, ont encore de gros progrès à faire dans leur mise en œuvre. Principalement, la communication auprès des marchés est souvent insuffisante et/ou peu claire. Le contenu d'une politique de ciblage du niveau de prix est encore plus ambitieux que celui d'une politique de ciblage de l'inflation.

Pour être efficace, la cible retenue par la banque centrale doit être parfaitement crédible, les agents formant leurs anticipations en conséquence. C'est ce que nous avons supposé dans cette note. Si ce n'est pas le cas, un problème de crédibilité relatif aux croyances des agents quant aux objectifs poursuivis par la banque centrale, différent de celui né de la présence de rigidités dans l'économie, apparaît. Pour éviter que cette situation ne survienne, un travail pédagogique préalable important (par l'information et la communication) de la part de la banque centrale auprès des agents est indispensable (afin que ces derniers comme lors de l'expérience suédoise soient price-level minded).

Bibliographie

Aubert L. (2000) : « Cible d'inflation ou de niveau de prix : Quelle option retenir pour la banque centrale dans un environnement Nouveau Keynésien ? », document de travail n° 00-02, Université d'Évry.

Berg C. et **L. Jonung** (1999) : « Pioneering price level targeting : The Swedish experience 1931-1937 », *Journal of Monetary Economics*, 43, pp. 525-551.

Blinder A. (1997) : « What Central Bankers Could Learn from Academics – and Vice Versa », *Journal of Perspectives*, Vol. 11, n° 2, pp. 3-19.

Cecchetti S., M. Ehrmann (1999) : « Does Inflation Targeting Increase Output Volatility ? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes », NBER, n° 7426.

Rogoff K. (1985) : « The optimal Degree of Commitment to in Intermediate Monetary Target », *Quarterly Journal of Economics*, 100, pp. 1169-1190.

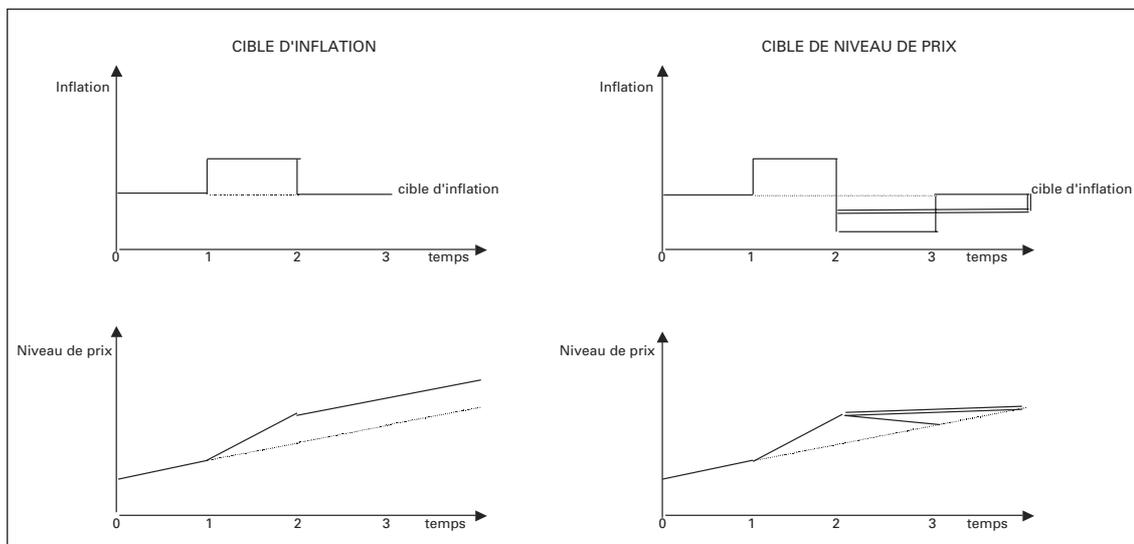
Smets F. (2000) : « What horizon for price stability », Document de travail, Banque Centrale Européenne.

Svensson L. (1999) : « Price Level Targeting VS. Inflation Targeting : A Free Lunch ? », *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 31, n° 3, pp. 277-295.

ANNEXES 6

Annexe 6.1 : Fonctionnement des cibles d'inflation et de niveau de prix et implications sur les anticipations des agents

A l'aide de ces différents graphiques, on cherche à illustrer simplement les différences de réactions de l'inflation et du niveau des prix sous une cible d'inflation et sous une cible de niveau de prix. On envisage un choc temporaire à la période 1 poussant l'inflation au-dessus de sa cible (choc d'offre négatif). Sous la cible d'inflation, l'inflation est ramenée à sa cible dès la période suivant le choc. Par contre, le niveau de prix restera supérieur à ce qu'il aurait été sans choc. Sous une cible de niveau de prix, les écarts du niveau de prix à sa cible sont corrigés. Une hausse temporaire de l'inflation au-dessus de sa cible est donc suivie d'une baisse [également temporaire, mais plus ou moins longue selon la vigueur de la réaction de la banque centrale (double trait pour la réaction la moins agressive)] de l'inflation au-dessous de sa cible. Cette différence de fonctionnement des deux types de cible est comprise par les agents qui adaptent leurs anticipations en conséquence. Ainsi, en anticipant une inflation inférieure à sa cible sous la cible de niveau de prix à la période suivant le choc (cas d'un choc positif sur les prix), les agents font en quelque sorte « une partie » du travail de stabilisation de la banque centrale. Le mécanisme est assez simple. Dans ce type de modèle, l'inflation courante dépend positivement de l'inflation future anticipée. Dès lors, une baisse de l'inflation future anticipée conduit, toutes choses égales par ailleurs, à une diminution de l'inflation courante.



Annexe 6.2 Cadre analytique sous-jacent : un modèle Nouveau Keynésien (avec rigidités des prix et anticipations rationnelles)

1) Présentation du modèle

Le modèle utilisé comprend une fonction objectif pour la banque centrale et une fonction de perte sociale ainsi qu'une fonction d'offre agrégée. L'intérêt de cette modélisation sommaire est qu'elle permet d'une part de modéliser le problème de crédibilité de la politique monétaire et d'autre part de se concentrer plus spécifiquement sur les chocs d'offre dont la stabilisation paraît plus problématique que celle des chocs de demande.

La courbe d'offre est d'inspiration Nouveau Keynésien. Sans en exposer les fondements microéconomiques, la fonction d'offre est construite dans un environnement où les prix sont visqueux et formés de manière échelonnée par les entreprises en concurrence monopolistique. La production dépend positivement de la différence entre l'inflation contemporaine et l'inflation future anticipée. Elle s'écrit en logarithme sous la forme suivante :

$$y_t = \alpha (\pi_t - \beta E_t \pi_{t+1}) + \varepsilon_t \quad (1)$$

où y_t est l'écart de la production à son niveau potentiel. π_t est le taux d'inflation qui correspond à $\pi_t = P_t - P_{t-1}$. E est l'opérateur d'espérance conditionnelle. β est le facteur d'actualisation. ε_t est par hypothèse un choc d'offre temporaire. Un choc d'offre permanent ne change pas qualitativement les résultats que nous exposons par la suite. α est le paramètre représentatif du degré de rigidité nominale, la hausse de α traduisant une hausse de la rigidité.

Le rôle dévolu à la politique monétaire est de minimiser une fonction de perte sociale qui a pour argument l'output-gap et l'inflation. Cette dernière s'écrit :

$$\Lambda = E0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t (W_t) \quad (2)$$

avec la fonction de perte statique à la période t donnée par

$$W_t = \lambda y_t^2 + (\pi_t - \bar{\pi})^2$$

$\bar{\pi}$ est la cible d'inflation. λ est le poids accordé à la stabilisation de la production relativement à la stabilisation de l'inflation.

Pour arriver au meilleur arbitrage, la banque centrale a le choix entre l'adoption d'un critère de perte reprenant les mêmes objectifs que la société (inflation et production) ou bien différent dans le sens où elle cible non pas l'inflation mais le niveau des prix. Dans le premier cas, la fonction de perte statique de la banque centrale s'écrit :

$$L_t = \lambda' y_t^2 + (\pi_t - \bar{\pi})^2$$

avec λ' potentiellement différent de λ .

Dans le second cas, la fonction de perte statique de la banque centrale s'énonce

$$L_t = \lambda' y_t^2 + (p_t - \bar{p})^2 \quad (3)$$

où nous avons, en logarithme, $\bar{P}_t = \bar{\pi} + \bar{P}_{t-1}$. La trajectoire de \bar{P}_t est consistante avec le taux d'inflation cible $\bar{\pi}$. En permanence, la banque centrale s'efforce de ramener le niveau des prix sur un sentier évoluant au taux $\bar{\pi}$.

Les résultats exposés dans la section du texte sont obtenus sous l'hypothèse que $\lambda = \lambda'$. Nous les reprenons ici de manière un peu plus détaillés.

Le choix de la cible de stabilité des prix de la banque centrale doit être contingent à l'existence et à l'ampleur du problème de crédibilité de la politique monétaire qui apparaît lorsque

- il existe des rigidités dans l'économie ($\alpha > 0$ dans (1)).
- il y a un conflit entre la stabilisation de l'inflation et la stabilisation de la production ($\lambda \neq 0$ dans (2) et (3)). Cela est donc particulièrement vrai en présence de chocs d'offre puisqu'ils poussent la production et l'inflation dans des directions qui nécessiteraient la mise en place de politiques de sens contraire.

En réalité, le problème lié à la crédibilité de la politique monétaire, et donc en même temps la préférence pour telle ou telle cible, évolue avec le produit $\alpha\lambda$ (le produit des paramètres représentatif du degré de rigidité nominale et du poids attaché à la stabilisation de la production).

- Lorsque ce produit tend zéro, il n'y a pas de conflit entre la stabilisation des deux objectifs. Le problème de crédibilité n'apparaît pas et la cible d'inflation est préférée du point de vue de la société.
- Lorsque ce produit devient non négligeable, la stabilisation des deux objectifs devient conflictuelle, le problème de la crédibilité de la politique monétaire se ressent et la cible de niveau de prix est préférée.

2) Estimation des poids relatifs dans la fonction de perte de la banque centrale

Pour calculer les valeurs de λ , Cecchetti et Ehrmann (1999) se donnent un modèle très simple composé de deux équations représentatives de la dynamique de la production et de l'inflation, d'une fonction de perte pour la banque centrale et d'une règle monétaire. Estimant ensuite pour chacun des pays la frontière efficace entre variabilité de la production et variabilité de l'inflation, ils en déduisent leurs préférences (révélées) sous l'hypothèse qu'ils ont pris des décisions monétaires optimales (conforme à la règle qu'ils se sont données).

Les valeurs données dans le tableau ci-dessous ont été ajustées par rapport à celles des auteurs de manière à être cohérent avec la fonction de perte (2) que nous donnons. Ce faisant le poids accordé à la variabilité de l'inflation est normalisé à un.

Il est intéressant de noter que cibler l'inflation de manière explicite ne signifie pas automatiquement un désintéret plus grand pour la stabilisation de la production. On peut également s'apercevoir que les principaux pays composant l'Union monétaire sont parmi ceux attachant le moins de poids à la stabilisation des variables réelles.

Pays	Aversion vis à vis de la variabilité de la production, λ
Pays avec cible d'inflation explicite	
Australie	0,23
Canada	0,33
Chili	0,82
Finlande	0,041
Israël	0,39
Nouvelle Zélande	0,87
Espagne	0,49
Suède	0,16
Royaume-uni	0,03
Moyenne	0,32
Autres pays	
Autriche	1
Belgique	1,32
Danemark	0,64
France	0,05
Allemagne	0,06
Irlande	0,06
Italie	0,1
Japon	0,19
Corée	0,27
Mexique	7,33
Pays-bas	0,19
Portugal	0,01
Suisse	0,09
Etats-Unis	0,35
Moyenne	0,33

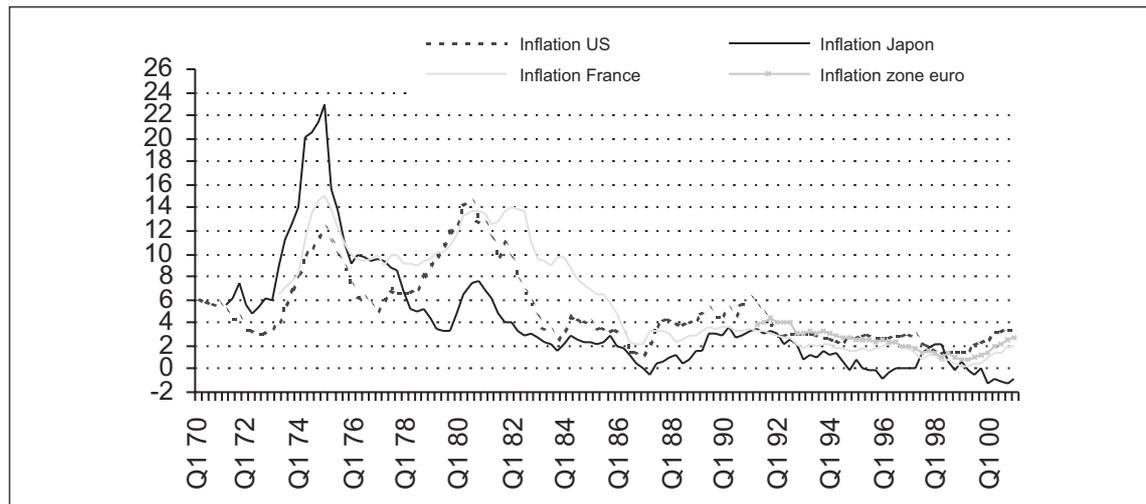
Source : Cecchetti et Ehrmann (1999).

CHAPITRE 7

LE NIVEAU D'INFLATION CIBLE MINIMAL : ARGUMENT THÉORIQUE ET APPLICATION À LA ZONE EURO

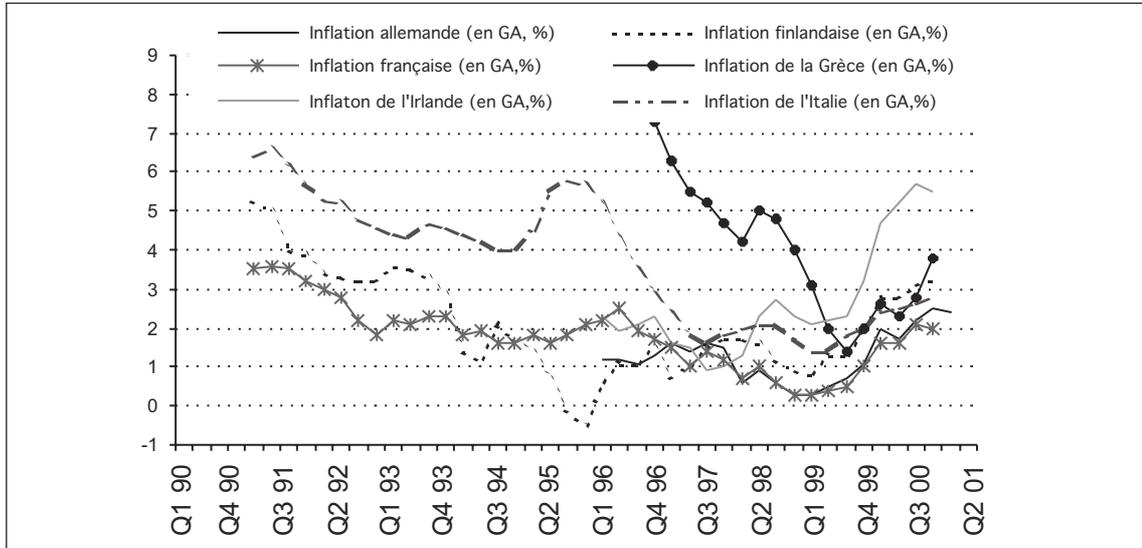
Il est aujourd'hui clairement admis qu'il n'existe pas une relation croissante à long terme entre l'inflation et la production (ou indifféremment l'emploi) (1). En outre, il est même souvent associé à l'inflation de nombreux coûts, bien que souvent diffus et mal ou partiellement quantifiés (coût « d'usure des chaussures », menu costs ou coûts de catalogues, distorsion fiscale dans la mesure où certains revenus ne sont pas indexés, variations inopportunes des prix relatifs et allocation inefficace des ressources, incertitude concernant le futur nuisible à l'investissement...). Sur ce constat, l'ensemble des économistes s'est accordé sur l'idée que la stabilité des prix devait être l'objectif principal d'une banque centrale, qui doit donc se fixer un objectif d'inflation de moyen-long terme. Si littéralement, la stabilité des prix se comprend comme le maintien de l'inflation à zéro, il est incontestable que, dans la pratique, elle a tendance à prendre la forme d'une faible et stable inflation (inférieure à 3 % l'an). Néanmoins, le débat entourant la question du taux d'inflation optimal ou plutôt du taux d'inflation cible minimal perdure. Si un haut niveau d'inflation semble proscrit en raison des coûts qu'il entraîne, aucune vue vraiment consensuelle se dégage sur le niveau d'inflation minimal pour une banque centrale.

Aujourd'hui, toutes les banques centrales occidentales retiennent une cible ou une fourchette cible d'inflation dont la borne basse est comprise entre 0 et 2 % et la borne haute entre 2 % et 4 %. Globalement, toutes ont stoppé leur politique de désinflation une fois atteint un niveau d'inflation proche de 2 %.



Source : Datastream.

(1) Se référer au chapitre 1.



Source : Datastream.

Concernant la zone euro, l'eurosystème a défini la stabilité des prix comme une augmentation annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (ICPH) pour la zone euro inférieure à 2 % tout en excluant la déflation mais déclare ne pas annoncer de limite inférieure pour l'inflation dans la mesure où la taille du biais de mesure dans l'ICPH (voir section 3) reste mal connue. L'objectif de moyen terme d'inflation pour la zone euro apparaît ainsi clairement comme étant un des plus bas des pays occidentaux.

Dans ce chapitre, nous rappelons l'ensemble des arguments qui justifient que les banques centrales retiennent une cible d'inflation non nulle. Un argument est relatif à la construction de l'indice des prix à la consommation qui surestime le vrai coût de la vie (section 3). Deux autres insistent sur l'incapacité de la politique monétaire à stabiliser une économie en situation de basse conjoncture lorsque l'objectif d'inflation est proche de zéro en raison i/ d'une part du fait de la contrainte de positivité des taux d'intérêt nominaux et ii/ d'autre part du fait de la rigidité à la baisse des salaires nominaux (section 2). Ceux-ci semblent devoir être renforcés dans le cas de la zone euro par un argument supplémentaire, à savoir l'existence d'un effet Balassa-Samuelson. Nous montrons alors qu'une borne inférieure pour l'inflation au sein de la zone euro devrait plutôt être comprise entre 1 % et 2 % compte tenu notamment des possibles effets de rattrapage des pays en retard en terme de niveau de vie (effet Balassa-Samuelson).

7.1. UNE CIBLE D'INFLATION TROP FAIBLE RÉDUIT L'EFFICACITÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

a) Une cible d'inflation, nulle compte tenu de la rigidité à la baisse des salaires nominaux, interdit en cas de besoin un ajustement à la baisse des salaires réels

La présence de rigidités nominales dans l'économie empêche aux variables nominales de s'ajuster instantanément face à des aléas conjoncturels et donc aux grandeurs réelles de retrouver immédiatement leur niveau de long terme. Ces rigidités confèrent néanmoins à la politique monétaire une certaine capacité à stabiliser l'activité à court terme. Celle-ci peut cependant être fortement dépendante du niveau de l'objectif d'inflation que se fixe la banque centrale. Akerlof G, Dickens W et Perry G (1996) ont montré que la rigidité à la baisse des salaires nominaux contraint dans des situations de basse conjoncture la politique monétaire lorsque le taux d'inflation ciblé est nul.

Ces auteurs partent du constat empirique qu'il y a, du moins aux États-Unis et au Canada, des rigidités à la baisse des salaires nominaux qui se traduisent par un point d'accumulation en zéro de la distribution des variations des salaires nominaux (interprété comme l'existence de périodes fréquentes de gel des salaires). Les résultats d'enquêtes qu'ils

reportent en fournissent une justification en terme d'illusion monétaire des salariés. Ces derniers seraient moins sensibles à une diminution de leur salaire réel provoquée par la hausse de l'inflation qu'à une baisse de leur salaire nominal.

A un même moment, les entreprises sont confrontées à des chocs d'offre et de demande différents. Certaines subissent des chocs favorables, d'autres au contraire défavorables ce qui implique une dispersion importante des variations de prix (entre les secteurs et entre les firmes des différents secteurs) pour une moyenne agrégée donnée. En présence de salaires nominaux rigides, ces chocs peuvent alors se transformer en un choc positif sur le coût réel du travail pour les entreprises subissant des chocs adverses importants. Ne pouvant pas baisser les salaires nominaux (2), ces entreprises n'ont alors pas d'autres alternatives que de diminuer leur demande de travail et accroître le chômage.

Le choix adéquat de la cible d'inflation est déterminant afin de limiter ces effets négatifs sur l'emploi. Ainsi, à salaire nominal inchangé, un taux d'inflation positif autorise, dans une certaine mesure, l'ajustement des salaires réels et donc permet de limiter (voire écarter) l'impact des chocs négatifs sur la demande de travail des entreprises. Un taux d'inflation nul bride cette possibilité d'ajustement. Au niveau agrégé, la hausse du salaire réel moyen dans l'économie devrait être plus forte qu'en présence d'une cible d'inflation positive et impliquerait la hausse du chômage.

C. Wyplosz (2000) dans le prolongement du travail d'Akerlof, Dickens et Perry conclut que le niveau d'inflation optimal pour la zone euro pourrait se situer aux alentours de 4 % (3). Ce résultat est toutefois mis en doute par Svensson dans son commentaire qui invoque notamment l'argument qu'une période suffisamment longue de faible inflation doit logiquement modifier le comportement et les revendications des salariés. Ceux-ci seraient alors d'autant plus enclin à accepter une diminution de leurs salaires nominaux dans des périodes difficiles que la période de stabilité et de faible inflation a été longue. Dans ces conditions, l'estimation du taux d'inflation optimal faite par Wyplosz serait trop élevée.

b) Avec une cible d'inflation nulle, la banque centrale est incapable de relancer l'économie dans une période de déflation du fait de la contrainte de positivité du taux d'intérêt nominal

Un argument en faveur d'un taux d'inflation positif vient de l'impossibilité d'avoir des taux d'intérêt nominaux négatifs (Summers, 1991). Or en période de dépression, en bas de cycle ou face à des chocs adverses, il peut être important d'avoir des taux d'intérêt réels négatifs. Cibler un taux d'inflation nul revient à se priver de cette possibilité et contraint donc la politique monétaire dans sa capacité à stabiliser l'économie lorsque les taux d'intérêt nominaux viennent buter sur la contrainte de taux de zéro. Dit autrement, une cible d'inflation nulle peut conduire à des phases de déflations au cours desquelles il n'est plus possible de réduire les taux d'intérêt réels (puisqu'elle limite la possibilité d'avoir des taux d'intérêt réels négatifs).

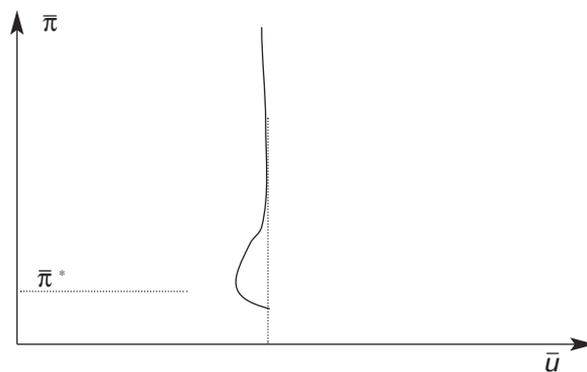
Orphanides A et Wieland V (1998) ont cherché à évaluer l'impact de cette contrainte de taux de zéro sur la performance de l'économie (production et inflation) sous différentes cibles d'inflation. Ils trouvent que dans le cadre d'une économie dont la structure et l'ampleur des chocs sont identiques à ceux qu'ont connu les États-Unis dans les années 1980 et 1990, la contrainte de taux zéro n'a aucune incidence sur la performance de l'économie lorsque la cible d'inflation est de 2 %. En revanche, une détérioration significative de la situation économique est mise en évidence dans les cas où la cible d'inflation se situe entre 0 et 1 %. La variabilité de la production ainsi que de l'inflation s'accroissent et les récessions tendent à devenir plus fréquentes et plus durables. Notamment, ils trouvent que pour une cible d'inflation nulle, la perte de production permanente s'établit aux alentours de 0,1 % de la production potentielle (en raison de la limitation de la marge de manœuvre de la politique monétaire).

(2) La rigidité à la baisse des prix nominaux est susceptible de mener à une analyse similaire. Toutefois, les études empiriques semblent plus difficilement mettre en évidence la rigidité des prix que la rigidité des salaires.

(3) Ce chiffre semble néanmoins retenu de manière arbitraire par extension des exercices de simulation effectués sur la France, l'Allemagne, l'Italie, le Royaume-Uni et la Suisse.

Pour Vinals, cet argument est exagéré au regard de l'expérience puisque dans les 30 dernières années les taux d'intérêt réels n'ont été négatifs, aux États-Unis et dans la zone euro, qu'à seule reprise, au milieu des années 70 (4). Plus proche de nous, c'est le Japon qui a vu sa politique monétaire limitée par la contrainte de taux de zéro. Toutefois, Vinals défend l'idée que la politique monétaire n'est pas totalement contrainte une fois les taux d'intérêt à zéro. Il suffit seulement que la banque centrale change d'instrument et qu'elle accroisse la quantité de monnaie en circulation, ce qui semble être d'ailleurs l'option retenue de la banque centrale du Japon. Vinals signale également que l'adoption d'une cible de niveau de prix peut être un bon moyen pour résoudre une partie de ce problème.

La pertinence de ces deux arguments (limitant la capacité de la politique monétaire à stabiliser l'économie) semble en fait reposer sur l'existence d'une courbe de Phillips à long terme non linéaire au moins pour des niveaux faibles d'inflation (voir graphique ci-dessous). Partant d'une inflation nulle, une hausse modérée de cette dernière, en mettant de « l'huile dans les rouages » dans des économies soumises à diverses rigidités, a un effet positif sur le taux de chômage naturel et le PIB potentiel (voir par exemple, Orphanides et Wieland, et Wyplosz) (5).



7.2. ETANT DONNÉ LA SURESTIMATION DU VRAI COÛT DE LA VIE PAR L'INDICE DE PRIX À LA CONSOMMATION, UNE CIBLE D'INFLATION NULLE SUPPOSERAIT QUE L'ON SOIT EN RÉALITÉ EN DÉFLATION

L'indice des prix à la consommation surévalue le vrai taux de croissance du coût de la vie. Cela peut être ennuyeux à plus d'un titre et notamment dans la définition des réactions de politique monétaire ou le niveau du déficit budgétaire. Dans l'encadré ci-dessous, nous répertorions suivant l'analyse de Shapiro et Wilcox (1996), les problèmes de mesure susceptibles d'intervenir dans le calcul de l'indice des prix à la consommation (mauvaise prise en compte des effets substitutions entre catégories de biens et à l'intérieur d'une même catégorie, des effets nouvel article et nouveau réseau de distribution ainsi que de l'effet qualité). Ces auteurs estiment que le biais à la hausse de l'indice des prix à la consommation aux États-Unis est de 1 % par an. Il ne s'écarte guère du rapport final de la commission « Boskin » (1996) qui évalue cette surestimation à 1,1 % par an, toujours pour les États-Unis. Si ces estimations sont exactes (beaucoup pensent qu'elles sont trop larges, entre autres parce qu'elles ne considèrent que les biais de mesure à la hausse), cibler une inflation nulle reviendrait à être systématiquement en déflation. Il reste que

(4) Il semble que les États-Unis est également connu ce problème à deux reprises (en 1937 et 1945).

(5) Issing (2000) semble rejeter cet argument mais alors rien n'expliquerait que les banques centrales ne diminuent pas leur cible d'inflation d'au moins encore un point. Ceci est d'autant plus vrai que les différents pays, et en premier lieu la zone euro, font d'importants efforts pour améliorer les outils statistiques mesurant l'indice des prix à la consommation dans le but de réduire le biais haussier de la mesure de l'inflation et qu'en outre la BCE ne semble pas tenir compte dans la détermination de sa cible de l'effet Balassa-Samuelson cité ci-après. Nos propos paraissent totalement cohérent avec la synthèse de Kahn d'un symposium intitulé « Achieving Price Stability » et tenu en 1996 à la réserve fédérale du Kansas.

suite au rapport « Boskin », le BLS (l'institut statistique américain) a révisé sensiblement la construction de son indice des prix à la consommation notamment par une révision plus fréquente des pondérations. Cette évolution a sans aucun doute réduit le biais de mesure.

En France, ce problème de surestimation est moins prégnant du fait notamment d'une remise à jour toutes les deux années des pondérations de l'indice. Ainsi, les biais relatifs aux effets substitutions entre les produits et nouveaux réseaux de distribution sont quasi-inexistants. Des indices de prix hédoniques sont également introduits afin d'améliorer la prise en compte de l'effet qualité. Leur nombre sont néanmoins très limité car ils reposent sur une méthodologie coûteuse et difficile à mettre en œuvre. Pour Lequiller (1998), hors biais de nouveaux produits difficilement chiffrable (celui-ci est estimé par la commission Boskin à 0,60 % aux États-Unis et paraît sensiblement exagéré pour Lequiller, a fortiori pour la France), le biais de mesure se chiffrerait en France dans une fourchette de 0,1 % à 0,3 %.

Au niveau de l'Union monétaire, les pays se sont engagés dans un processus d'harmonisation des méthodes de calcul des indices de prix. Au départ, l'objectif était d'accroître la comparabilité des indices en vue d'une application précise d'un des critères de Maastricht (l'inflation d'un pays candidat à l'Union monétaire doit se situer à moins de 1,5 % au-dessus de la moyenne des trois meilleurs pays en matière d'inflation). Aujourd'hui, cette harmonisation est cruciale dans la détermination de la politique monétaire commune qui est basée sur les variables agrégées de la zone. Il est en effet inutile d'ajouter une troisième source d'hétérogénéité, cette fois-ci de nature technique, à côté des hétérogénéités structurelles et conjoncturelles, dans la détermination de la politique monétaire commune. Pourtant, même si des progrès ont été faits, des divergences de méthodes subsistent dans la construction des indices de prix nationaux. On peut penser que les biais de mesures existent dans tous les pays de la zone et sont au moins aussi importants qu'en France.

Encadré 7.1

Les différentes sources potentielles de biais à la hausse dans l'indice de prix à la consommation

Des progrès récents ont été réalisés dans le calcul des indices de prix, notamment en France (indices chaînés, prix hédoniques...). Néanmoins, des sources potentielles de sur-estimations demeurent au niveau de l'ensemble de la zone euro. Nous en répertorions quatre dans ce qui suit.

Effets de substitutions entre catégories et à l'intérieur d'une même catégorie de biens

L'évolution permanente des prix relatifs entraîne une modification des plans de consommation. Toutes choses égales par ailleurs, les consommateurs diminuent (augmentent) leurs achats de biens dont les prix relatifs ont augmenté (diminué). L'indice des prix à la consommation, qui est un indice de Laspeyres (où par définition les pondérations retenues sont calculées à partir des quantités consommées à la période de base), ne tient pas compte de ces effets de substitutions (entre les catégories ou à l'intérieur d'une même catégorie) puisque les pondérations du panier de biens de référence sont fixes et peu souvent remises à jour. Il est donc tenu insuffisamment (trop) compte dans la construction de l'indice des prix des biens dont les prix relatifs ont diminué (augmenté).

Pour la France, ce problème de surestimation du vrai coût de la vie est moins sensible qu'aux États-Unis (en tous cas jusqu'à une période récente), les pondérations du panier référence étant remises à jour annuellement.

L'effet nouvel article

Les nouveaux biens sont introduits dans l'indice avec retard et sont à cet égard sous représentés dans l'indice. De plus, leur introduction se fait de manière à ce qu'elle n'est pas d'effet sur l'indice lors du premier mois de leur introduction. Cela suppose que les niveaux du prix de ces biens n'affectent pas l'indice, et seules les variations ultérieures à la date d'inclusion de ces prix affecteront l'indice. Cela semble ne pas avoir une grande incidence sur la justesse de l'indice pour les biens ayant déjà des proches substitués dans l'indice (en raison de phénomène de concurrence notamment). En revanche, pour les « vrais » nouveaux produits cela peut revenir à omettre l'im-

pact du progrès technique sur les prix. Par exemple, certaines avancées technologiques ont permis le développement, à prix réduit, d'ordinateurs réalisant des tâches dont les prix étaient précédemment prohibitifs. De plus, le prix de ces nouveaux produits suivraient une forme de courbe en L avec un prix décroissant rapidement avec le développement de l'appareil productif puis se stabilisant une fois le produit arrivé à maturité. Les délais d'intégration de ces nouveaux produits dans l'indice introduiraient donc un biais haussier à double titre : d'une part en ne considérant pas le niveau auquel le nouveau bien entre sur le marché et d'autre part en évacuant la phase durant laquelle son prix connaît une décreue importante.

L'effet nouveaux réseaux de distribution

Par beaucoup d'aspects, les problèmes relatifs à l'apparition de nouveaux réseaux de distribution à prix plus bas sont similaires à ceux relatif à l'apparition d'un nouveau bien. Leur intégration dans l'indice se fait avec des délais et leur poids est généralement sous estimé.

Donc, parce que des nouveaux biens sont en permanence offerts aux consommateurs et que de nouveaux réseaux de distribution apparaissent fréquemment, il est nécessaire de rafraîchir l'échantillon de l'IPC afin de conserver une représentation correcte des transactions effectives dans l'économie.

L'effet changement de qualité

Les caractéristiques et donc la qualité des biens et services existants sont continuellement en train de changer. Le principe du calcul d'un indice étant de comparer des produits identiques à des dates différentes, il est fait un effort dans la construction de l'indice pour tenir compte de cet effet qualité (jusqu'à la construction d'indice de prix hédonique). Néanmoins, il semble que l'effet changement de qualité soit sous estimé dans l'indice, ce qui, si l'on admet que les nouveaux produits sont en moyenne de meilleure qualité que les anciens induit un biais à la hausse dans l'indice de prix (une surestimation de l'inflation).

7.3. DANS LA ZONE EURO, UN EFFET DE TYPE BALASSA-SAMUELSON TIRERAIT ENCORE DAVANTAGE VERS LE HAUT LE NIVEAU DE LA CIBLE D'INFLATION QUI DEVRAIT ÊTRE RETENUE PAR LA BCE

Les trois raisons précédentes plaidant en faveur d'une cible d'inflation supérieure à zéro semblent être renforcées dans le cas de la zone euro par un argument supplémentaire, à savoir l'existence d'un effet Balassa-Samuelson (6). Par-delà l'hétérogénéité des taux d'inflation au sein de la zone (voir graphique 1) que justifie cet effet par le rattrapage en terme de niveau de vie des pays les plus en retard, un effet Balassa-Samuelson devrait peut-être nécessiter que la BCE majore sa cible d'inflation actuelle. En effet, si la BCE souhaite qu'aucun des pays de la zone ne se retrouve en situation de déflation, elle doit tenir compte de cet effet de rattrapage (et de ses conséquences en matière d'hétérogénéité des taux d'inflation) dans la détermination de sa cible d'inflation. Cette dernière doit alors être compatible avec l'absence de déflation dans le pays « structurellement » le moins inflationniste ou encore le plus mature (7). Dans cette perspective, la BCE devrait se caler de manière explicite dans le choix de sa cible d'inflation sur l'inflation de ce pays, de sorte que, sous l'influence exclusive d'un effet Balassa-Samuelson, sa cible soit définie de la manière suivante :

Inflation cible de la BCE = Inflation agrégée de la zone – Inflation nationale la plus basse dans la zone

L'analyse Balassa-Samuelson explique les différences dans les taux d'inflation domestiques au sein de l'union monétaire par l'établissement d'une relation entre le comportement des prix non échangeables et la croissance de la productivité. Le rattrapage des

(6) Voir l'annexe 7.3 pour une exposition complète de cet effet dans le cadre d'une union monétaire.

(7) La BCE reconnaît l'existence d'un tel effet mais n'en tire aucune conséquence quant à la détermination de sa cible d'inflation (voir le bulletin mensuel d'octobre 1999).

pays en retard se traduit dans ces pays par une forte hausse du taux de croissance de la productivité dans le secteur exposé qui concourt à une hausse des salaires dans l'ensemble de leur économie ainsi qu'à une hausse du prix relatif du secteur abrité. On aurait ainsi une hausse plus importante de leur indice de prix agrégée pour tendre à un nivellement des niveaux de prix au sein de la zone (l'exercice numérique réalisé dans le point b ci-dessus suit ce postulat) (8).

a) L'analyse de Sinn et Reutter (2001)

Dans l'analyse de Sinn et Reutter, les divergences d'inflation entre les pays de la zone euro sont donc expliquées exclusivement par des différences entre les pays dans les rythmes de productivité générés dans les secteurs des biens échangeables et non échangeables. La volonté de ne voir aucun pays en déflation oblige alors à retenir le pays disposant du différentiel (dans les taux de croissance de productivité) le plus faible comme base pour définir la cible d'inflation de la BCE. Sous ces hypothèses, Sinn et Reutter dont les résultats sont reproduits dans le tableau 1, montrent que l'inflation cible de la BCE devrait se situer aux alentours de 1 % (en ne considérant que l'effet Balassa-Samuelson) afin que l'inflation allemande (l'Allemagne étant le pays apparemment le plus mature) soit juste nulle.

Tableau 1 :
Pays classés selon les taux d'inflation minimum compatible
avec l'absence de déflation dans un pays

Euro-11	
Zone euro	0,94
Allemagne	0
Belgique	0,80
Portugal	0,82
France	1,34
Autriche	1,42
Pays-bas	1,43
Italie	1,49
Espagne	1,53
Irlande	2,35
Finlande	2,74

Source : Sinn et Reutter.

Maintenant, si l'on considère que l'objectif d'inflation de la Bundesbank était avant la constitution de la zone euro de l'ordre de 1,75 % pour des motifs purement internes (biais de mesure et maintien d'une capacité à stabiliser l'économie en phase de récession), il ne semble pas illogique de penser, dans le cas où un effet Balassa-Samuelson existe en zone euro, que la BCE retienne une cible d'inflation supérieure de près d'un point à celle retenue anciennement par la Bundesbank. Ainsi, l'inflation actuelle en zone euro aux alentours de 2,5 % pourrait être interprétée comme la conséquence obligée de la convergence des niveaux de vie entre les différents protagonistes de la zone. À ce titre, l'inflation actuelle (en 2001) ne mérite peut être pas toutes les craintes qu'elle suscite (voir le paragraphe qui suit pour une détermination de la cible d'inflation « effective » actuelle de la BCE à partir d'un petit exercice quantitatif).

(8) Les prix semblent affichés une tendance systématique à être plus bas dans les pays les moins développés et cette différence semble principalement s'expliquer par le niveau du prix des biens non échangeables.

La prise en compte d'un effet Balassa-Samuelson fait que plus l'écart entre la différence moyenne au sein de la zone euro des rythmes de productivité des secteurs échangeables et non échangeables et la différence nationale la plus faible est forte, plus la cible d'inflation que devrait retenir la BCE (afin que ce dernier pays n'entre en déflation) est élevée. Dès lors, l'élargissement de la zone euro à des pays disposant de niveau de vie et de productivité très bas risque d'accentuer encore davantage ces problèmes d'écarts d'inflation dans la zone euro et du choix de la cible d'inflation compatible avec l'absence de pays en situation de déflation. De toute évidence, cela doit tendre à retenir, de la part de la BCE, une cible d'inflation encore un peu plus haute. A contrario, à périmètre constant, le rattrapage des pays les moins avancés et la diminution des écarts de productivité (en taux de croissance), devrait amener la BCE à réduire la cible d'inflation retenue.

**b) Cible d'inflation de la BCE et effet Balassa-Samuelson :
petit exercice numérique sous l'hypothèse d'une convergence
des niveaux de prix à un horizon de 10 ans**

Les écarts d'inflation observés entre les pays de la zone euro s'expliquent pour partie par des facteurs conjoncturels (différences de position dans le cycle économique). Pour une autre partie, le différentiel d'inflation serait imputable à des déterminants structurels (rattrapage économique des pays les moins riches, modes de formation des salaires). Ici, nous menons un petit exercice numérique (peut-être complémentaire au travail de Sinn et Reutter) qui vise à déterminer la cible « effective » réellement poursuivie par la BCE une fois expurgée d'une mesure des effets Balassa-Samuelson définis de manière arbitraire dans le cadre d'un scénario d'une convergence des niveaux de prix à un horizon de 10 ans.

Bien que le marché unique devrait déjà avoir fortement réduit les écarts de niveaux de prix des biens échangeables des pays de la zone euro (problèmes de fiscalité indirecte exclus), des divergences subsistent (comme nous l'avons précédemment laissé entendre) au niveau des prix des biens du secteur abrité pour les pays économiquement en retard. La convergence des niveaux de prix (9) devrait entraîner, dès lors, des taux d'inflation plus élevés (par rapport à la situation où les niveaux de prix de l'ensemble des pays de la zone euro seraient aujourd'hui identiques) pendant encore un certain nombre d'années.

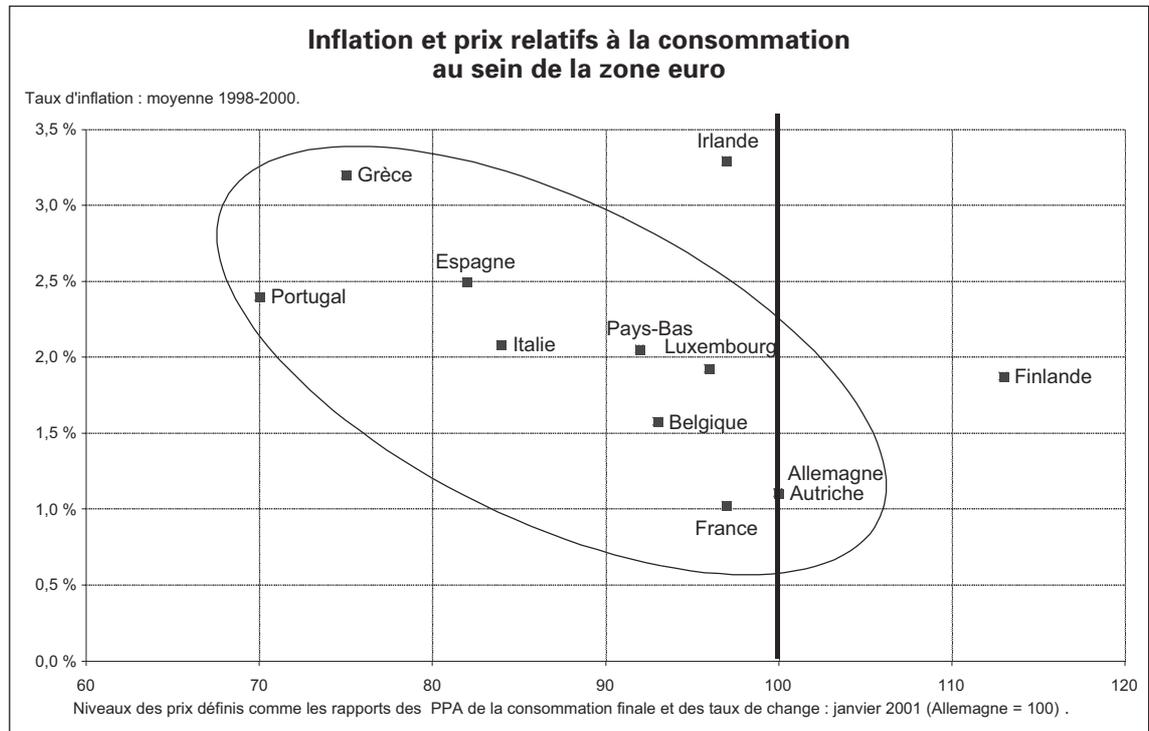
Comme le montre le graphique ci-joint, les pays qui ont les niveaux de prix les plus bas (10) sont également ceux qui ont, tout logiquement, l'inflation la plus élevée (Espagne, Portugal, Grèce, Italie). Dans les autres pays (France, Autriche, Belgique, Luxembourg, Irlande, Pays-Bas), les niveaux de prix sont globalement comparables, les écarts d'inflations s'expliquant davantage par des écarts de conjoncture. En se référant au niveau de prix pondéré de ce dernier groupe de pays (11), l'hypothèse d'une convergence des niveaux de prix à l'horizon de 10 ans (12) nécessiterait des taux d'inflation annuels supérieurs au pays du cœur de la zone de 4 % au Portugal, 3,1 % en Grèce, 2,0 % en Espagne et 1,7 % en Italie. Au total, ce scénario conduirait à un surcroît d'inflation au sein de la zone euro de 0,6 % par an. Les écarts d'inflation observés sur le passé pourraient donc perdurer au cours des dix prochaines années.

(9) Des écarts de prix liés à des différences de fiscalité indirecte pourraient cependant subsister.

(10) Ces prix correspondent au nombre de Deutsch Mark permettant d'acheter dans chacun des pays le même panier représentatif de biens et services. En Allemagne, pays de référence choisi, ce panier de consommation coûte 100 Deutsch Mark.

(11) Il est égal à 98 Deutsch Mark.

(12) Si l'Irlande a convergé en 5 ans, les autres pays en phase de transition semblent converger plus lentement (Portugal et Espagne, par exemple).



Maintenir l'inflation de la zone euro autour de 1,5 % (l'inflation maximale à moyen terme étant de 2 % selon la BCE), suppose donc que l'inflation en France et en Allemagne soit en moyenne inférieure à 0,9 %. De telle cible s'avère très basse. On peut même, compte tenu du biais de mesure, faire une approximation encore plus basse de l'inflation que devrait cibler des pays tels que la France et l'Allemagne pour que la BCE réalise en moyenne une inflation de 1,5 % (qui nous supposons être la cible de la BCE, 2 % étant sa borne supérieure).

Estimation de la cible d'inflation implicite des grands pays	
Cible moyenne de la BCE (1)	1,5 %
Incidence de l'effet Balassa-Samuelson (2)	0,6 %
Biais de mesure (3)	0,2 % – 0,5 %
Cible d'inflation effective (1)-(2)-(3)	0,4 % – 0,7 %

CONCLUSION

Partant d'une situation d'inflation élevée au début des années 80, les banques centrales occidentales ont toutes stoppées leur politique désinflationniste une fois atteint un niveau d'inflation proche de 2 %. Elles s'efforcent à présent de s'éloigner le moins possible de ce niveau, assimilable le plus souvent à la cible d'inflation de la banque centrale.

Dans ce chapitre, nous présentons les éléments qui nous semblent importants pour justifier du choix de ne pas retenir une cible d'inflation nulle pourtant recommandée par certains économistes. N'abordant pas les coûts (peut-être permanents) en emploi associés au passage d'une inflation à 2 % à une inflation nulle ainsi que les gains retirés du seigneuriage, trois éléments, voire quatre dans le cas de la zone euro, nous paraissent d'importance.

Le premier est relatif à un problème technique et réside dans la surestimation par l'indice des prix à la consommation du « vrai » coût de la vie. Deux autres concernent l'incapacité de la politique monétaire, lorsque l'objectif d'inflation est zéro, à réguler des chocs négatifs en présence de salaires nominaux rigides à la baisse et/ou face à des taux d'intérêt

nominaux proche de zéro. Le dernier, plus spécifique, concerne la zone euro et plus largement les unions monétaires dans lesquelles œuvreraient un effet Balassa-Samuelson. L'intégration poussée des marchés de pays ayant des niveaux de développements différents doit susciter le temps du rattrapage du niveau de vie des pays les plus en avance par les pays en retard, des écarts d'inflation. La banque centrale de la zone (ici, la BCE) doit en tenir compte pour déterminer sa cible d'inflation si elle souhaite qu'aucun pays (parmi les plus avancés) ne rentre en déflation. Pour cela, elle doit encore majorer le niveau d'inflation qu'elle vise. Ainsi, un surcroît d'inflation de l'ordre de 0,6 % par an au sein de la zone euro pourrait être redevable à un effet Balassa-Samuelson sous l'hypothèse d'une convergence des niveaux de prix l'horizon de 10 ans.

ANNEXE 7

Annexe 7.1 :

le taux d'intérêt nominal donné par une règle de Taylor pouvoir se heurter plus rapidement à la contrainte de positivité lorsque la cible d'inflation est zéro

Nous cherchons à voir de manière très « simpliste » si dans le cas d'une cible d'inflation nulle une règle de Taylor pourrait se heurter rapidement dans des circonstances adverses à la contrainte de positivité du taux d'intérêt nominal.

Pour la France, nous réalisons donc ici un petit exercice de simulation à partir d'une règle de Taylor :

$$i = r^* + \dot{p}^a + 0,5 * (p - \dot{p}^c) + 0,5 * gap,$$

où i est le taux d'intérêt nominal de court terme (3 mois), r^* le taux d'intérêt réel neutre, \dot{p}^a le taux d'inflation anticipé, \dot{p} le taux d'inflation courant, \dot{p}^c la cible d'inflation et gap « l'écart de production ».

Sur la décennie 90, les écarts-types d'output gap et d'inflation sont de respectivement 2 % et 1 % pour des moyennes de - 1,28 % et 1,89 %. Nous retenons un taux d'intérêt réel neutre de 2,25 %. Nous supposons le taux d'inflation anticipé toujours égal à la cible d'inflation retenue. Le relâchement de cette hypothèse tendrait plutôt à accentuer le risque de mordre sur la contrainte de taux zéro puisque on peut supposer que dans le cas d'une situation de déflation les anticipations d'inflation se situent en dessous de la cible.

Nous envisageons à présent deux cas, le premier est caractérisé par une cible d'inflation de 2 % et le second par une cible d'inflation de 0 %. Dans ce second cas, on suppose que la série d'output gap sur la décennie 90 reste inchangée (ce qui tend à relâcher la contrainte de taux zéro), et donc sa moyenne, mais que l'inflation est en moyenne à sa cible. Dans les deux cas, on suppose égaux les écarts types des séries d'output gap et d'inflation (donnés ci-dessus).

Dans la situation conjoncturelle la plus défavorable, les taux nominaux déterminés par une règle de Taylor s'établirait alors :

sous la cible d'inflation de 2 % à :

$$i = 2,25 \% + 2 \% + 0,5. (1,89 \% - 1 \% - 2 \%) + 0,5.(- 1,28 \% - 2 \%) = 2,055 \%$$

sous cible d'inflation à 0 % à :

$$i = 2,25 \% + 0 \% + 0,5.(- 1 \%) + 0,5. (-1,28 \% - 2 \%) = 0,11 \%$$

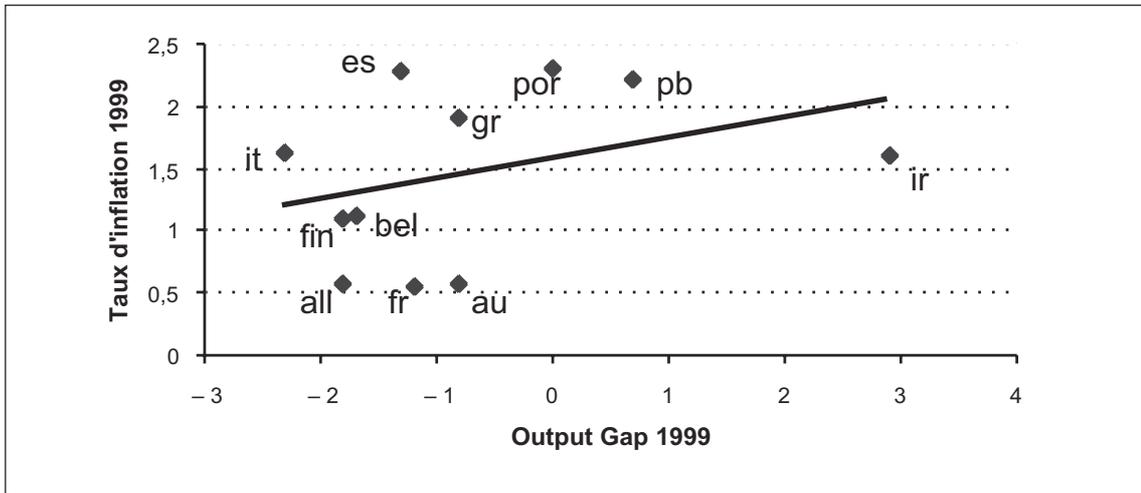
Annexe 7.2 :

Hétérogénéité des taux d'inflation, des situations conjoncturelles et convergence des niveaux de vie au sein de la zone euro

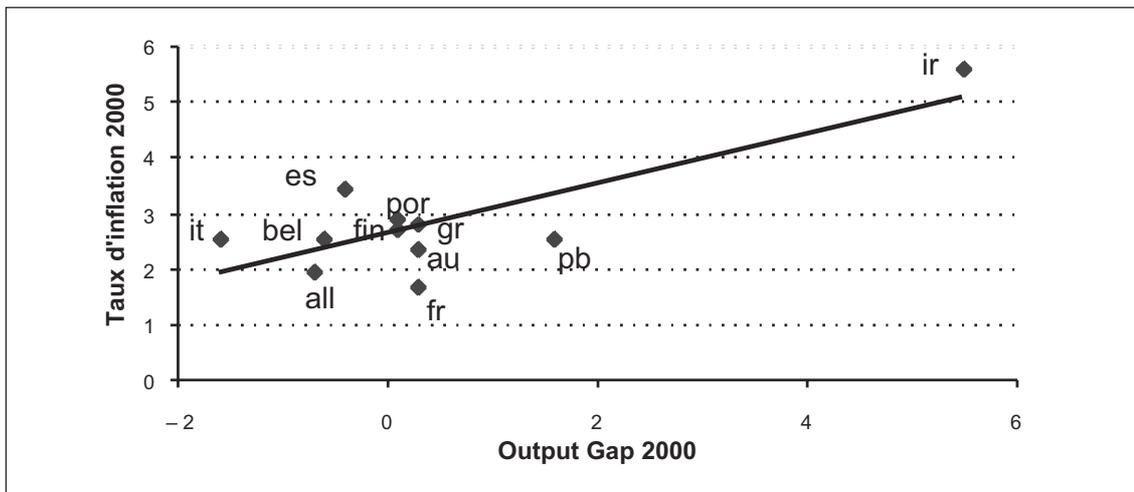
Observant que les positions dans le cycle des différents pays de la zone euro ne sont pas en mesure d'expliquer pleinement les différences d'inflation entre ces pays (cf. graphiques 1 et 2) (13), Sinn et Reutter insistent sur l'existence d'un effet Balassa-Samuelson, comme l'une des raisons de cette divergence. La zone euro composée de pays plus avancés que d'autres doit par l'approfondissement de l'intégration des marchés, le renforcement de la transparence des prix et le rapprochement des économies, permettre un rattrapage rapide des pays les moins avancés (graphique 3, sur lequel, en dépit d'une tendance disposant bien du signe attendu, l'argument illustré n'est tout de même pas très marqué).

(13) L'OCDE ne calcule pas d'output gap pour le Luxembourg.

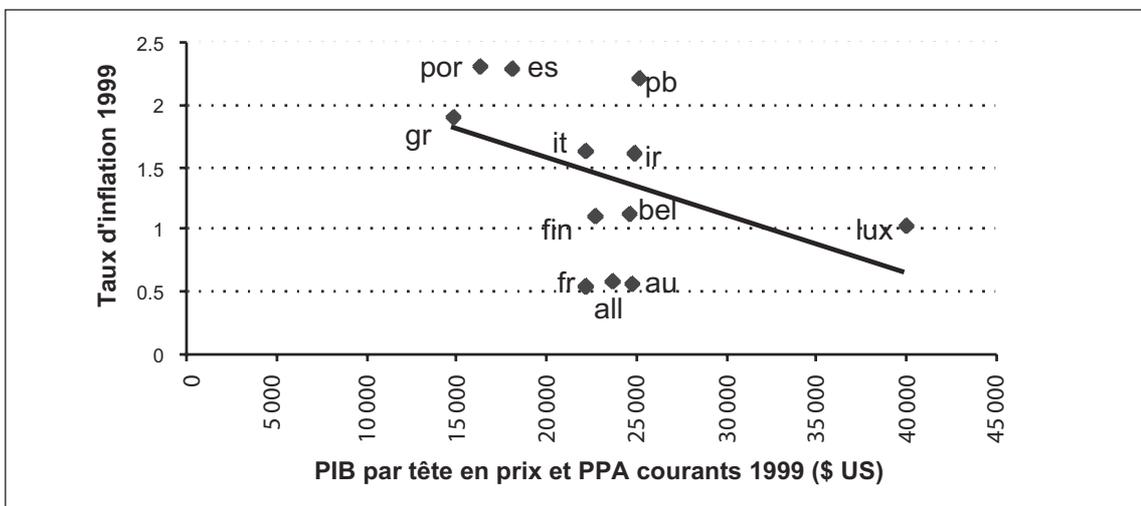
Graphique 1



Graphique 2



Graphique 3



Annexe 7.3 : Exposition de l'effet Balassa-Samuelson en union monétaire

Le mécanisme sous-jacent à un effet de type Balassa-Samuelson peut s'énoncer de la manière suivante. Les économies nationales se décomposent en deux secteurs, celui des biens échangeables (noté E) et celui des biens non échangeables (noté NE). Le prix des biens échangés est le même dans tous les pays alors que ceux des biens non échangés peuvent différer d'un pays à l'autre. Le libre échange, la concurrence et la diffusion des technologies font que la productivité du travail dans le secteur des biens échangeables croît très rapidement dans les pays les moins avancés. Cela s'accompagne d'une hausse parallèle des salaires, qui par le jeu de la concurrence et de la mobilité intersectorielle des travailleurs se transmet au secteur des biens NE. Cette hausse des coûts dans le secteur des biens NE des pays en phase de rattrapage ne s'accompagnant pas d'une hausse équivalente du taux de croissance de la productivité, les prix des biens NE ont tendance à augmenter relativement plus vite que les prix des biens échangeables. Il s'ensuit une hausse du niveau de prix agrégée de ces pays relativement aux pays les plus avancés.

Cette divergence dans les niveaux d'inflation au sein des pays de la zone provoquée par le rattrapage et la convergence des niveaux de vie peut avoir des implications importantes quant au choix de la cible d'inflation retenue par la BCE. Ainsi, si la BCE souhaite qu'aucun des pays de la zone ne se retrouve en situation de déflation, elle doit tenir compte de cet effet de rattrapage dans la détermination de sa cible d'inflation. Sa cible d'inflation doit alors être compatible avec l'absence de déflation dans le pays « structurellement » le moins inflationniste (14).

L'intuition exposée ci-dessus peut être développée de manière plus formelle. Exprimés en euro, la monnaie commune à l'ensemble des pays, les prix des biens échangeables sont les mêmes dans tous les pays de la zone (15) de sorte que l'on ait

$$p_i^E = p^E, \forall i = 1, \dots, 12 \quad (1)$$

En revanche, les prix des biens non échangeables, p_i^{NE} , peuvent différer entre les pays.

Cependant, la concurrence interne et la mobilité des travailleurs entre les deux secteurs doivent logiquement assurer la réalisation de l'égalité du taux de salaire w_i dans les deux secteurs, tel que l'on ait l'égalité suivante :

$$y_i^E p_i^E = w_i = y_i^{NE} p_i^{NE} \quad (2)$$

où y_i^E et y_i^{NE} sont les productivités marginales du travail dans respectivement les secteurs des biens échangeables et non échangeables.

D'après (1) et (2), le taux de croissance (signalé par un point) des prix dans le secteur non échangeable s'écrit alors

$$\dot{p}_i = \dot{p} + y_i^E - y_i^{NE} \quad (3)$$

c'est-à-dire comme la somme du taux de croissance du prix international des biens échangeables et de la différence entre les taux de croissance de la productivité dans les secteurs des biens E et NE. En d'autres termes, plus la différence entre les rythmes de productivité (en faveur du secteur des biens E) est élevée plus la hausse des prix dans le secteur des NE relativement à celle dans le secteur des E doit être forte pour assurer l'égalité des salaires entre les deux secteurs. Par extension, si la différence intersectorielle des rythmes de productivité est plus forte dans certains pays que dans d'autres, les prix des biens NE doivent croître plus vite dans ces pays que dans les autres, ce qui signifie encore que les taux d'inflation dans ces pays doivent être plus hauts que dans les autres. Dans ces conditions, si l'on souhaite éviter qu'aucun des pays de la zone euro ne rentrent en déflation, le taux d'inflation ciblé par la BCE devrait être calé sur le pays disposant de la différence dans les rythmes de productivité, $\frac{\dot{y}_i^E - \dot{y}_i^{NE}}{y_i^E - y_i^{NE}}$, la plus faible (visiblement,

(14) La BCE reconnaît l'existence d'un tel effet mais n'en tire aucune conséquence quant à la détermination de sa cible d'inflation (voir le bulletin mensuel d'octobre 1999).

(15) Ce qui signifie encore dans le cas où les pays auraient encore des monnaies distinctes que la PPA est vérifiée dans le secteur des biens échangeables.

l'Allemagne au regard du tableau 1 fourni par Sinn et Reuter). Cette contrainte de non déflation est particulièrement vivace dans le cas de pays matures dans lesquels n'apparaissent pas (ou peu) de surcroît de gains de productivité dans le secteur des biens E et dans lesquels il n'est donc plus possible d'observer une déformation des prix relatifs en faveur des entreprises produisant dans le secteur des biens NE.

Tableau 1 : Taux de croissance des productivités et des prix dans la valeur ajoutée*

	Productivité du travail		Prix dans la valeur ajoutée		Différence	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Echangeable	Non échangeable	E	NE	Productivité	Prix
Allemagne	1,90	1,55	1,71	3,25	0,34	1,54
Autriche	3,21	1,07	1,38	3,41	2,14	2,03
Belgique	3,07	1,74	1,62	3,35	1,33	1,73
Espagne	1,92	- 0,36	3,49	5,90	2,28	2,41
Finlande	5,98	1,88	1,62	4,45	4,10	2,84
France	3,01	0,97	1,20	2,98	2,04	1,77
Italie	3,79	1,50	3,34	5,79	2,29	2,44
Irlande	6,07	1,84	0,23	3,76	4,23	3,52
Pays-bas	2,91	0,79	0,89	1,90	2,13	1,02
Portugal	3,52	2,00	8,25	10,43	1,52	2,18

Source : Sinn et Reutter.

* Ces chiffres représentent la moyenne des taux de croissance annuels sur la période 1987-1995. Les auteurs restreignent le secteur des biens échangeables à l'agriculture et au secteur manufacturier. Le secteur des biens non échangeables englobe ici la construction, les services, l'électricité, le gaz et l'eau.

Concernant ces dernières affirmations, il est possible d'être plus précis. Le taux d'inflation d'un pays i est donné par

$$\pi_i = (1 - \alpha_i^{NE}) \dot{p}^E + \alpha_i^{NE} \dot{p}_i^{NE} \quad (4)$$

avec α_i^{NE} la part du secteur des biens NE dans la consommation.

Le taux d'inflation agrégée de l'ensemble de la zone s'écrit également comme une moyenne pondérée des taux d'inflation nationaux :

$$\pi^{NE} = \sum_{i=1}^{12} \beta_i \pi_i, \quad \sum_{i=1}^{12} \beta_i = 1 \quad (5)$$

avec β_i le poids du pays dans la consommation de la zone. Intégrant (3) dans (4), il vient encore

$$\pi_i = \dot{p}^E + \alpha_i^{NE} (\dot{y}_i^E - \dot{y}_i^{NE}) \quad (6)$$

de sorte qu'en fine le taux d'inflation du pays i est égal au taux de croissance des prix dans le secteur des biens échangeables plus le poids du pays dans la consommation de la zone fois l'excès de la croissance de la productivité dans le secteur des biens échangeables. Afin qu'aucun pays ne puisse connaître une situation de déflation, $\pi_i \geq 0 \quad \forall i = 1, \dots, 12$, il convient d'avoir pour chacun des pays la relation suivante vérifiée

$$\dot{p}^E \geq -\alpha_i^{NE} (\dot{y}_i^E - \dot{y}_i^{NE}) \quad \forall i = 1, \dots, 12 \quad (7)$$

Cette inégalité montre que dans le cas où le taux de croissance de la productivité dans le secteur des biens E est supérieur à celui du secteur des biens NE, l'absence de déflation dans un pays i peut être associée à des évolutions divergentes des prix dans les deux secteurs (une hausse des prix des biens NE et une baisse des prix des biens E). Maintenant des équations (5) et (6), le taux d'inflation agrégé s'écrit

$$\pi = \dot{p}^E + \sum_{i=1}^{12} \beta_i \alpha_i^{NE} (\dot{y}_i^E - \dot{y}_i^{NE}) \quad (8)$$

Il est alors possible de déterminer le taux d'inflation agrégé minimum compatible avec l'absence de déflation dans un pays quelconque. De (7) et (8), on obtient

$$\pi_{\min} = \sum_{i=1}^{12} \beta_i \alpha_i^{NE} (\dot{y}_i^E - \dot{y}_i^{NE}) - \min_{i=1, \dots, 12} [\alpha_i^{NE} (\dot{y}_i^E - \dot{y}_i^{NE})]$$

ce qui revient encore à écrire, que sous l'hypothèse de la validité de l'effet Balassa-Samuelson et sans autre considération que ce soit, l'inflation cible de la BCE doit être définie par la relation :

**Inflation cible de la BCE =
Inflation agrégée de la zone – Inflation nationale la plus basse dans la zone**

A structure inchangée (en niveau et en proportion) dans la hiérarchie des taux d'inflation, faire cela reviendrait à avoir dans le cas où la cible d'inflation de la BCE est validée une inflation nulle dans le pays le moins inflationniste, i.e le pays ayant le différentiel de croissance de productivité intersectoriel le plus faible (voir tableau 2).

Bibliographie

- Akerlof G., Dickens W. et Perry G.** (1996) : « The Macroeconomics of Low Inflation », Brookings Papers on Economic Activity.
- Bulletin mensuel de la BCE** : « Les écarts d'inflation dans une union monétaire », octobre 1999.
- Issing O.** (2000) : « How to promote growth in the euro area : the contribution of monetary policy », Conférence à la banque centrale de Belgique, 12 mai 2000.
- Kahn G.** (1996) : « Achieving Price Stability : A Summary of the Bank's 1996 Symposium », Economic Review, quatrième trimestre, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Lequiller F.** (1998) : « L'indice des prix surestime-t-il l'inflation ? », Sociétal, n° 23.
- Orphanides A. et Wieland V.** (1998) : « Price Stability and Monetary Policy Effectiveness when Nominal Rates are Bounded at Zero », Board of Governors of the Federal Reserve System, juin.
- Shapiro M. et Wilcox D.** (1996) : « Mismeasurement in the Consumer Price Index : An Evaluation », NBER Macroeconomics Annual.
- Sinn H.-W. et Reutter M.** (2001) : « The minimum Inflation Rate for Euroland », NBER n° 8085, janvier.
- Summers L.** (1991) : « How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined? », Journal of Money, Credit and Banking, pp 625-631, août.
- Svensson L.** (1999) : « Price Stability as a Target for Monetary Policy : Defining and Maintaining Price Stability », NBER n° 7276, août.
- Vinals J.** (2000) : « Monetary Policy Issues in a Low Inflation Environment », Colloque « Why Price Stability », 2 et 3 décembre, Francfort.
- Wyplosz C.** (2000) : « Do We Know Low Should Inflation Be ? », Colloque « Why Price Stability », 2 et 3 décembre, Francfort.

CHAPITRE 8

DIVERGENCE DES TAUX D'INTÉRÊT RÉELS EN ZONE EURO ET EFFICACITÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE COMMUNE

En lien par certains aspects avec la dernière section du chapitre précédent, nous nous penchons à présent sur les divergences de taux d'intérêt réels entre les pays de la zone euro, issues des différences d'inflation domestiques (à la fois pour des raisons conjoncturelles et structurelles) qui éloignent bien souvent la politique monétaire commune des besoins véritables des économies nationales.

Comme nous l'avons souligné précédemment des écarts d'inflation semblent devoir perdurer de manière durable (pour des raisons conjoncturelles et structurelles) entre les pays de la zone euro. Or, les écarts d'inflation entre les pays de la zone euro conduisent mécaniquement à des divergences de taux d'intérêt courts réels, ainsi que de taux longs réels. Les investisseurs au sein de la zone euro déterminent en effet leur allocation d'actifs en fonction des taux nominaux puisqu'ils sont indifférents, en l'absence de risque de change, à l'inflation locale (1). Ainsi, les taux longs réels se situent aux alentours de 3,5 % en France alors qu'ils sont nuls aux Pays-bas. Plus largement se pose indirectement le problème de l'efficacité de la politique monétaire commune au regard des situations économiques nationales.

8.1 LES TAUX D'INTÉRÊT RÉELS SONT UN PEU TROP ÉLEVÉS DANS LES GRANDS PAYS

Un exercice de simulation de règle de Taylor (2) (construite pour approximer le taux d'intérêt court réel optimal) pour les différents pays de la zone au premier trimestre 2001, permet par leur comparaison avec les taux effectifs, d'appréhender, dans une optique purement conjoncturelle, les écarts entre les conditions monétaires « optimales » individuelles et la politique monétaire unique.

Il ressort, globalement, que les conditions monétaires sont : un peu trop rigoureuses dans les grands pays ; trop accommodantes pour les « petits » pays, en-dehors de la Belgique.

	Taux court réel	Réel neutre	Taux d'intérêt Output gap	Inflation	Taux réel de Taylor	Écart - taux effectif taux de Taylor
	Autriche	3.1	2.1	0.5	2	2.4
Belgique	3	2.1	- 0.3	2.5	2	0.8
Finlande	2.3	2.1	0.9	2.7	3	- 0.7
France*	3.5	2.1	0.2	1.4	1.9	1.6
Allemagne	2.4	2.1	- 0.7	2.4	2	0.4
Grèce	2.1	2.1	- 0.1	3.3	2.7	- 0.6
Irlande	1	2.1	5.5	4	5.9	- 4.9
Italie	2.5	2.1	- 1.2	2.7	1.9	0.7
Pays-Bas	0.1	2.1	0.8	4.8	3.9	- 3.8
Portugal	0.4	2.1	- 0.1	4.8	3.5	- 3.1
Espagne	1.1	2.1	0.3	4	3.5	- 2.15
Zone euro	2.11	2.1	- 2.1	2.6	2.3	- 0.19

Source : OCDE

* Sur la base de l'inflation d'avril 2000 (2 % pour l'IPCH), le taux de Taylor pour la France monte à 2.2 %.

(1) Les écarts de taux longs nominaux entre les pays de la zone euro (reflétant pour l'essentiel des primes de risque et de liquidité différentes) sont faibles. Par exemple, l'écart maximal s'élevait, pour le premier trimestre 2001, sur les obligations publiques à 10 ans, à 70 points de base.

(2) Pour les taux d'inflation, nous avons retenu les glissements en mars et une cible d'inflation de 2 % pour tous les pays. Si l'on tient compte d'un effet Balassa-Samuelson expliquant des divergences d'inflation entre les pays de la zone, cette dernière hypothèse devrait en toute logique être remise en cause. Le taux d'intérêt réel neutre de tous les pays a été posé égal au taux de croissance potentiel de l'ensemble de la zone euro sur la période 93-2000 (estimation OCDE).

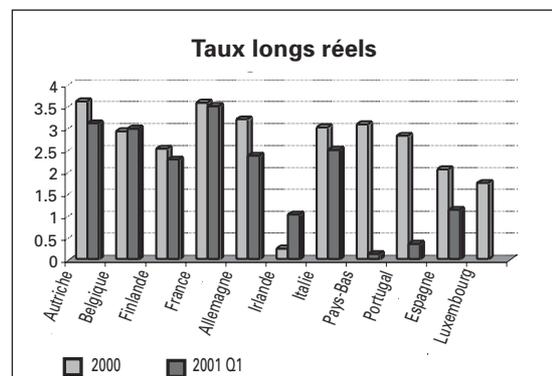
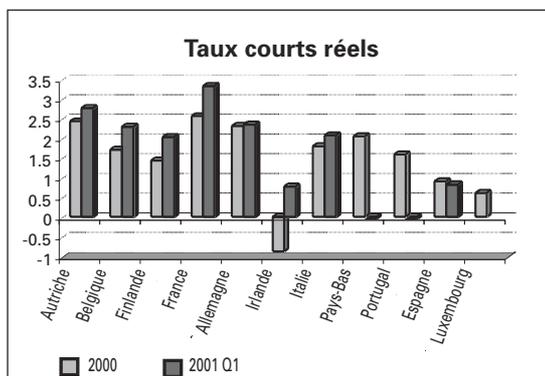
8.2 CETTE APPARENTE INADAPTATION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE UNIQUE ALIMENTE LA SURCHAUFFE DANS LES PETITS PAYS

A) Pour les pays en phase de rattrapage (la Grèce, l'Espagne, et le Portugal notamment), la convergence des niveaux de prix et de PIB par tête vers ceux des pays du cœur de la zone, signifie de manière mécanique, à taux nominal de l'ensemble de la zone donné, des taux d'intérêt réels plus bas que dans les autres pays, indépendamment de toutes considérations conjoncturelles. En effet, en change flexible, une inflation plus forte dans un pays se traduit « normalement » par un taux d'intérêt nominal plus élevé, le taux d'intérêt réel étant fixé au niveau mondial. En union monétaire, le taux d'intérêt nominal (court) est fixé. Dès lors, une inflation plus élevée via notamment des effets Balassa-Samuelson implique un taux réel plus faible.

B) En revanche, les conditions monétaires prévalant en Finlande, aux Pays-bas et en Irlande, sont manifestement inadaptées, à savoir beaucoup trop lâches, à leur situation conjoncturelle. Pour ces trois pays, on ne peut pas (ou plus) prétendre à l'existence d'un effet Balassa véritablement significatif. Les écarts très fortement négatifs entre les taux réels optimaux et les taux réels effectifs peuvent laisser craindre, si rien n'est fait par ailleurs, l'émergence de situation d'excès de demande, de surinvestissement, voire de bulles financières et immobilières.

Ainsi, à conditions monétaires inchangées, la régulation des surchauffes que connaissent ces pays nécessiteraient des resserrements budgétaires importants, vraisemblablement de plusieurs points de PIB. Sans quoi, il ne reste plus qu'à compter sur les pertes de compétitivité et le ralentissement des exportations qu'occasionneront la forte hausse de leurs prix (ce mécanisme tendant d'ailleurs à resserrer les conditions monétaires prévalant dans ces pays). Néanmoins, l'expérience (pays européens dans les années 80) a montré que ces ajustements par les compétitivités étaient très lents. A titre d'exemple, si les taux d'intérêt réels restent 400 pdb en-deçà de ce qui serait optimal pour le pays, il faudrait un resserrement budgétaire de près de 1 à 1,5 point de PIB pour faire face à la phase de surchauffe actuelle.

C) La France est le pays, qui semblerait aujourd'hui pâtir le plus de la politique monétaire commune. Avec le taux d'inflation le plus bas de la zone et un output gap proche de zéro, elle a, en première analyse, la politique monétaire la plus restrictive de l'ensemble des pays de la zone. Ainsi, l'écart entre le taux court réel effectif et le taux court réel « optimal » serait de l'ordre de 1,6 % (écart de 1,3 % si l'on refait le calcul avec le chiffre d'inflation d'avril). Par comparaison, selon notre exercice, les conditions monétaires allemandes seraient quatre fois moins restrictives. Néanmoins, il convient de souligner que dans la perspective de la réalisation de la cible d'inflation de la BCE pour l'ensemble de la zone euro, la France devrait plutôt viser une inflation de l'ordre de 1 % (se reporter au chapitre précédent). Dès lors, les conditions monétaires en France seraient actuellement trop lâches pour que la BCE valide son objectif d'inflation, proche de 1,5 %.



8.3 DÉTERMINATION ET EFFICACITÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE COMMUNE

La politique monétaire de l'Union Économique et Monétaire Européenne est définie par le Conseil des gouverneurs de la Banque Centrale Européenne (BCE) qui comprend actuellement quinze membres (les six membres du directoire et les onze gouverneurs des banques centrales nationales des pays participant à l'Union monétaire).

Le principe selon lequel ce conseil prend ses décisions de politique monétaire, « un membre égale une voix », laisse planer le risque que celles-ci ne deviennent l'otage des préoccupations nationales. Ainsi, il apparaît une certaine forme d'incompatibilité entre la volonté de ne s'appuyer que sur les variables moyennes (pondérées) de la zone pour définir la politique monétaire et la structure décisionnelle de la BCE.

Divergences d'opinions, divergences de structure et de conjoncture s'entremêlent dans la définition de la politique monétaire commune de la BCE qui s'éloigne de la politique optimale, tant sur le plan individuel que sur le plan collectif. Pour les pays en surchauffe, la politique monétaire commune est trop lâche alors que pour les pays à la traîne elle est trop restrictive.

L'élargissement de l'Union par l'intégration des pays de l'Europe de l'Est et du Sud ne pourra qu'accroître les problèmes d'hétérogénéité de la zone et d'efficacité de la structure décision et de la politique monétaire commune.

Dans ce contexte, des aménagements du processus de décision de la BCE ont été proposé par P. Artus (2000 a et b) et A. Casella (2000). Le premier insiste sur la nécessité de considérer la dispersion des situations au côté de la situation moyenne de la zone. La seconde recommande un changement radical du processus de décision. La politique monétaire serait perçue comme un bien public dont les banques centrales nationales pourraient s'échanger des parts selon les besoins du moment.

La coordination des politiques budgétaires nationales entre elles et avec la politique monétaire commune semblent être également deux éléments indispensables pour atténuer les problèmes inhérents à l'application d'une même politique monétaire à des pays différents.

8.4 DES AMÉNAGEMENTS EN VUE DE RÉDUIRE LA DISPERSION ENTRE LES PAYS ET/OU D'AMÉLIORER L'EFFICACITÉ DE LA PMC SONT ENVISAGÉS.

Des aménagements dans le processus de décision de la BCE sont vraisemblablement nécessaires pour améliorer l'efficacité de la politique monétaire commune. C'est dans cette optique, que s'inscrivent les propositions de P. Artus (2000a et b) et A. Casella (2000) que nous reportons.

A) Pour Artus, un moyen de réduire la dispersion entre les pays de la zone serait d'introduire celle-ci comme élément dans la fonction de perte de la BCE

Ne pas prendre en considération la dispersion des pays de la zone dans la définition de la PMC peut, dans certaines circonstances, être sous optimal. Par exemple, envisageons deux pays se situant initialement dans des situations conjoncturelles identiques mais étant structurellement différents de sorte qu'une même politique monétaire ne produise pas les mêmes effets. Il vient qu'après la première impulsion monétaire, leurs cycles respectifs se déphasent et que la banque centrale commune doit alors définir une politique monétaire pour des pays conjoncturellement et structurellement différents. Dans ce contexte, la proposition d'Artus peut être une solution.

Pour que la BCE s'occupe davantage de l'hétérogénéité des pays de la zone lors de la définition de sa politique, Artus recommande qu'elle se base à la fois sur la situation moyenne des pays mais également sur la dispersion de ces situations. Cette solution serait certainement un pas vers la réduction des dispersions des conjonctures nationales et a l'avantage de ne pas bouleverser la structure de décision de la BCE.

Si l'on suppose que la banque centrale européenne ne cherche qu'à stabiliser l'inflation et que, pour l'exemple, nous restreignons l'union monétaire à deux pays (pays 1 et pays 2), la fonction de perte quadratique que la BCE cherche actuellement à minimiser s'écrit :

$$\Lambda_{BC} = [(\lambda_1\pi_1 + \lambda_2\pi_2) - \bar{\pi}]^2$$

avec π_1 et π_2 respectivement l'inflation dans les pays 1 et 2 et λ_1 et λ_2 le poids de chacun des pays dans le PIB global.

$\bar{\pi}$ la cible d'inflation de l'ensemble de la zone.

Si maintenant, elle décidait de prendre en compte la dispersion des situations par rapport à l'inflation moyenne de la zone, elle devrait modifier son critère de perte à minimiser dans le sens suivant :

$$\Lambda_{BC} = [\lambda_1 (\pi_1 - \bar{\pi})^2 + \lambda_2 (\pi_2 - \bar{\pi})^2]$$

Cette expression est encore équivalente à :

$$\Lambda_{BC} = [\Pi_m - \pi]^2 + [(\pi_1 - \Pi_m)^2 + (\pi_2 - \Pi_m)^2]$$

avec $\Pi_m = (\lambda_1\pi_1 + \lambda_2\pi_2)$ l'inflation moyenne de la zone.

L'idée est donc que la BCE ne doit pas se préoccuper du bien-être d'un pays moyen hypothétique mais plutôt du bien-être moyen de l'ensemble des pays. En faisant cela, la BCE veillerait à la fois à la stabilité des variables macroéconomiques et à ce que les situations individuelles ne soient pas trop éloignées les unes des autres. Un arbitrage doit néanmoins s'exercer dans la mesure où ce qui se gagne en terme de dispersion se paie en terme de volatilité des variables agrégées. Un paramètre supplémentaire (placé devant le second crochet de la dernière expression ci-dessus) pourrait alors être introduit afin de moduler l'importance accordée par la BCE à la minimisation des différences nationales. En ce qui concerne la politique monétaire, elle deviendrait, selon P. Artus, moins active lorsque la dispersion est prise en compte. Les simulations effectuées Penot, Pollin et Seltz (2000) sont moins catégoriques. Dans les deux cas, aucune intuition économique n'est donnée au changement d'orientation de la PMC lorsque la dispersion est prise en compte.

L'allocation des voix au sein du Conseil des gouverneurs nous semble potentiellement incompatible avec le fait que la BCE veuille s'occuper exclusivement des valeurs moyennes. En revanche, le principe un membre-une voix conduit, de manière implicite, à prendre en considération, dans une certaine mesure, l'hétérogénéité des pays dans la détermination de la PMC.

B) Pour Casella, c'est la gestion et la conception de la PMC comme un bien collectif qui permettrait d'améliorer son efficacité

Casella (2000) propose de repenser la politique monétaire commune en termes de choix collectif. La politique monétaire commune doit être perçue comme un bien public avec des effets inégaux sur la distribution du bien-être entre les pays de la zone. En l'absence d'une unité politique unique capable d'opérer des transferts en direction des « perdants », l'auteur envisage l'introduction d'un mécanisme de marché. Celui-ci pourrait prendre la forme d'une modification du schéma de vote actuel. L'auteur suppose des banquiers centraux représentant au conseil de la BCE les intérêts de leur pays respectif et donc partageant les préférences nationales. Dans ce contexte, l'auteur propose d'attribuer à chacun des banquiers centraux un stock de droit de vote transférable et échangeable entre banquiers centraux sous accord préalable des membres du directoire. L'idée est que l'accumulation de ces droits de vote (assimilable à un bien privé) procure un accroissement du bien-être dans la mesure où elle confère un poids supplémentaire dans la définition de la politique monétaire lors d'une réunion future. Ces droits de vote pourraient, par exemple, se négocier entre un pays souhaitant à un moment donné (en raison de sa situation conjoncturelle) infléchir avec force sur la décision de politique monétaire et un pays y étant indifférent étant donné qu'il disposera dans le futur de droits supplémentaires. D'après l'auteur, la transparence, la prévisibilité, l'efficacité généralement accordées à ce type de mécanisme devrait permettre d'allouer le bien public de manière optimale, d'autant qu'il s'affranchit de la contrainte selon laquelle les banquiers centraux nationaux doivent représenter l'intérêt collectif. Il reste que l'auteur ne dit rien sur la manière dont les stocks de droit de vote doivent être alloués (part du PIB, équi-répartition...) entre les pays. On ne sait non plus dans quel sens la PMC serait affectée.

Cette solution est séduisante mais doit être approfondie. Elle nous paraît, néanmoins, pour l'heure, difficilement envisageable tant le changement à mettre en œuvre paraît brutal.

C) Sur le mode de décision de la FED, un directoire majoritaire au sein du Conseil de la BCE permettrait d'atténuer la menace d'un régionalisme trop marqué.

Pour éviter que les considérations nationales polluent les décisions de la BCE, une copie du mode de décision de la FED serait un premier pas. L'idée serait alors d'attribuer un poids plus important aux membres du directoire qu'aux banquiers centraux dans le vote. Ces derniers prendraient alors place au sein du conseil des gouverneurs sur un nombre limité de poste sur la base d'une « tournante ». On pourrait toutefois envisager que les banquiers centraux de certains grands pays, tels que l'Allemagne et la France, puissent être membres permanents du conseil.

Cette option pourrait en outre devenir incontournable pour éviter la cacophonie qui pourrait résulter, avec l'intégration des pays d'Europe de l'Est et du Sud, d'un conseil des gouverneurs à « trente membres » (3).

Cette évolution du mode de décision semble être, de toutes celles qui sont proposées, la plus facile à mettre en œuvre, du moins à court terme.

(3) Pour Buitier, un Conseil des gouverneurs à 17 membres est déjà trop large pour des discussions sérieuses et efficaces. Notant que le FOMC comporte 12 membres et les Conseils de politique monétaire des banques d'Angleterre et du Japon, 9 membres, il envisage un Conseil à 7 membres comme probablement optimal.

ANNEXE 8

Annexe 8.1

« Le thermomètre monétaire » de Goldman Sachs

	États-Unis FOMC	Zone Euro BCE
« Faucon » « Rigoureux »		Issing (juin, 06, Allemagne) Vanhala (Finlande)
	Meyer (jan, 2002) Broaddus (Richmond, dec, 2000) Jordan (Cleveland, dec, 2000) Kelley (jan, 2004)	Trichet (France) Hamalainen (juin, 2003, Finlande)
	Ferguson Parry (San Francisco, dec, 2000)	Noyer (juin, 2002, France) Duisenberg (juin, 2006, Pays-Bas)
	Gramlich (jan, 2000)	O'Connel (Irlande) Wellink (Pays-bas) Domingo Solans (juin, 2004)
	Guynn (Atlanta, dec, 2000)	Rojo (Espagne) Constancio (Portugal) Mersch (Luxembourg)
« Colombe » « Laxiste »	Greenspan (juin, 2004) McDonough (New York, v)	Quaden (Belgique) Fazio (Italie) Padoa-Schioppa (juin, 2005, Italie) Liebscher (Autriche) Welteke (Allemagne)

Entre parenthèses sont spécifiées pour les États-Unis la banque centrale dont les personnes sont gouverneur ainsi que la date de fin de mandat. Pour la BCE, seulement la date de fin de mandat des membres du directoire est donnée.

Goldman Sachs fait une tentative de classement des membres actuels des conseils monétaires de la FED, la BCE, de la banque du Japon et de la banque d'Angleterre (les deux derniers n'étant pas ici reproduits) dans leur inclination plus ou moins prononcée pour le laxisme ou la rigueur monétaire. Ce classement est basé sur l'histoire des votes et des individus ainsi que sur leurs déclarations. Pour la BCE, ce classement est plus subjectif. D'une part, les minutes ne sont pas publiées et d'autre part les membres du Conseil s'attachent à ne pas laisser transparaître les divergences qui pourraient naître au regard des spécificités de chacun des pays qu'ils représentent. Pour cette raison, toutes les décisions de politique monétaire ont été jusqu'à présent prises « à l'unanimité ». Le classement de Goldman Sachs pour les membres de la BCE est donc effectué à partir d'un certain nombre de critères incluant notamment la situation conjoncturelle des pays d'appartenance des membres. Cet argument nous semble tout à fait légitime. Il nous paraît en effet difficile (notamment en période de crise) de faire totalement abstraction de ses origines, sa culture et du bien-être de ses pairs.

CHAPITRE 9

LA POLITIQUE MONÉTAIRE AMÉRICAINE (1)

Les États-Unis connaissent coup sur coup les deux plus longues phases d'expansion de leur histoire. La première dura de novembre 1982 à août 1990, soit sept ans et huit mois. La seconde débuta en avril-mai 1991 et se poursuivait au troisième trimestre 2000. Entre les deux, une récession courte tel que l'on assiste à un phénomène sans précédent, dix-huit années de croissance quasi-ininterrompu. Durant ce que Taylor (1998 b) qualifie de « Long Boom », le taux d'inflation est resté remarquablement faible et stable au contraire des années précédentes. Cette plus grande stabilité de l'inflation s'est accompagnée de moindres fluctuations de la production et de « l'explosion » des marchés d'actions. Cela n'est pas réellement surprenant dans la mesure où chaque récession majeure a été précédée d'une forte hausse de l'inflation. Ainsi, la maîtrise de l'inflation semble être une des clés de la performance actuelle de l'économie américaine.

De facto, la politique monétaire américaine a été jugée garante de cette croissance vigoureuse et est ainsi revenue ces dernières années au premier plan du débat économique. Au plan pratique et factuel, on le doit notamment à l'emblématique président de la FED, A. Greenspan qui par une politique très réactive aux cycles économiques et une information bien construite a su pérenniser la croissance en maîtrisant les anticipations d'inflation. Au plan académique, c'est la reformulation et le recentrage de la théorie de la politique monétaire sur des aspects plus positifs et concrets, par un certain nombre de macroéconomistes de renom, qui est à l'origine de ce mouvement de réhabilitation de la politique monétaire (2).

Dans cette étude, nous montrons en quoi la politique monétaire conduite ces 20 dernières années par Volcker (octobre 1979 à août 1987) puis par Greenspan (août 1987 à nos jours) se démarque de celle menée par leurs prédécesseurs. Nous donnons également quelques exemples du pragmatisme de Greenspan dont certaines déclarations et/ou décisions ont permis d'éviter que l'économie américaine ne rentre en récession lors de périodes délicates.

9.1 LES ÉVIDENCES EMPIRIQUES SUR LESQUELLES LA FED BASE SA POLITIQUE MONÉTAIRE ACTUELLE

Héritier de la tradition quantitativiste, les monétaristes, conduits par Milton Friedman, prônaient au début des années 50, l'adoption par la FED d'une règle monétaire non contingente (à l'état de l'économie) caractérisée par un taux de croissance constant pour la masse monétaire. Ils banissaient toute volonté de la part de la FED de stabiliser les fluctuations cycliques de l'économie. Pour eux, une attitude discrétionnaire de la part des banquiers centraux ne pouvait qu'aviver l'instabilité en raison de « l'incompétence » de ces derniers dans la compréhension des retards longs et variables dans les opérations de politique monétaire. Dans les années 70, leurs opposants et donc les partisans de la discrétion, s'appuyant sur une étude empirique de Samuelson et Solow montrant l'existence d'un arbitrage à long terme entre l'inflation et le chômage, ont rallié la FED à leur thèse. C'est vraisemblablement l'une des causes de l'inflation élevée qui prévalut à cette époque.

Aujourd'hui, de nouvelles évidences empiriques ont conduit à une modification notable du rôle assigné à la politique monétaire (3). Il est actuellement acquis pour la plupart des éco-

(1) Ce chapitre a été écrit au tout début de l'année 2001 avant que la dégradation américaine se fasse véritablement jour et que la FED mène une politique de baisse de taux d'un activisme jamais vu de toute son histoire.

(2) Il est accepté que la politique budgétaire et fiscale ne peut être un outil contracyclique (de stabilisation) efficace du fait notamment de la lenteur de sa mise en œuvre et qu'à ce titre la politique monétaire est le bon outil.

(3) Voir le chapitre 1 pour une approche plus développée.

nomistes qu'il n'existe aucune corrélation entre les prix (ou la monnaie) et la production à long terme. Ainsi, une banque centrale ne peut, à long terme, que déterminer l'inflation tendancielle, qui résultera de la quantité de monnaie qu'elle injecte dans l'économie.

En revanche, il apparaît certain, notamment en raison de diverses rigidités présentes dans l'économie (rigidités des prix et des salaires nominaux notamment), que les perturbations monétaires peuvent avoir des effets réels importants à court terme. Ainsi, la banque centrale, qui a la possibilité de stabiliser l'économie à court terme lorsque celle-ci est soumise à des chocs, doit arbitrer à court terme entre la variabilité de l'inflation et la variabilité de la production.

L'arbitrage que la banque centrale retiendra entre la variabilité de la production et la variabilité de l'inflation sera essentiellement guidé par ses préférences ou encore par l'importance relative qu'elle attache à la stabilisation de chacune de ces variables. Aux États-Unis, le Federal Reserve Act, amendé par la loi sur le plein emploi et la croissance équilibrée de 1978, assigne comme objectifs à la FED « le plein emploi, la stabilité des prix et la modération des taux d'intérêt à long terme », cette dernière ayant donc pour mandat d'agir sur le cycle économique. Sa mission est donc plus large que celle conférerait à la banque centrale européenne dont l'objectif de prime sur tout.

A ce stade, il convient de signaler que l'attitude générale de la FED vis-à-vis de la valeur externe de sa monnaie, le dollar, consiste à ne rien faire. Elle pratique donc le « benign neglect » (douce insouciance) sauf dans des circonstances très exceptionnelles de sur-évaluations ou de sous-évaluations. Cette position de principe peut être motivée par deux arguments. D'une part, les États-Unis sont faiblement ouverts sur l'extérieur (son degré d'ouverture, défini comme la part des exportations ou des importations sur le PIB, est de l'ordre de 10 %). Ce faisant, l'économie de ce pays est peu sensible aux incidences que peuvent avoir les mouvements du taux de change sur son économie. D'autre part, il est difficile pour un pays disposant d'une monnaie de statut international de manipuler librement son taux de change. En effet, les États-Unis évoluent dans un monde d'interdépendance structurelle et stratégique où le taux de change devient la variable clé sur laquelle se concentrent conflits et stratégies. Dès lors, si la FED devait accorder dans la définition de sa politique un poids trop important aux fluctuations du taux de change (en vue de reporter la charge de l'ajustement des chocs sur les pays partenaires), il pourrait s'installer des scénarios, bien connus et abondamment étudiés dans les années 80, de non-coordination à l'échelle internationale des politiques monétaires. Bien entendu, ces politiques seraient par nature inefficaces (voir Aubert, 2000).

Encadré 9.1

Le cadre institutionnel de la politique monétaire américaine

La FED (créée en 1913) reproduit, dans le domaine monétaire, la structure fédérale des États-Unis. L'organe décisionnel est le Board of Governors de la Réserve Fédérale. Il est composé de sept membres désignés par le président des États-Unis et confirmé par le sénat. Le mandat de ces membres, non renouvelable, est de quatorze ans, excepté pour le président et le vice-président, qui exercent un mandat renouvelable de quatre ans. Le Banking Act de 1933-1935 a créé le FOMC (Federal Open Market Committee), lequel, organe afférent à la FED, prend les décisions essentielles de politique monétaire et en particulier celle de fixation des taux d'intérêt directeurs (le taux des fonds fédéraux – fed funds – étant le plus significatif d'entre eux). Le FOMC rassemble les sept membres du Board, et les présidents des douze FED régionales. Cependant, seuls cinq parmi ces douze présidents disposent, sur la base d'une tournante, du droit de vote. En pratique, le président de la FED de New York vote toujours. Le FOMC se réunit en principe huit fois par an, soit à peu près une fois toutes les six-sept semaines, pour discuter de l'état de l'économie et de ses perspectives à un terme proche. Les décisions du FOMC sont prises à la majorité. C'est un organe (l'Open Market Desk) de la FED de New York qui est ensuite chargé de garder le taux effectif des fonds fédéraux proche du taux désiré.

La FED affecte principalement l'activité américaine en manipulant le taux des fonds fédéraux (taux directeur) ou plus exactement sa cible. C'est le taux principal auquel se refinancent les établissements de crédit auprès de l'institut d'émission (voir l'encadré 9.2) pour un exposé plus détaillé des principaux instruments de la FED. Il correspond au loyer de l'argent au jour le jour sur le marché interbancaire. La Fed intervient donc quotidiennement sur le marché interbancaire afin d'ajuster les besoins de trésorerie des banques, de sorte que le taux pratiqué fluctue autour

du taux fixé. L'Open Market desk procède en achetant et vendant des titres gouvernementaux américains pour le compte de la FED ou en engageant des transactions qui sont l'équivalent en pratique de l'achat ou de la vente de titres gouvernementaux.

La conduite de la politique monétaire américaine est aujourd'hui indissociable de la politique d'information et de communication que mène la FED auprès des marchés et du public. Celle-ci fait référence au concept de transparence et de contrôlabilité de la politique monétaire. Ainsi, à côté du maniement effectif du taux des fonds fédéraux, les signaux que peut envoyer la FED par le biais de ses diverses publications ou par les interventions orales de ses différents membres (et en premier lieu Greenspan) sont devenus un instrument incontournable à l'ancrage et à l'orientation des anticipations de marché.

Le système de responsabilité de la FED s'organise de la manière suivante. Il comprend le compte rendu devant le congrès, deux fois par an, de l'évolution récente et des perspectives à court terme de la politique monétaire (procédure Humphrey-Hawkins), des auditions fréquentes du président et des autres membres du Board of Governors par les deux chambres du congrès. La publication des minutes du FOMC, en pratique six à huit semaines après l'événement, participe également largement à la transparence et à la contrôlabilité de la FED (voir Bernanke et alii, 1999 et de Boissieu, 1998).

9.2 COMMENT EST DÉTERMINÉ LE TAUX DES FONDS FÉDÉRAUX DÉSIRÉ ?

Taylor (1993) montre que la simulation de sa règle (voir le chapitre 3) sur la période (1987 à 1992) corrobore assez bien l'évolution du taux des fonds fédéraux, en dehors de la période particulière du krach de 1987.

Dans un article ultérieur (1998 c), Taylor examine plusieurs périodes de l'histoire monétaire des États-Unis. Il estime les coefficients (il laisse libre les coefficients associés à l'output-gap et à l'inflation) de la règle donnée par (1) pour différentes périodes (4). Il aboutit aux résultats donnés dans les tableaux qui suivent :

Périodes	1879 : 1 à	1897 : 1 à	1879 : 1 à	1960 : 1 à	1987 : 1 à	1954 : 1 à
Variables	1891 : 4	1914 : 4	1914 : 4	1979 : 4	1997 : 3	1997 : 3
Constante	6,458	5,519	5,984	2,045	1,174	1,721
π	0,019	0,034	0,006	0,813	1,533	1,101
γ	0,059	0,038	0,034	0,252	0,765	0,329

Source : Taylor (1998 c).

La constante correspond au terme $r_0 + \pi$ au taux d'intérêt neutre augmenté du taux d'inflation.

Le résultat principal est que la FED a répondu de manière beaucoup plus agressive à l'inflation et à la production (exprimée en volume) dans les années 80 et 90 que dans les années 60 et 70 et durant le gold exchange standard. Clarida, Gali et Gertler (1998) aboutissent à un résultat analogue à la différence près qu'ils introduisent l'inflation anticipée au lieu de l'inflation courante. Le choix de faire réagir le taux d'intérêt court à l'inflation anticipée et non à l'inflation courante est certainement plus satisfaisant dans la mesure où les effets de la politique monétaire sur l'activité et les prix ne sont pas instantanés mais décalés dans le temps (du fait de la présence de diverses rigidités dans l'économie).

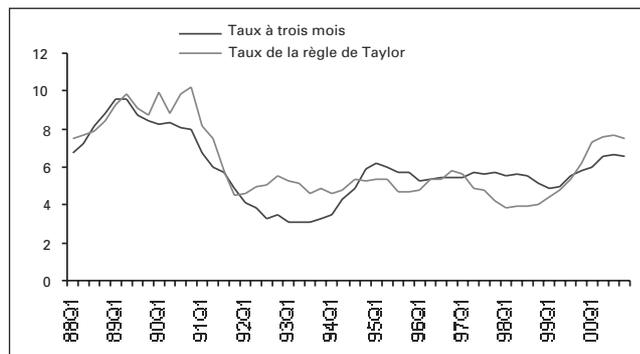
La raison pour laquelle une réaction relativement vigoureuse du taux des fonds fédéraux est souhaitable, est aisée à comprendre. Les décisions d'investissement sont prises sur la base du taux d'intérêt réel et non sur la base du taux d'intérêt nominal. Or, une réaction du taux des fonds fédéraux à une hausse de l'inflation dans une proportion inférieure à un pour un conduit à une baisse du taux d'intérêt réel. Dans ces conditions, plutôt que de refroidir l'économie, la politique monétaire alimente la surchauffe. Il semble donc que ce soit ce type de réaction, insuffisamment active, qui ait prévalu jusqu'à l'ère Volker. C'est en tout cas en ces termes que Clarida et alii expliquent la forte poussée inflationniste des

(4) Ce qui revient à estimer les paramètres ϕ_γ et ϕ_π d'une règle écrite sous la forme : $i = r_0 + \pi + \phi_\gamma \gamma + \phi_\pi (\pi - \pi_0)$.

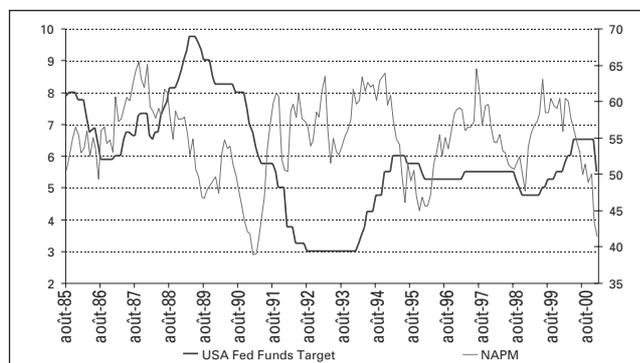
années 70. En revanche, les estimations ci-dessus montrent que Volker puis Greenspan ont bien compris et appliqué ce mécanisme. Pour réprimer l'inflation, la hausse du taux des fonds fédéraux doit être telle que le taux d'intérêt réel augmente.

La FED utilise très certainement une règle de type Taylor dans sa prise de décision, cette dernière spécifiant ainsi le taux des fonds fédéraux « optimal » compte tenu des conditions économiques courantes. Néanmoins, il serait faux de prétendre à un comportement aussi systématique de la part de la FED. Le graphique ci-dessous retrace sur la période 1988 : 1 à 2000 : 3, les évolutions du taux donné par la règle de Taylor et du taux des certificats de dépôts à trois mois (qui est une bonne approximation du taux des fonds fédéraux). On peut observer que si le taux à trois mois s'enroule autour du taux de Taylor, il peut subsister des écarts non négligeables.

Taux réel neutre à 2,2 % et inflation cible à 2 %



La règle de Taylor est un outil utile d'aide à la décision, parmi d'autres, et en aucun cas elle ne se supplée à toutes les autres considérations. Elle a l'avantage néanmoins de placer la FED dans un cadre bien spécifié ce qui pour elle est un moyen d'acquérir une certaine visibilité. Pour autant, la FED n'a pas renoncé totalement à son comportement discrétionnaire, refusant de « se lier totalement les mains » (il est impossible d'établir une règle contingente à l'ensemble des aléas possibles (bulles ou krach boursiers, chocs pétroliers...)) et la représentation du fonctionnement de l'économie demeure incertaine et ce qui détermine ses choix repose en dernier recours sur une analyse pragmatique de toute l'information dont elle dispose. Elle s'appuie ainsi sur des projections économiques issues de différents modèles structurels. Elles scrutent les indicateurs de confiance, au premier rang desquels l'indice de l'activité industrielle du NAPM (association nationale des directeurs d'achats américains), les indices de confiance du consommateur américain calculés par l'université du Michigan et par le *conference board* mais aussi les anticipations de marché... La FED calcule également un taux de Taylor basé sur l'inflation sous-jacente (inflation purgée des chocs transitoires par l'exclusion du prix des biens les plus volatiles – alimentaires et énergétiques principalement). Il est en effet crucial de cerner le caractère transitoire ou permanent des chocs inflationnistes sachant qu'un choc inflationniste temporaire ne doit pas être combattu. En outre les banques centrales, et particulièrement la FED, sont amenées à prévenir – voire guérir – les crises bancaires et financières (5), et à ce titre assurer une fonction de prêteur en dernier ressort, ce qui peut parfois être, à court terme, antagonique avec l'objectif de stabilité des prix.



(5) Ainsi, ces quinze dernières, la FED a eu à faire face au krach boursier de 1987, à l'explosion de la bulle immobilière en 1991, à une crise obligataire en 1994, une crise bancaire en 1998, et enfin à une bulle suivie d'une correction profonde sur les cours boursiers des valeurs TMT (Technologies-Médias-Télécommunications).

9.3 LE PRAGMATISME DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE AMÉRICAINE

On date généralement le pragmatisme de la politique monétaire américaine à 1982, trois ans après que Paul Volker eut pris la présidence de la FED. Celui-ci compris que dans un environnement où les innovations financières se développaient de manière exponentielle et où l'ouverture commerciale et financière internationale de l'économie américaine croisait, l'interprétation des différents indicateurs des pressions inflationnistes (notamment des agrégats monétaires) devait se faire avec beaucoup plus de discernement qu'auparavant. Son successeur, Alan Greenspan, a poussé à l'extrême cette manière de concevoir la politique monétaire avec une réussite apparemment sans égal (6). Ainsi, il a su éviter, à plusieurs reprises, que l'économie américaine ne sombre dans une récession prolongée. Son premier fait d'arme (et peut-être principal) réside dans la manière dont il a géré le krach boursier de 1987. En injectant massivement des liquidités à court terme de manière à faciliter le crédit, il a évité que l'économie américaine ne tombe en récession (7). Ensuite, en récupérant rapidement une partie des liquidités fournies au marché, il a évité que le taux d'inflation ne s'envole (8).

Aujourd'hui son aura et sa crédibilité auprès des marchés sont telles qu'il lui suffit parfois de prendre simplement la parole, sans pour autant intervenir sur les marchés, pour que l'économie reprenne le « droit » chemin. Un des exemples récents, est son intervention, le mardi 5 décembre 2000, devant un parterre de banquiers américains. Il jugeait que la croissance américaine après avoir connue la surchauffe s'était ralentie de manière très appréciable et que l'instabilité des marchés financiers pouvait provoquer un ralentissement excessif de l'économie. En effet, le haut niveau des cours boursiers a été, en stimulant la consommation (les actions représentent une part importante du patrimoine des ménages américains, de sorte qu'il existe aux Etats-Unis ce que l'on appelle un effet richesse) et l'investissement des entreprises, l'un des moteurs de la croissance. En retour, ces mêmes mécanismes peuvent renforcer et accélérer le ralentissement de l'économie américaine avec la forte baisse des marchés d'actions entamée depuis le mois de mars 2000. En faisant, cette déclaration il laissait entendre que la politique monétaire pouvait dans un futur proche s'assouplir. La réaction des marchés n'a pas tardé. Le jour même le NASDAQ enregistrait la plus forte hausse de son histoire jusqu'alors (10,48 %) et les taux longs américains sur les emprunts d'État à 10 ans se détendaient fortement. En deux jours, ils passaient de 5,50 % à 5,36 %. L'intervention orale a provoqué le même type de réaction qu'une baisse effective du taux des fonds fédéraux. Il a suffi simplement que les marchés révisent la probabilité d'une baisse future des taux courts pour que les taux longs baissent effectivement et que les bourses remontent, sans pour autant que les conditions économiques courantes aient changé d'un iota. Mais les marchés fonctionnent ainsi, ils ont entrevu dans le discours de Greenspan le signe d'une politique monétaire plus accommodante dans un futur proche et de fait, ils ont en même temps révisé à la hausse leurs anticipations sur la croissance et les bénéfices futurs des entreprises américaines (voir Friedman (1999) pour une analyse de ce type).

De manière plus générale, la simple menace d'un tour de vis monétaire ou au contraire le simple espoir d'un relâchement monétaire a permis de corriger ces dernières années ce que Greenspan appelle « l'exubérance irrationnelle des marchés ». Ainsi, on s'aperçoit que Greenspan a compris et a appris à utiliser la communication et la transparence de la FED comme un instrument de stabilisation conjoncturelle, ce qui lui a valu le surnom, donné par la presse financière, de « l'homme qui savait parler à l'oreille des marchés ».

Finalement, le 3 janvier, entre deux réunions du FOMC, la FED décide de baisser la cible pour le taux des fonds fédéraux de 50 pbb (de 6,50 % à 6 %), vraisemblablement à la suite de la prise de connaissance de nouvelles statistiques confirmant la thèse d'une récession. Le 26 janvier, lors de son audition devant le sénat, Greenspan indique qu'il attendait une croissance proche de zéro au premier trimestre 2001, qu'il se prononcerait en faveur d'une nouvelle baisse des taux le 31 janvier (réunion du FOMC) et qu'il était possible que les effets des baisses de taux ne se fassent pas sentir dans le comportement de dépenses

(6) En moyenne, la politique monétaire menée par Greenspan s'est révélée plus expansionniste que celle menée par Volcker.

(7) Suite à la chute du Dow-Jones de 20,4 % le 17 octobre 1987, la FED a abaissé le taux des fonds fédéraux de 7,25 % (niveau de septembre) à 6,75 % en décembre puis à 6,5 % à la mi-février.

(8) Une intervention analogue fut mise en œuvre lors de la correction boursière de 1998 qui provoqua l'instabilité du système financier américain, avec le hedge fund LTCM proche du dépôt de bilan.

des consommateurs et des investisseurs avant quelques mois (9). Sur ces propos, la deuxième baisse de 50 pdb le 31 janvier 2001 (soit une baisse de 100 pdb en moins d'un mois, ce qui ne s'était jamais vu) a relativement déçu les marchés, inquiets de savoir si la baisse des taux est suffisamment « agressive » pour permettre un redémarrage de l'économie et des profits dès le second semestre. Au matin de la décision du 31, les marchés anticipaient avec une probabilité de 100 % une baisse de 50 pdb et anticipaient avec une probabilité proche de 40 % une baisse de 75 pdb. La baisse de 50 pdb (de 6 % à 5,50 %) a donc finalement déçu les investisseurs et provoquait le recul des indices boursiers américains.

Avec leurs trois dernières décisions, la FED et Greenspan ont mis entre parenthèse la fameuse politique des « petits pas », amorcée en juillet 1995 et consistant en 12 mouvements consécutifs de 25 pdb (10). La motivation de cette stratégie était de diminuer le risque de déstabiliser fortement les marchés (et l'économie) qu'auraient pu provoquer des mouvements importants du taux des fonds fédéraux. En plus, cet ajustement graduel des taux directeurs laisse au marché le temps d'effectuer leur « propre travail de stabilisation » (argument évoqué plus haut). Les circonstances un peu particulière des années 2000-2001 (croissance du PIB largement au-dessus de son potentiel et bulle spéculative suivie d'une récession et d'une profonde correction) ont donc nécessité des mouvements plus radicaux dans les taux directeurs, peut être aussi parce que la FED a trop tardé avant de réagir. Néanmoins, tant que ces changements de taux sont accompagnés de message bien rodés de la part de la FED, préparant ainsi les marchés, les risques de profonde instabilité nous paraissent limités.

	Dates	Fed Funds	Écart	Taux de Taylor
Marque la fin du cycle de baisse initié 1989	4/9/1992	3,00 %	- 25pdb	5,10
Cycle de hausse de 1994-1995	04/02/1994	3,25 %	+ 25 pdb	4,75
	22/03/1994	3,50 %	+ 25 pdb	4,60
	18/04/1994	3,75 %	+ 25 pdb	4,61
	17/05/1994	4,25 %	+ 50 pdb	4,76
	16/08/1994	4,75 %	+ 50 pdb	5,36
	15/11/1994	5,50 %	+ 75 pdb	5,3
	01/01/1995	6,00 %	+ 50 pdb	5,28
Cycle de baisse de 1995-1996	06/07/1995	5,75 %	- 25 pdb	5,33
	19/12/1995	5,50 %	- 25 pdb	4,70
	31/01/1996	5,25 %	- 25 pdb	4,71
Hausse isolée en 1997	25/03/1997	5,50 %	+ 25 pdb	5,61
Cycle de baisse de 1998	29/09/1998	5,25 %	- 25 pdb	3,93
	15/10/1998	5,00 %	- 25 pdb	3,93
	17/11/1998	4,75 %	- 25 pdb	4,00
Cycle de hausse 1999-2000	30/06/1999	5,00 %	+ 25 pdb	4,75
	24/08/1999	5,25 %	+ 25 pdb	5,34
	16/11/1999	5,50 %	+ 25 pdb	6,00
	02/02/2000	5,75 %	+ 25 pdb	6,47
	21/03/2000	6,00 %	+ 25 pdb	7,27
	16/05/2000	6,50 %	+ 50 pdb	7,60
Baisse en 2001	03/01/2001	6,00 %	- 50 pdb	7,50
	31/01/2001	5,50 %	- 50 pdb	
	20/03/2001	5,00 %	- 50 pdb	
	18/04/2001	4,50 %	- 50 pdb	
	15/05/2001	4,00 %	- 50 pdb	
	27/06/2001	3,75 %	- 25 pdb	
	21/08/2001	3,5 %	- 50 pdb	
	17/09/2001	3 %	- 50 pdb	
	02/10/2001	2,5 %	- 50 pdb	

(9) La politique monétaire agit sur l'activité avec un délai estimé de 6 à 18 mois. Néanmoins, ces délais seraient plus courts aux États-Unis qu'ailleurs. Les banques commerciales américaines répercutent les changements de politique monétaire sur leur taux de crédit et de dépôt plus rapidement que leurs homologues européennes (cela s'explique notamment par le fait que la majorité du passif et de l'actif des banques américaines est à taux variable). Également, la part importante de la finance directe aux États-Unis accélère la transmission des effets des décisions de la FED sur la sphère réelle. Ainsi, l'incidence des taux courts sur les taux longs, et notamment sur les rendements des obligations privées (c'est-à-dire sur les conditions de financement des grandes entreprises), modifie dans le sens souhaité le comportement d'investissement des entreprises. En outre, la forte composante action dans le patrimoine des agents, à l'origine d'un effet « richesse », ainsi que leur niveau d'endettement élevé rendent la consommation des ménages beaucoup plus dépendante des décisions de la FED.

(10) Voir le tableau ci-dessous. Face à chacun des changements de taux, nous affichons le taux de Taylor (approximatif) qui prévalait à la date de la décision.

CONCLUSION

Indiscutablement, la politique monétaire est l'un des facteurs majeurs de la forte et durable croissance que connaissent les États-Unis depuis le début des années 80. Elle a ainsi pu retrouver un certain crédit dans sa capacité à stabiliser l'économie, qu'elle avait perdu durant les années 70. Plusieurs choses, relevant principalement du bon sens, ont changé dans la conduite de la politique monétaire américaine. Premièrement, le rôle conféré à la politique monétaire s'est vraisemblablement réduit pour le limiter à ce qu'elle est capable de faire (c'est-à-dire participer à la stabilisation de l'économie). Deuxièmement, les décideurs (sous l'ère Volker puis Greenspan) ont compris et appliqué l'idée que pour qu'une politique soit stabilisante le taux d'intérêt nominal devait répondre aux variations de l'inflation dans une proportion supérieure à un. Enfin, la politique de communication et d'information (ce qui suppose la transparence) est devenue un volet important du travail de la FED au même titre que le maniement des taux courts. La politique monétaire se devait d'être cohérente et transparente afin d'ancrer et d'orienter les anticipations des marchés de manière efficace, de sorte qu'elles « travaillent » elles aussi à la stabilisation de l'économie.

Il subsiste néanmoins un élément d'inquiétude concernant la politique monétaire américaine, lequel va croître durant les prochaines années voire les prochains mois. Alan Greenspan est un vieux monsieur (il a 75 ans et son quatrième mandat s'achèvera en 2004) qui passera bientôt la main. Or, c'est en grande partie sur le crédit personnel qu'il dispose auprès des marchés que repose la réussite de la politique monétaire américaine. Il en est aujourd'hui l'incarnation et il conviendrait donc de commencer à la dépersonnaliser sauf à connaître peut être de sérieux remous lors de sa succession.

Encadré 9.2

Les principaux instruments de la FED

La procédure de réescompte et le taux d'escompte

La procédure de réescompte est une procédure de refinancement mettant en relation directe les banques et la banque centrale sans passer par le marché monétaire. Elle consiste, pour une banque, à vendre à la banque centrale des titres qu'elle détient en portefeuille. Le prix payé correspond à un taux d'intérêt appelé le taux d'escompte et s'applique sur la valeur nominale des titres vendus à la banque centrale, qui entre en possession définitive des titres. Les titres ne peuvent être réescomptés que s'ils ont fait l'objet d'un accord préalable de la part de la banque centrale lors de l'émission du titre, qui est dit alors mobilisable. Chaque banque a droit à un montant maximum (plafond de réescompte) de titres à réescompter.

Le guichet de l'escompte (ou fenêtre d'escompte, discount window) est principalement utilisé par les banques qui ont besoin de liquidités : un besoin temporaire (adjustement credit, avance fait au taux de l'escompte, le plus souvent pour 24 heures, aux banques qui le plus souvent ne peuvent pas trouver des liquidités en quantité suffisante sur le marché des fonds fédéraux (le marché interbancaire américain).

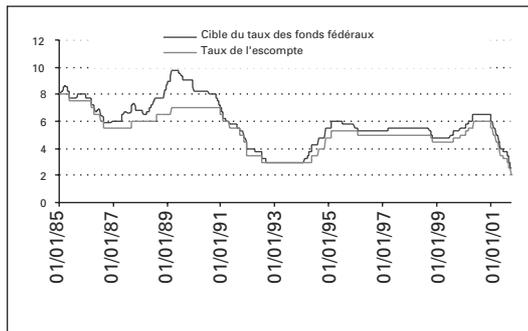
Le taux de l'escompte est à la fois le taux d'intérêt que la FED applique aux prêts de réescompte et le taux directeur du crédit. La FED fixe le taux d'escompte en gardant à l'esprit le niveau des taux des fonds fédéraux dans la mesure où les banques peuvent choisir entre le marché monétaire et la fenêtre d'escompte pour satisfaire leurs prêts. D'ailleurs, le taux d'escompte est généralement inférieur (dans la mesure où la FED ne souhaite pas pénaliser les banques en difficulté) inférieur au taux du marché monétaire bien que les deux évoluent généralement en parallèle.

Les opérations d'open market de la FED

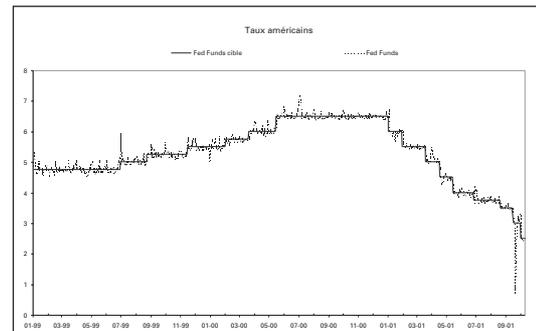
Pour conduire ses opérations d'open market, la FED dispose d'un portefeuille, constitué pour l'essentiel de bons du Trésor (dont les échéances vont de quelques jours à trente ans) et dans une moindre mesure, de papier émis par certaines agences fédérales. Par l'opération d'open market, l'institut d'émission achète et vend des titres sur le marché monétaire. Ainsi, au contraire du réescompte, l'open market permet à la banque centrale de prendre l'initiative et d'intervenir sur le marché où les banques s'approvisionnent en liquidités. Le taux des opérations sera fixé sur ce marché qu'elle pourra en outre influencer en modulant son apport en liquidités par ses achats et ses retraits de liquidités par ses ventes de titres. Elle peut pratiquer des achats (et ventes) fermes (outright operations) ou des mises ou prises en pensions (repurchase agreements versus matched sale-purchase transactions), dont le fonctionnement est développé plus ample-

ment dans le cadre des instruments de la BCE (voir chapitre 10). Le taux des fonds fédéraux est le taux auquel les institutions de dépôts empruntent et prêtent aux autres établissements de crédit leur besoin ou leur excédent de réserves inscrit sur les livres des FED.

Lorsque les forces du marché conduisent le taux des fonds fédéraux au-dessus du niveau désiré par le FOMC, l'Open Market Desk achète des titres (sur l'open market) pour le compte de la FED en émettant de la monnaie. En faisant cela, il accroît la liquidité bancaire (parallèlement le montant de monnaie et/ou de réserves en dépôts auprès des FED augmente) et contribue à la baisse du taux des fonds fédéraux en direction du niveau souhaité. Indirectement, l'activité est positivement affectée compte tenu du comportement des banques commerciales qui augmentent le montant de crédit alloué aux clients. Cette manière de procéder de la part de la FED n'est pas nouvelle puisqu'elle avait déjà cours à la fin des années 60 et durant les années 70 (voir Poole, 1999).



Source : datastream, moyenne hebdomadaire



Source : datastream

Bibliographie

Aubert L. (2000) : « Crédibilité et interdépendance des politiques monétaires », Ecoflash, n° 146, mars.

Bernanke B., Laubach T., Mishkin F. et Posen A. (1999) : « Inflation Targeting : Lessons from the International Experience », Princeton University Press.

de Boissieu C. (1998) : « Monnaie et Economie », Economica.

Clarida R., Gali J. et Gertler M. (1998) : « Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability », « Evidence and some Theory », discussion paper n° 1908, CEPR, juin.

Friedman B. (1999) : « The Future of Monetary Policy : The Central bank as an Army with only a Signal Corps ? », NBER n° 7420.

Poole W. (1999) : « Monetary Policy Rules ? », Review, Federal Reserve Bank of Saint Louis, Mars/Avril.

Taylor J. (1993) : « Discretion versus Policy Rules in Practice », Carnegie-Rochester Series on Public Policy, n° 39.

Taylor J. (1998 a) : « Monetary Policy Guidelines for Employment and Inflation Stability », dans R. Solow et J. Taylor, Inflation, Unemployment and Monetary Policy, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.

Taylor J. (1998 b) : « Monetary Policy and the Long Boom », Review, Federal Reserve Bank of Saint Louis, Novembre/Décembre.

Taylor J. (1998 c) : « An Historical Analysis of Monetary Policy Rules », NBER Working Paper n° 6768.

CHAPITRE 10

UNE ANALYSE DE LA STRATÉGIE DE LA BCE AU MOMENT OÙ ELLE PUBLIE SES PREMIÈRES PROJECTIONS DE PIB ET D'INFLATION

INTRODUCTION

La lecture du bulletin mensuel de la BCE et des discours des membres du directoire sur la publication des projections macroéconomiques laissent un sentiment étrange. La BCE se veut par la publication des projections de PIB et d'inflation plus transparente mais en même temps ne souhaite pas être plus prévisible et pour cela s'entoure de multiples « garde-fous » (report intégral sur le staff technique de la responsabilité des projections, intervalle très large pour les projections, avertissement du faible intérêt apporté aux projections dans la prise de décision...). Nous pensons que cette attitude peut conduire à ce que la publication des projections soit contre-productive. De plus, le fait que ces projections soient réalisées à taux de change et taux directeurs inchangés mais avec des taux longs fondés sur les anticipations de marché suggèrent un possible problème d'incohérence interne dans l'obtention de ces prévisions.

L'impression d'ensemble qui ressort de l'analyse de la stratégie de la BCE est que cette dernière doute de sa capacité à la faire accepter par les marchés. Il en découle un manque de clarté dans sa stratégie qui conduirait à la transmission de la part de BCE de ses propres doutes aux marchés.

Le malaise de la BCE face à sa stratégie pourrait être dû à un héritage historique lourd dont elle n'arrive à se défaire. La volonté qu'elle met à vouloir concilier agrégats monétaires et sphère réelle dans l'analyse de l'inflation au travers de ces deux piliers semble peut-être louable mais fort problématique. Si effectivement à long terme, on peut comprendre (études empiriques à l'appui) qu'il existe un lien stable entre agrégats et prix, il semble que dans une optique conjoncturelle les éléments du second pilier soient largement dominant au moment de la prise de décision.

En ne voulant se départir de cette référence à M3, la BCE rejette de manière presque incompréhensible tout rapprochement en direction d'une politique de ciblage de l'inflation et, plus grave, empilerait les incohérences dans sa stratégie. La relative opacité qui entoure la publication des projections d'inflation et de PIB en est, selon nous, la dernière illustration.

La publication des minutes qui suit les conseils de politique monétaire de la FED, la Banque d'Angleterre ou du Canada et qui participent largement à la transparence de leur stratégie, semble encore très éloignée pour la BCE, d'autant que, plus qu'ailleurs, son conseil est formé d'individus pouvant avoir des intérêts forts divergents.

10.1 LA BCE PUBLIE TOUS LES SIX MOIS DEPUIS DÉCEMBRE 2000 DES PROJECTIONS D'INFLATION ET DE PIB À UN HORIZON DE DEUX ANS

Certaines banques centrales, au premier rang desquelles celles des Etats-Unis et des pays ciblant l'inflation de manière explicite (Royaume-Uni, Suède, Nouvelle-Zélande, Canada...) sont astreintes à rendre compte depuis maintenant quelques années de leurs analyses concernant les développements de l'inflation ainsi que de leurs décisions au parlement et au gouvernement voire au public (1). Des auditions sont prévues à des dates précises devant les instances démocratiques. Des publications doivent être effectuées de manière annuelle.

(1) Le 13 octobre 2000, la Banque centrale du Japon annonçait qu'elle publierait les prévisions du CPM sur le PIB, les prix de gros et de détail à compter du 31 octobre.

Initialement, la BCE s'est opposée à la publication de prévisions ou de perspectives économiques (2). Le 16 novembre 2000 à la suite d'une réunion du Conseil des gouverneurs, W. Duisenberg, conformément à une promesse faite au parlement européen en 1999 (et sans discussion préalable en conseil des gouverneurs), annonçait que la BCE commencerait en décembre 2000 à publier ses perspectives économiques pour la zone euro. Ces projections macroéconomiques qui porteront sur un horizon de deux ans seront publiées deux fois par an (en décembre et en juin) dans le bulletin mensuel de la BCE.

Le 20 décembre, la BCE annonce qu'elle attend une croissance comprise entre 2,6 et 3,6 % pour 2001 et une inflation moyenne se situant dans l'intervalle 1,8 et 2,8 %. Pour 2002, les intervalles avancés sont de 2,5 et 3,5 % pour la croissance et 1,3 et 2,5 % pour l'inflation. La BCE s'empresse de souligner que ces chiffres ne doivent pas être perçus comme des prévisions mais comme des projections économiques dans la mesure où ils sont définis à taux de change et taux d'intérêt court inchangés (à politique monétaire inchangée) durant toute la période couverte. Contrairement aux prévisions de diverses institutions (organismes internationaux et secteur privé), la BCE ne prend en compte la réaction de la politique monétaire (p. 54, bulletin mensuel de la BCE, novembre 2000), de sorte que l'Eurosystème ne produit pas de « prévisions » au sens de la meilleure « prédiction » des évolutions futures (p. 43). Pour autant, les projections économiques moyennes de la BCE sont conformes à l'ensemble des prévisions des autres institutions (p. 54). En outre, la BCE précise également que ces projections seront celles de ses bureaux et non de son organe de décision et doivent être considérées comme un élément, parmi d'autres, du second pilier.

Encadré 10.1

Le cadre institutionnel de la BCE

La politique monétaire de l'Union Economique et Monétaire Européenne est définie par le Conseil des gouverneurs de la Banque Centrale Européenne (BCE). Ce Conseil, organe de décision suprême du Système Européen de Banques Centrales (SEBC) réunit les membres du directoire de la BCE (6 membres, élus pour 8 ans non renouvelable) et les gouverneurs des banques centrales nationales des pays participant à l'Union monétaire (12 membres en 1999) pour fixer les taux d'intérêt directeurs de la zone.

Pour toutes les décisions relatives à la définition et à la conduite de la politique monétaire unique, le Conseil des gouverneurs, vote selon le principe « un membre, une voix ». Dans l'hypothèse où la majorité des membres du Conseil a une position différente du président, ce dernier doit se résigner à mener une politique choisie par la majorité. C'est seulement en cas de partage des votes que la voix du président est déterminante dans le choix de la politique monétaire. L'influence du président dans le choix de la politique monétaire est donc considérablement amoindrie, par rapport à ce que la théorie laisse supposer, dès lors que l'on tient compte de la dimension plurielle d'un Conseil des gouverneurs.

Les gouverneurs nationaux siégeant au conseil de la BCE sont censés ne pas représenter les intérêts de la nation qu'il représente. La BCE doit prendre ses décisions à partir de la situation moyenne des douze pays. Ce choix est motivé par le désir d'éviter les conflits au niveau du conseil de la BCE, liés à l'hétérogénéité entre les 12 pays de la zone Euro, en même temps qu'une confrontation directe avec les gouvernements nationaux. Néanmoins, le choix retenu dans la composition du « tour de table » de la BCE, intégrant les banquiers centraux nationaux, paraît, du moins de manière implicite, motivé par le désir de donner un poids national aux décisions monétaires. (3)

(2) Jusqu'à présent la politique d'information et de communication de la BCE consistait en : une conférence de presse du président de la BCE immédiatement après un Comité de politique monétaire (CPM) sur deux ; l'annonce du calendrier des CPM pour l'année entière ; la publication d'un bulletin mensuel ; la publication hebdomadaire des comptes du système monétaire ; la production et la soumission au parlement d'un rapport annuel et de rapports trimestriels ; des discours du président informant le public ; la publication de nombreux documents de travail des services d'études de la BCE.

(3) Une caractéristique majeure distingue le Conseil de la BCE du Conseil des gouverneurs du FOMC aux Etats-Unis (Federal Open Market Committee). Au sein de ce dernier, le vote des sept membres du Board of Governors, désignés pour quatorze ans par l'hôte de la Maison-Blanche avec l'aval du Sénat, prime sur celui des cinq présidents des banques de réserve. Les considérations régionales sont donc de ce fait vraisemblablement moins fortes qu'en Europe dans la détermination de la politique monétaire.

10.2 L'EFFET ATTENDU DE LA PUBLICATION DE PROJECTIONS OU DE PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES PAR UNE BANQUE CENTRALE EST UNE AMÉLIORATION DE SA CRÉDIBILITÉ ET AINSI UNE PLUS GRANDE CAPACITÉ À CANALISER LES ANTICIPATIONS DE MARCHÉ

L'objectif principal de la publication des prévisions ou des projections économiques est d'améliorer la capacité de la banque centrale à ancrer et orienter les anticipations d'inflation émises par les différents intervenants de marché ; en d'autres termes ce surcroît de transparence et de lisibilité de la politique monétaire doit améliorer la crédibilité de celle-ci en facilitant le contrôle par le public de sa politique.

Par sa transparence et sa politique de communication, la banque centrale peut envoyer des signaux en direction des marchés indépendamment de toutes décisions de politique monétaire. Observant l'impact des interventions de Greenspan sur les marchés, un certain nombre d'économistes (voir par exemple Friedman, 1999) pensent, en poussant à l'extrême, que le rôle d'une banque centrale peut se limiter à l'envoi de signaux et d'intentions. Alors sans qu'aucune décision concernant une modification des taux directeurs ne soit prise, les marchés opèrent par eux-mêmes le travail de stabilisation souhaité. Développons l'argument. Envisageons une banque centrale dont les prévisions d'inflation à une échéance plus ou moins proche sont revues à la hausse. La transparence de sa politique en même temps que sa politique de communication la conduit à révéler ses prévisions au public et à signaler que si cet état devait se confirmer ou même s'aggraver, elle serait amenée à tendre ses taux directeurs. Les marchés prennent acte de cette nouvelle information et révisent leurs anticipations d'inflation en même temps qu'ils anticipent avec une probabilité plus forte une hausse du coût du crédit. Les taux à long terme (qui peuvent être vus comme une somme actualisée des taux courts futurs) se tendent alors même qu'aucune décision monétaire n'a été prise. Le renchérissement du coût du crédit devient effectif ce qui affecte l'activité réelle. En prolongeant l'analyse, l'inflation, suite à cette orientation restrictive des taux longs, devrait elle-même revenir en direction de sa cible. D'eux-mêmes, les marchés, manipulés en cela par une transparence et une communication bien orchestrée de la banque centrale, ont stabilisé l'économie. Cette vision est certainement extrême, les banques centrales ne pouvant systématiquement se passer de mettre en pratique leurs intentions (ne seraient-ce que pour que celles-ci restent crédibles).

Comme cas pratique, on peut citer la récente intervention d'A. Greenspan devant un parterre de banquiers américains, le mardi 5 décembre 2000. Déclarant que la croissance américaine après avoir connu la surchauffe s'était ralentie de manière très appréciable et que l'instabilité des marchés financiers pouvait provoquer un ralentissement excessif de l'économie (par un effet de richesse négatif), il laissait entendre que la politique monétaire pouvait dans un futur relativement proche se détendre. La réaction des marchés n'a pas tardé. Le jour même le NASDAQ enregistrait la plus forte hausse de son histoire (10,48 %) et les taux longs américains sur les emprunts d'État à 10 ans se détendaient fortement. En une journée, ils passaient de 5,48 % à 5,36 %. Ainsi par anticipation et par leurs anticipations les marchés contribuent à la stabilisation de l'économie.

Si cette théorie est, au moins en partie, valide, nous ne sommes pas sûrs que de manière intrinsèque la publication des prévisions s'accompagne nécessairement d'une augmentation du rapport volatilité des taux courts-volatilité des taux longs comme le laisse présager P. Artus (2000). Au contraire, si la publication des prévisions (la transparence) est utilisée comme un outil permettant d'envoyer des signaux et des intentions forts (via la stratégie de communication) concernant la politique monétaire future, cela devrait plutôt avoir tendance à faire reporter davantage la stabilisation de l'économie sur les taux longs (les marchés et leurs anticipations) et un peu moins sur les taux courts (les instruments de la banque centrale). De fait, on assisterait à une déformation du partage taux courts-taux longs dans le processus de stabilisation, qui devrait s'orienter dans le sens d'une diminution du rapport volatilité des taux courts-volatilité des taux longs.

10.3 AVEC LA PUBLICATION DE CES PROJECTIONS, ON POURRAIT CROIRE QUE LA BCE S'ORIENTE VERS UNE POLITIQUE DE CIBLAGE DE L'INFLATION. ELLE S'EN DÉFEND EN S'EN DÉMARQUANT SUR UN CERTAIN NOMBRE DE POINTS QUI NOUS PARAISSENT TOUS SUSCEPTIBLES D'ENTREtenir L'OPACITÉ DE SA POLITIQUE MONÉTAIRE

A première vue en décidant de publier des projections économiques, l'optique 2000 dans laquelle se place la BCE devient très proche de celle des banques centrales ciblant de manière explicite l'inflation (voir le chapitre 4). Pourtant des différences subsistent qui paraissent toutes en mesure d'entretenir un certain flou autour de sa politique. Cela ne paraît donc pas très positif au regard de la crédibilité que peuvent lui accorder les marchés. Si elle n'y fait pas clairement référence dans son bulletin mensuel de novembre (4) au contraire d'Issing dans ses discours (2000a), la BCE prend volontairement le parti de distinguer sa stratégie de celle des banques centrales ciblant l'inflation.

Nous voyons essentiellement trois éléments ambigus et distinctifs d'une politique de ciblage de l'inflation dans la stratégie de la BCE : un est relatif au choix de la cible d'inflation, un autre réside dans sa volonté de faire des agrégats monétaires un élément particulier de la détermination de l'inflation et le dernier recouvre sa politique de communication et la transparence qu'elle entend donner à ses décisions. Ces différentes « incohérences » ne sont peut être pas indépendantes, le désir de la BCE de pérenniser le statut des agrégats dans sa stratégie impliquant le discours et les modalités entourant la publication des projections macroéconomiques.

La BCE s'est simplement fixée une limite supérieure de 2 % pour l'inflation qui peut laisser penser que seul le dépassement à la hausse est mauvais et combattu. Une telle cible d'inflation asymétrique (inférieure à 2 %) peut être largement préjudiciable dans une situation de déflation. Elle n'envoie aucun signal en direction du marché comme quoi les écarts à la baisse par rapport à la cible sont mauvais et donc sur la réaction qu'il est en mesure d'attendre de la part banque centrale. En outre, elle contribue à entretenir l'ambiguïté et l'incertitude autour de la valeur cible de référence pour l'inflation, qui peut être à la source de confusions et de mauvaises interprétations par les marchés (voir infra). Il conviendrait donc que la BCE éclaircisse davantage sa position sur le point d'inflation qu'elle cible ou sur l'intervalle qu'elle retient, quitte à ce que ceux-ci soient révisés avec l'amélioration de la mesure de l'IPCH (5).

En faisant de l'évolution des agrégats monétaires (M3) un des deux piliers de sa stratégie, la BCE adopte une politique totalement atypique dans le concert des banques centrales occidentales.

La BCE assoit ses « décisions » sur deux grands piliers :

- 1) l'analyse de la croissance des agrégats monétaires, en référence à une valeur cible pour M3 (4,5 %, moyenne mobile sur 3 mois en glissement annuel) ;
- 2) une analyse des perspectives d'inflation fondée sur une batterie d'indicateurs.

En se donnant une cible pour M3 et en donnant un statut particulier à l'analyse de ces évolutions, la BCE s'est constitué un carcan. Le lien très instable entre agrégats et prix (dû principalement au processus d'innovations amorcé dans les années 70) rend peu significative, à court terme du moins, l'information contenue dans les agrégats monétaires. En

(4) En substance, on peut lire dans le bulletin mensuel de la BCE de novembre (p. 46-47), que des banques centrales disposant d'un même objectif (la stabilité des prix), peuvent choisir de suivre des stratégies différentes dans la présentation au public de leurs analyses à l'origine de leurs décisions de politique monétaire. Ainsi, la BCE, en s'appuyant sur deux piliers (un monétaire et un réel) pour prédire l'inflation, aurait retenu l'approche la plus complexe mais aussi la plus complète pour expliquer sa politique. A ce titre, on trouve écrit (p. 47) que la BCE serait une des banques centrales les plus transparentes au monde.

(5) L'argument, semble-t-il, invoqué par la BCE à la non publication d'une limite inférieure pour l'inflation est la difficulté de quantifier le biais haussier de mesure de l'IPCH.

outre, la BCE est obligée de se justifier du non respect de la cible pour M3. En effet, celle-ci est de manière quasi-systématique dépassée. Ainsi, la BCE envisage aujourd'hui la révision à 5 % de sa cible même si lors de sa réunion du 14 décembre 2000 elle décidait de la laisser pour le moment inchangée. Dans tous les cas, quelle que soit la valeur de référence retenue pour M3, le statut particulier conféré à cet agrégat continuera de brouiller le message de la BCE. Bon nombre d'économistes (voir Jacquet et Pisani-Ferry (2000) ou Artus (2000a) par exemple) souhaitent ainsi voir la BCE abandonner cette référence si particulière aux agrégats, pour faire de ceux-ci simplement un indicateur parmi d'autres des tensions inflationnistes futures. De plus, il y a une probabilité non nulle que le lien entre agrégats et prix se dégrade encore fortement au cours de la prochaine décennie si la monnaie électronique se diffuse largement. Dans ce cas, la BCE ne pourrait faire autrement que de renoncer à ce premier pilier et risquerait alors de « payer » chèrement (en terme de crédibilité) son entêtement antérieur. En effet, on peut se demander quel est le particularisme de la zone euro, si ce n'est une tradition historique héritée de la Bundesbank, qui justifie que la BCE adopte une stratégie si différente de celles des autres banques centrales occidentales. Sa justification qui consiste à dire qu'elle adopte une stratégie de communication plus complète (voir supra) que les autres banques centrales est en tout cas loin d'être convaincante.

En outre, le calcul de la valeur de référence pour M3 effectué par la BCE, qui repose sur l'équation quantitative de la monnaie (qui écrite en taux de croissance s'énonce de la manière suivante $p = m + v - y$), révèle clairement à tous l'incertitude dans laquelle se trouve la BCE et plus ennuyeux, entretient l'ambiguïté sur la valeur cible du taux d'inflation. Dans le bulletin mensuel de la BCE de novembre 2000, il est écrit que le calcul de la valeur de référence de croissance monétaire a été fondé sur la relation existante normalement entre la monnaie, les prix, l'activité réelle et la vitesse de circulation de la monnaie. En utilisant la définition de la stabilité des prix retenue par l'Eurosystème (progressions annuelles de l'IPCH pour la zone euro inférieure à 2 %) et les hypothèses de croissance tendancielle du PIB réel (2 % à 2,5 % par an), ainsi que l'évolution de la vitesse de circulation de M3 (ralentissement tendanciel compris entre 0,5 % et 1 % par an), une valeur référence de 4,5 % a été calculée.

Cherchant à estimer le point cible d'inflation de la BCE, Svensson retenant les valeurs suivantes, 2,5 % pour la croissance potentielle, - 0,5 % pour le déclin de la vitesse de circulation de la monnaie et 4,5 % pour la croissance de la masse monétaire, conclut à une cible d'inflation de 1,5 % et pense ainsi que les observateurs évaluent la politique monétaire au regard de ce niveau.

Economistes, pratiques des autres banques centrales importantes et marchés semblent tous unanimes pour reconnaître l'intérêt trop marqué pour les agrégats de la part de la BCE. Pour cette raison, nous pensons que même dans le cas où la BCE verrait juste (envers et contre tous), il est certainement de l'intérêt de tous qu'elle se rallie à l'opinion dominante. Nous connaissons aujourd'hui les effets réels désastreux que peuvent occasionner la mise en œuvre de politique non crédible.

La BCE publie depuis le mois de décembre 2000 des projections économiques (PIB et prix) deux fois par an (en décembre et en juin) à un horizon de deux ans.

Elle précise que ce seront celles de ses bureaux et non de son organe de décision. Elle a l'impression ainsi qu'il lui sera plus facile de mener une politique non-conforme à ces projections. Néanmoins, il paraît difficile d'éviter que les projections du staff technique ne soient assimilées à celles de l'institution.

En raison de la complexité et de l'incertitude du monde économique dans lequel la BCE a à prendre ses décisions, cette dernière a décidé que les projections publiées prendraient la forme de fourchettes larges (l'amplitude des intervalles est égale à deux fois l'écart moyen observé antérieurement entre les réalisations effectives et les projections). Ce choix de retenir une fourchette large plutôt qu'un point, pour se couvrir des erreurs de prévisions (dans l'esprit de la BCE pour minimiser le risque que les déviations des variables économiques de leurs projections ne constituent des signaux avancés des actions de la BCE), est redondant avec la précision qu'il s'agit des projections du staff. D'autre part, il peut conduire à orienter les anticipations de marchés moins correctement qu'un point cible. En effet, si les marchés utilisent ces projections pour caler leurs antici-

pations, il ne fait aucun doute qu'ils prendront alors le point moyen de l'intervalle. Or, l'intervalle des projections publiées est sans aucun doute le fruit de la simulation de plusieurs modèles donnant des résultats différents. Le problème est qu'en donnant un intervalle sans en donner l'occurrence des réalisations (à l'intérieur de l'intervalle), la BCE biaise vraisemblablement plus fortement les anticipations de marché. Sur cet aspect encore, la plupart des banquiers centraux nationaux penchaient pour la publication d'un point.

Les projections de la BCE sont réalisées à taux de change et taux directeurs inchangés. Ainsi, la projection en matière d'inflation doit s'interpréter comme le risque que le maintien des taux directeurs fait peser sur la stabilité des prix. Au mieux, elle paraît n'avoir qu'un intérêt de très court terme pour prévoir l'orientation possible de la politique monétaire. Celui-ci disparaîtrait dès la réunion suivant la publication des projections passées. La BCE ne semble pas penser différemment puisque l'on trouve écrit dans le bulletin de novembre (p. 44) : « une publication de projections macroéconomiques par la BCE devrait refléter le rôle (limité) que ces prévisions jouent dans la prise de décision de politique monétaire ». Cependant, la manière dont sont intégrés les taux longs dans les modèles desquels sont tirées les projections rend ce discours ambigu puisque ceux-ci sont issus des anticipations de marché. Les taux longs anticipés dépendent en très large partie de la politique monétaire future anticipée ce qui suggère qu'il y ait là un problème de cohérence interne. N'aurait-on pas là une des explications de la très forte similitude des projections de la BCE d'avec les prévisions des autres institutions (prenant en compte la réaction de la politique monétaire), lorsque l'on sait que ce sont les taux longs qui influencent principalement l'activité et par delà les prix ?

En tout état de cause, il est dit clairement (dans le compte rendu de la réunion du conseil des gouverneurs) qu'en aucun cas la publication des projections ne doit permettre d'anticiper une décision du conseil et que la projection d'inflation ne doit absolument pas être perçue comme une prévision d'inflation, même s'il est noté que le risque d'une telle interprétation ne pouvait être écarté. Dans ce sens, la BCE écarte tout mouvement en direction de l'adoption d'une cible d'inflation. Cet apparent dédain pour la cible d'inflation est curieux lorsque l'on voit le nombre de banques centrales qui l'ont adoptée ces dernières années et la réussite qui semble-t-il a suivi. C'est aussi ne prêter que peu d'attention au pan aujourd'hui dominant de la littérature sur la politique monétaire. Entre autre, dans l'ouvrage de Bernanke et alii (1999), consacré exclusivement aux cibles d'inflation, un chapitre entier est consacré aux bénéfices que pourraient retirer la zone euro de l'adoption d'une cible d'inflation. Pour cela, il faudrait qu'elle renonce en premier lieu à son premier pilier au profit d'une cible d'inflation prévue (c'est aussi une piste entrevue par Artus).

On peut penser également que le moment pour commencer à publier des projections soit des plus judicieux. En effet, ces premières publications se feront dans un contexte où l'inflation se situera au-dessus du seuil des 2 %, ce qui rendra l'argumentaire de la BCE plus délicat. De surcroît, la publication de projection d'inflation élevée pourrait s'avérer dangereuse si elle servait de point d'appui aux revendications salariales (cela apparaît clairement dans un cadre théorique à la Barro-Gordon). Ce risque pourrait être d'ailleurs renforcé s'il se révélait que les agents se focalisaient sur la limite supérieure de l'intervalle de projection de l'inflation.

CONCLUSION

Indiscutablement, la politique monétaire menée par la BCE reste encore opaque sur un certain nombre de points. Un exemple supplémentaire de ceux déjà cités est la croyance d'un certain nombre d'économistes que la BCE appliquant au pied de la lettre les prérogatives que lui assignent le traité de Maastricht, ne tiendrait absolument pas compte de l'activité au moment de prendre ses décisions. Pourtant, à la question de savoir si la BCE regardait l'activité ou non dans ses prises de décision les membres du staff de la BCE se montrent unanimes dans leurs réponses sur la prise en compte effective de la BCE des variables réelles au moment de prendre ses décisions. Pourtant, toujours dans le bulletin mensuel de la BCE de novembre 2000 (p. 39), on peut lire « le maintien de la stabilité des

prix dans la zone euro est le seul « objectif » (plus officiellement c'est « l'objectif primordial ») de la stratégie de politique monétaire de la BCE ».

Il nous semble donc que la BCE aurait beaucoup à gagner à adopter un discours plus lapidaire et une structure de décision plus carrée et cohérente. Sa crédibilité s'en trouverait accrue et l'euro ne souffrirait peut-être pas d'une défiance aussi forte de la part des investisseurs.

Encadré 10.2

Procédures de refinancement à 15 jours de la BCE et principaux instruments de politique monétaire de l'Eurosystème

Lors de sa réunion du 8 juin 2000 le conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de passer d'une procédure à taux fixe à une procédure à taux variable pour ses opérations de refinancement à quinze jours. Dans le cadre de sa procédure à taux variable (qui consiste en des enchères à taux multiples dites de type américaine) (6), la BCE donne une fourchette pour le montant de liquidités qu'elle compte allouer ainsi qu'un taux plancher pour les soumissions. Ensuite, les banques soumettent les montants de liquidités qu'elles veulent acquérir ainsi que le taux d'intérêt qu'elles sont prêtes à payer. La banque centrale sert les soumissions par ordre de taux décroissant jusqu'à atteindre le montant de liquidités qu'elle s'est fixé. Le taux le plus bas auquel elle distribue des liquidités est le taux marginal de l'opération de refinancement (7).

À l'inverse de la procédure à taux fixes dans laquelle la BCE contrôlait à la fois le montant distribué et le taux de l'opération de refinancement, la procédure à taux variables ne permet plus de contrôler que le montant alloué. Le bon indicateur des conditions de financement de la BCE n'est plus le taux plancher qu'elle fixe à ses opérations de refinancement mais plutôt le taux marginal ou encore davantage le taux moyen pondéré (moyenne pondérée par les volumes alloués des taux servis lors de l'opération de refinancement) qui en ressortent. En outre, le niveau de ces deux taux est susceptible de renseigner sur l'évolution à venir du taux plancher. Enfin, l'écart entre le taux marginal et le taux moyen pondéré est un bon indicateur de la dispersion des anticipations des banques sur les taux d'intérêt. Un écart important traduit le niveau d'incertitude quant au comportement à venir de la BCE concernant le choix du montant de liquidités à allouer ou le choix du taux plancher (8).

Les opérations principales de refinancement consistent en des opérations de cession temporaire destinées à fournir des liquidités de manière régulière, avec une fréquence hebdomadaire et une échéance de deux semaines. Ces opérations sont exécutées par les banques centrales nationales par voies d'appels d'offre. Les opérations principales de refinancement jouent un rôle de pivot dans la poursuite des objectifs assignés aux opérations d'open market de l'Eurosystème et constituent le principal canal de refinancement du secteur financier. Depuis l'opération du 28 juin 2000, la procédure est une enchère à taux variable de type américaine (voir supra). La différence entre le prix d'achat et le prix de rachat dans le cadre d'une pension correspond aux intérêts dus sur le montant d'espèces emprunté ou prêté pour la durée de l'opération, c'est-à-dire que le prix de rachat comprend les intérêts dus à l'échéance. Les intérêts sur une opération de cession temporaire sous forme de prêt garanti sont déterminés en appliquant le taux d'intérêt spécifié au montant du crédit sur la durée de l'opération. Le taux d'intérêt appliqué aux opérations de l'open market de l'Eurosystème est un taux d'intérêt simple avec un calcul des intérêts conforme à la convention « nombre exact de jours/360 ».

Opérations de refinancement à long terme. Leur fréquence est mensuelle. La durée des prêts est de trois mois. La procédure est une enchère à taux variables de type américaine (voir infra).

(6) Dans le cadre de la procédure à taux fixe opérante de janvier 1999 à juin 2000, la BCE précisait le taux ainsi que le montant alloué avant chaque opération. Les banques soumettaient alors un montant de fonds qu'elles souhaitaient acquérir. Ce montant dépendait naturellement de leur besoin mais aussi de leur capacité à proposer des titres comme garantie à l'opération. Une fois les demandes des banques reçues, la BCE calculait le taux de recouvrement de l'opération (rapport entre le montant de liquidités offert et celui demandé). Chaque banque était servie proportionnellement à ce taux de recouvrement. Une justification apportée à l'abandon de cette procédure est que les « grandes banques européennes » (dont l'appellation se rattache à leur faculté de mobiliser « presque sans limite » des titres pouvant servir de garantie lors des opérations de refinancement), ont pu détourner « l'esprit » de ces opérations pour se constituer une rente dans certaines circonstances de marché. Face à une anticipation de relèvement des taux directeurs de la BCE ou lorsque le marché interbancaire de l'EONIA était tendu, les grandes banques pouvaient formuler des « demandes excessives » (*overbidding*) pour s'accaparer les fonds bon marché distribués par la BCE. Ensuite, il leur suffisait d'écouler ces fonds sur les marchés interbancaires en prenant au passage une marge non négligeable.

(7) Dans une procédure d'enchères de type hollandais, les liquidités sont toutes distribuées au taux marginal.

(8) Cela est surtout vrai face à des anticipations de relèvement de taux directeurs dans la mesure où l'existence d'un taux plancher (et pas d'un taux plafond) à l'opération de refinancement tend à introduire une certaine dissymétrie dans l'interprétation des résultats. Par exemple, si une majorité d'opérateurs anticipe un maintien alors que les autres prévoient une baisse, le taux moyen marginal et le taux moyen pondéré au taux plancher sans que l'on puisse réellement déceler de cette seule procédure la véritable tendance du marché à propos du comportement futur de la BCE.

Opérations de cession temporaire de réglage fin. Elles sont utilisées de manière irrégulière – lorsque des pressions apparaissent sur l'EONIA pour des raisons techniques – et consistent à maintenir un bon niveau de liquidité. Elles prennent la forme de prêt à 24 heures. La dernière opération de ce type a eu lieu le 21 juin 2000.

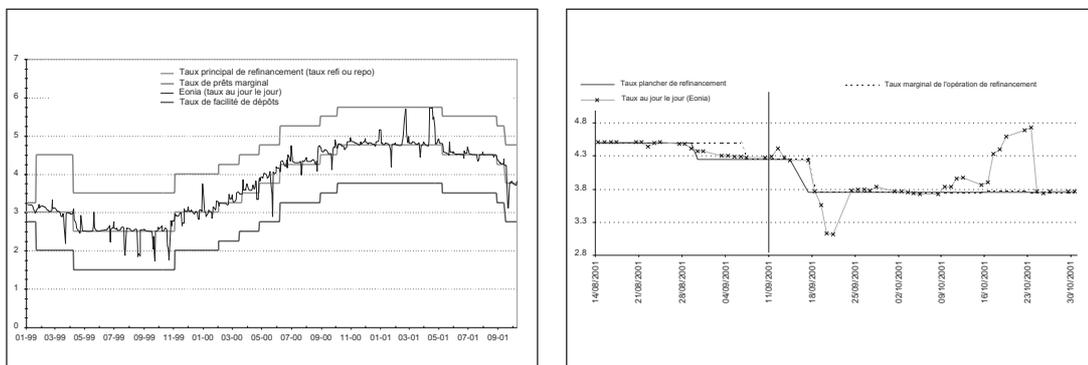
La BCE a encore la possibilité de mener d'autres types d'opérations telles que des opérations fermes, l'émission de certificat de dette, des opérations d'échange de devises et la reprise de liquidités en blanc.

La BCE offre également deux types de facilité permanente, accessibles aux contreparties de leur propre initiative :

- Les contreparties peuvent utiliser la facilité de prêt marginal pour obtenir des banques centrales nationales des liquidités au jour le jour contre des actifs éligibles. Le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal constitue normalement un plafond pour le taux de marché au jour le jour. Ce taux est servi aux banques qui manquent encore de trésorerie après avoir souscrit à une première opération de refinancement auprès de la BCE.
- Les contreparties, les banques disposant d'excédents de trésorerie, peuvent utiliser la facilité de dépôt pour effectuer des dépôts au jour le jour auprès des banques centrales nationales. Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt constitue normalement un plancher pour le taux du marché au jour le jour.

L'Eonia (Euro Overnight Index Average) est le taux effectif moyen auquel les banques du panel Euribor (de l'Eurosystème) effectuent leurs transactions au jour le jour.

Taux directeurs Zone Euro



Suite aux attentats du 11 septembre, l'ensemble des banques centrales occidentales a pour soutenir les marchés opéré des injections massives de liquidités ainsi que des baisses (souvent importantes) de leurs taux directeurs. Il s'en est suivi à court terme un excès de liquidités sur les marchés interbancaires (et donc celui de la zone euro, cf. graphique ci-dessus) impliquant temporairement des taux au jour le jour très en deçà des taux principaux de refinancement. Ce déséquilibre s'est rapidement résorbé avant que d'autres tensions n'apparaissent, cette fois-ci dans l'autre sens. Une partie des intervenants tablant sur une nouvelle baisse des taux directeurs (du taux de refinancement notamment) de la BCE le 11 octobre ont opté pour des niveaux de soumissions inférieurs à leurs besoins (lors des derniers appels d'offres précédents de la BCE, 9 octobre). Leurs anticipations invalidées, ils ont dû, après coup, se reporter sur le marché interbancaire pour rattraper leur retard dans la constitution de leurs réserves obligatoires (9) ce qui a mené à des tensions sur l'Eonia, qui a bondi à plus de 4,3 % alors que le taux repo se situait à 3,75 %.

(9) La période de constitution des réserves est d'un mois à partir du 24^e jour du calendrier de chaque mois jusqu'au 23^e jour du calendrier du mois suivant.

Bibliographie

Artus P. (2000) : « Publication des prévisions, politique monétaire et courbe des taux », Flash n° 2000-235, 8 décembre, CDC marchés.

Banque centrale européenne : « La politique monétaire en phase III, Documentation générale sur les instruments de politique monétaire et les procédures de l'Eurosystème », novembre 2000.

Bernanke B., Laubach T., Mishkin F. et Posen A. (1999) : « Inflation Targeting : Lessons from the International Experience », Princeton University press.

Bonnet X. et Sobczak N. (1999) : « Qu'a-t-on appris sur le comportement de la BCE depuis janvier ? », Direction de la Prévision, A3-99-109.

Bulletin mensuel de la BCE, novembre 2000.

Friedman B. (1999) : « The Future of Monetary Policy : The Central bank as an Army with only a Signal Corps ? », NBER n° 7420.

Issing O. (2000a) : « Monetary policy in a new environment », Francfort, 29 septembre 2000.

Issing O. (2000b) : « Europe's challenges after the establishment of Monetary Union : a central banker's view », discours, 1^{er} décembre 2000, Munich.

Jacquet et Pisani-Ferry (2000) : « La coordination des politiques économiques dans la zone euro : bilan et propositions », Conseil d'analyse économique, Questions Européennes.

Svensson L. (1999) : « Price Stability as a Target for Monetary Policy : Defining and Maintaining Price Stability », NBER n° 7276, août.

