

POLITIQUE MONÉTAIRE: *TO BE (RESTRICTIVE) OR NOT TO BE (ACCOMODATIVE)**

Département analyse et prévision de l'OFCE

Parti de 1 % en mai 2004, le taux des Federal Funds se situe en octobre 2005 à 3,75 % et terminerait l'année à 4 %. Ce n'est qu'au tournant de 2005-2006 que la politique monétaire américaine deviendrait restrictive, soit au bout d'un an et demi. L'objectif de la Réserve fédérale de maintenir la croissance américaine autour de son rythme potentiel serait atteint, mais pas celui de son rééquilibrage, c'est-à-dire d'une moindre dépendance à l'endettement. Confrontée à la longueur de la croissance de la zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) a fait montre de prudence et n'a pas modifié sa politique. Le taux d'intérêt sur les opérations principales de refinancement est à 2 % depuis juin 2003, et nos hypothèses de croissance et d'inflation justifieraient de le laisser à ce niveau jusque fin 2006. Si l'inflation s'avérait plus rapide que ce qui est anticipé dans notre scénario central, le resserrement monétaire américain irait au-delà d'un taux directeur figé à 4 %, et le statu quo monétaire européen serait vraisemblablement abandonné.

* Cette partie a été rédigée par Hélène Baudchon.

■ Département analyse et prévision

La Réserve fédérale a, jusqu'à présent, prudemment mais résolument resserré sa politique monétaire, et a pu le faire grâce au comportement des taux longs. En ne montant pas, ils ont en effet facilité l'absorption de ce resserrement par l'économie américaine. La phase de normalisation n'est néanmoins pas encore tout à fait achevée, la Réserve fédérale jugeant toujours accommodante sa politique. Ce n'est qu'au tournant de 2005-2006 que cette dernière deviendrait restrictive, soit au bout d'un an et demi. Parti de 1 % début 2004, le taux des *Federal Funds* se situerait, à partir de la fin 2005, à 4 %. Confrontée à la longueur de la croissance de la zone euro, la Banque centrale européenne a également fait montre de prudence et n'a toujours pas modifié sa politique. Le taux d'intérêt sur les opérations principales de refinancement est à 2 % depuis juin 2003, ce qui serait, selon les termes de J. C. Trichet, le niveau approprié. Cependant, ce niveau n'est pas jugé spécialement accommodant, en tout cas pas pour tous les pays de la zone euro. Cette diversité des situations nationales et la crainte d'une dynamique interne déflationniste nous amène à privilégier l'hypothèse de la poursuite du *statu quo* jusque fin 2006.

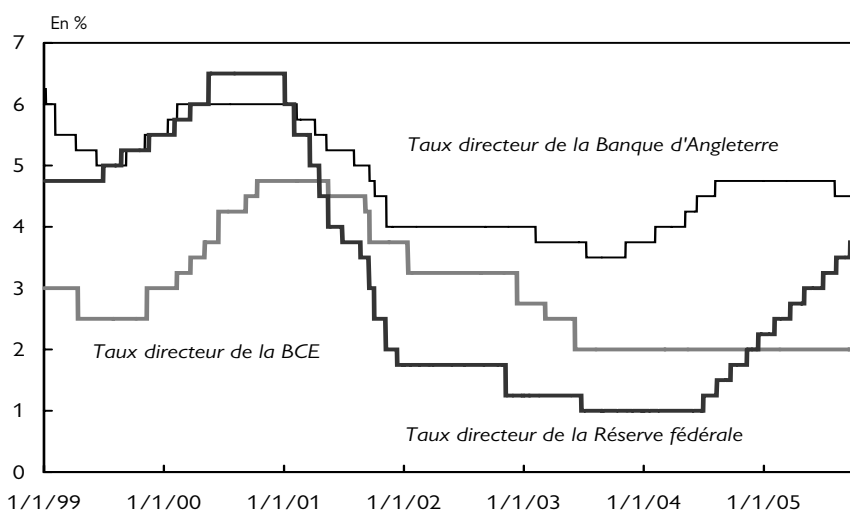
Si ces hypothèses semblent bien balisées, elles sont pourtant soumises à un risque important: celui d'une inflation supérieure à ce qui est anticipé pour cause de prix du pétrole plus élevé et/ou de l'enclenchement d'effets de second rang. Ce risque conditionne la poursuite du resserrement monétaire américain au-delà d'un taux directeur de 4 % et le maintien du *statu quo* monétaire de la zone euro à 2 %, avec, au final, une remontée potentiellement plus forte des taux d'intérêt longs des deux côtés de l'Atlantique. Dans notre scénario central, ce risque est maîtrisé: l'inflation américaine, ici mesurée par le glissement sur un an du déflateur du PIB, redescendrait d'un pic de 3 % au troisième trimestre 2005 à 1,7 % fin 2006; l'inflation dans la zone euro passerait d'un glissement légèrement supérieur à 2 % jusque début 2006 à 1,8 % fin 2006. Les taux courts réels américains deviendraient ainsi franchement positifs tandis que les taux réels européens resteraient proches de zéro.

L'objectif de la Réserve fédérale de maintenir la croissance américaine autour de son rythme potentiel serait atteint mais pas celui de son rééquilibrage, c'est-à-dire d'une moindre dépendance à l'endettement. Si il y a bien une raison pour laquelle les taux d'intérêt longs doivent remonter, c'est celle-là. Mais, à l'horizon 2006, le processus de réduction des déséquilibres ne ferait que s'amorcer. Côté zone euro, le minimum que l'on puisse anticiper est que la politique monétaire n'entraverait pas le redémarrage attendu de la croissance.

Les taux passent, les questions restent

La main de fer dans un gant de velours n'est plus britannique mais américaine: la Réserve fédérale a en effet maintenu le cap et le rythme d'une hausse de son taux directeur d'un quart de point à chaque FOMC (*Federal Open Market Committee*). Le taux des *Federal Funds* se situe donc à 3,75 % (graphique 1). La Banque d'Angleterre, toujours avec un cran d'avance sur les autres, a baissé d'un quart de point son taux directeur à 4,5 %¹. Ni la BCE, ni la Banque du Japon n'ont modifié leur politique. Du printemps jusqu'au début de l'été, les discours de la BCE ont laissé anticiper une possible baisse des taux. Depuis, ils se sont faits plus inquiets face au risque inflationniste, et une hausse des taux est de nouveau anticipée. La Banque du Japon, quant à elle, réfléchit plus ouvertement depuis peu à la possibilité d'interrompre sa politique quantitative, dès le début de la prochaine année fiscale peut-être².

1. Taux d'intérêt directeurs



Sources : Instituts d'émission nationaux.

La résolution de la Réserve fédérale

Le fait que la Réserve fédérale ait, malgré l'ouragan Katrina, augmenté son taux directeur à sa réunion du 20 septembre est révélateur de sa résolution à poursuivre la normalisation de la politique monétaire dans un environnement potentiellement plus inflationniste du fait de la hausse des prix de l'énergie. Elle a adapté en conséquence le

1. Voir dans ce dossier la fiche « Royaume-Uni: freinage contrôlé? ».
2. Voir dans ce dossier la fiche « Japon: la reprise ».

■ Département analyse et prévision

communiqué issu du FOMC, mentionnant le drame humain et les impacts économiques possibles de cette catastrophe, mais n'a pas jugé utile d'aller jusqu'à faire une pause. Les arguments pour une telle pause étaient la crainte d'un choc profond sur la confiance des ménages et les bons chiffres sur la période récente de l'inflation sous-jacente. La liste des arguments justifiant une hausse est bien plus longue :

- avant même Katrina, la banque centrale souhaitait durcir les conditions monétaires et financières et était inquiète des signes inflationnistes ;

- les conditions monétaires et financières resteront accommodantes même après une hausse de taux supplémentaire ;

- les ouragans Katrina et Rita sont des chocs d'offre, qui accroissent autant le risque inflationniste que le risque d'un ralentissement de la croissance ;

- le relance budgétaire induite de la participation de l'État à la reconstruction des zones sinistrées devrait se traduire par plus de croissance et plus d'inflation que prévu d'ici la fin de l'année ;

- la politique monétaire n'est d'aucune aide à la reprise de la croissance dans les zones sinistrées ;

- tout *stimulus*, même indirect, du marché immobilier ajouterait à la pénurie locale de matériaux de construction ;

- l'incertitude n'excuse pas l'inaction alors même que les conditions monétaires et financières sont, à première vue, encore souples ;

- une pause rendrait plus difficile encore la tâche du prochain gouverneur (Alan Greenspan prenant sa retraite fin janvier 2006) ³ ;

- une pause créerait le précédent d'une réaction de l'autorité monétaire à un choc régional, en écart à ses objectifs de croissance et d'inflation à l'échelle nationale ;

- cela pourrait compromettre la crédibilité de la Réserve fédérale dans sa course contre l'inflation.

Cette course contre l'inflation est réelle. En 2004, le resserrement de la politique monétaire américaine pouvait en effet apparaître comme légèrement en retard par rapport à l'accélération de l'inflation (graphique 2). Ce retard apparent de réaction vient pour partie du chemin que la Réserve fédérale a dû parcourir pour corriger l'important relâchement antérieur. Si ce n'est plus le cas en 2005, la partie est loin d'être terminée compte tenu de l'évolution des prix de l'énergie. Alors que les marchés obligataires se focalisaient, jusqu'à récemment, plus sur l'impact de la hausse du prix du pétrole sur la seule croissance, la Réserve fédérale a manifesté plus d'inquiétudes quant au risque inflationniste ⁴. La flambée

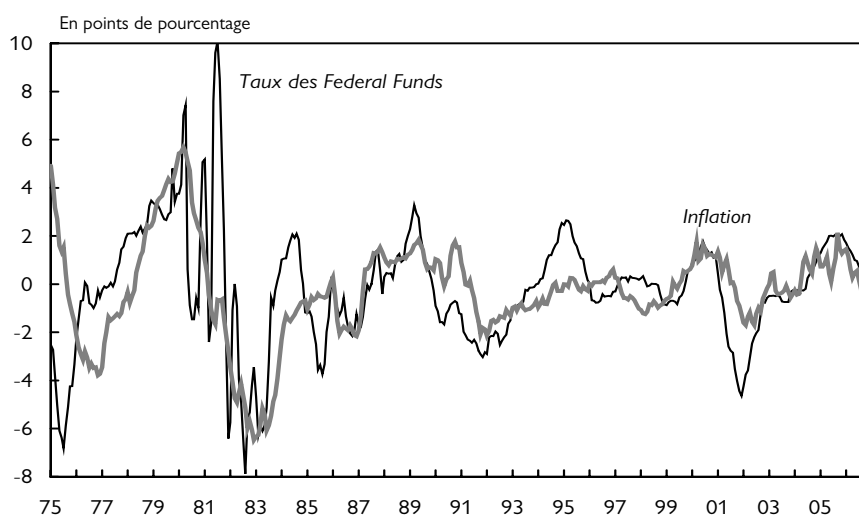
3. Le successeur désigné est Ben Bernanke.

4. Il y a un cas qui donnerait raison aux marchés obligataires : si la hausse continue des prix de l'énergie s'avérait avoir un impact non linéaire sur la croissance. Ce qui ne semble pas être le cas pour le moment, mais ce qui a alimenté les craintes d'un retournement brutal de la croissance au moment des ouragans. Le rebond récent des taux longs, entre début septembre et la mi-octobre, donne, au contraire, raison à la politique monétaire. Il correspond à un réveil tardif mais normal des marchés obligataires à l'activisme monétaire.

POLITIQUE MONÉTAIRE : *TO BE (RESTRICTIVE) OR NOT TO BE (ACCOMODATIVE)* ■

des prix de l'énergie, en dehors de l'épisode Katrina, est, en effet, le produit d'une forte demande, sur laquelle la politique monétaire peut agir. Et à chaque nouvelle hausse des prix de l'énergie s'accroît le risque d'une transmission à l'inflation sous-jacente. Celle-ci semble ne pas se faire, l'accélération de l'inflation sous-jacente tout au long de l'année 2004 ayant exclusivement et logiquement accompagné le mouvement de fermeture de l'écart de production. Cependant, l'inflation s'est rapprochée, à 2 % en glissement⁵, du haut de la fourchette tolérée par la Réserve fédérale.

2. Politique monétaire préventive et inflation aux États-Unis *



* L'accélération de l'inflation est ici mesurée à partir de l'IPC, comme l'écart entre l'inflation en glissement annuel et la moyenne sur les 36 derniers mois de ce glissement. Le degré de prévention de la politique monétaire est mesuré par la variation absolue sur un an du taux des *Federal Funds*.
Sources : Réserve fédérale, BLS, calculs et prévision OFCE octobre 2005.

De plus, du point de vue de la banque centrale, plus les marchés obligataires sembleront anticiper la fin du cycle de hausse, abaissant ainsi le coût du capital et les taux hypothécaires, plus la Réserve fédérale sera, au contraire, incitée à le prolonger pour obtenir un même degré de restriction. Cela fait maintenant un an et demi que la Réserve fédérale est confrontée à ces problèmes, qu'elle cherche à freiner en douceur l'endettement des ménages en cessant d'alimenter le boom immobilier et obligataire⁶. Plus que le récent risque inflationniste, c'est la raison première de la détermination de la Réserve fédérale à mener à terme sa campagne.

5. Mesurée par le déflateur implicite de la consommation, indicateur privilégié de la Réserve fédérale.

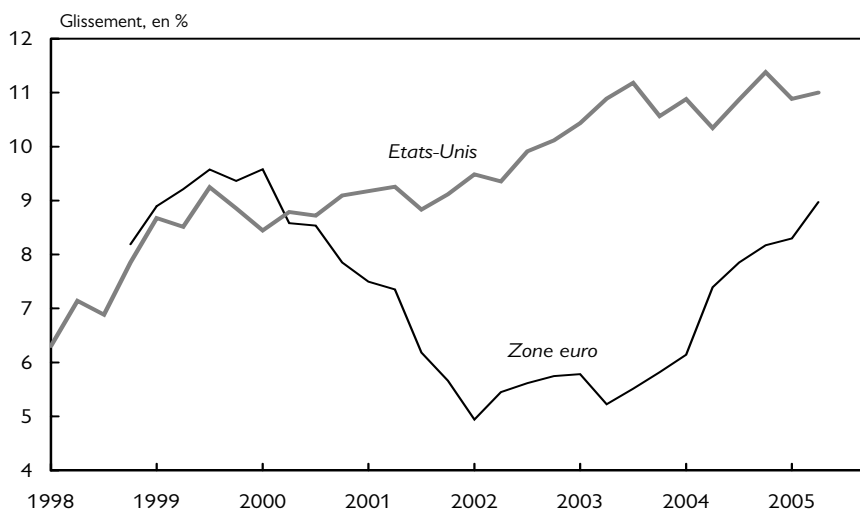
6. Voir dans ce dossier la fiche « États-Unis : la croissance défiée » pour plus de détails sur l'évolution récente de l'endettement, et l'étude spéciale « Le bas niveau des taux longs : exception ou normalisation ? » pour une présentation des explications de l'énigme des taux longs.

■ Département analyse et prévision

La vigilance de la BCE

En surface, les problèmes que la BCE mentionne dans ses déclarations sont les mêmes que ceux de la Réserve fédérale : inflation, évolution de l'endettement, bas niveau des taux d'intérêt. Mais la comparaison s'arrête là. Relativement à la politique monétaire menée, le bas niveau des taux d'intérêt longs est une énigme de l'autre côté de l'Atlantique, pas de ce côté-ci. Le soutien qu'il apporte à la croissance est de même nature, mais il diffère en revanche dans son ampleur et sa longévité (graphique 3). Entre le premier trimestre 2002 et le deuxième trimestre 2005, l'encours de dette des ménages américains a progressé de presque 40 %, et de 26 % pour les ménages de la zone euro. Le taux d'endettement de ces derniers restant très inférieur à celui des ménages américains (80 % du revenu pour les premiers contre 120 % pour les seconds), une poursuite de la hausse semble tolérable côté zone euro, alors qu'elle ne l'est plus aux États-Unis. La même attention est portée des deux côtés de l'Atlantique à l'enclenchement éventuel d'une spirale prix-salaires causée par la hausse des prix de l'énergie ; pourtant le risque est loin d'être le même. Il est vrai que la BCE n'a pas dépassé le stade des mots alors que la Réserve fédérale en est à son onzième relèvement de taux directeur ; mais la BCE n'a cessé de tendre son discours au cours des six derniers mois, annonçant désormais une grande vigilance à l'égard de la stabilité des prix à moyen-long terme et de ce qui pourrait la compromettre.

3. Évolution de l'encours de dette des ménages aux États-Unis et dans la zone euro



Sources : Réserve fédérale, Banque centrale européenne.

POLITIQUE MONÉTAIRE : *TO BE (RESTRICTIVE) OR NOT TO BE (ACCOMODATIVE)* ■

Jusqu'à présent, la BCE a répondu au dilemme auquel elle doit faire face par le pragmatisme : compte tenu du dogme monétariste, elle aurait pu déjà resserrer sa politique, et, même sans être monétariste, elle aurait pu le justifier par le dépassement, limité mais récurrent, de sa cible d'inflation. Si elle ne l'a pas fait, c'est parce qu'il n'y a pas de pressions inflationnistes internes sous-jacentes et parce qu'elle est également sensible au manque de dynamisme de la croissance au niveau agrégé. Jusqu'à maintenant, face à l'évolution des prix de l'énergie, et comme anticipé il y a un an dans un contexte similaire à celui d'aujourd'hui, la BCE et la Réserve fédérale ont privilégié la voie de la croissance (même si les résultats ne sont guère visibles dans la zone euro). À l'horizon 2006, ce choix serait reconduit mais il s'accompagnerait d'une vigilance accrue à toute information remettant en cause le diagnostic d'une inflation de second rang inexistante (dans la zone euro) ou réduite (aux États-Unis).

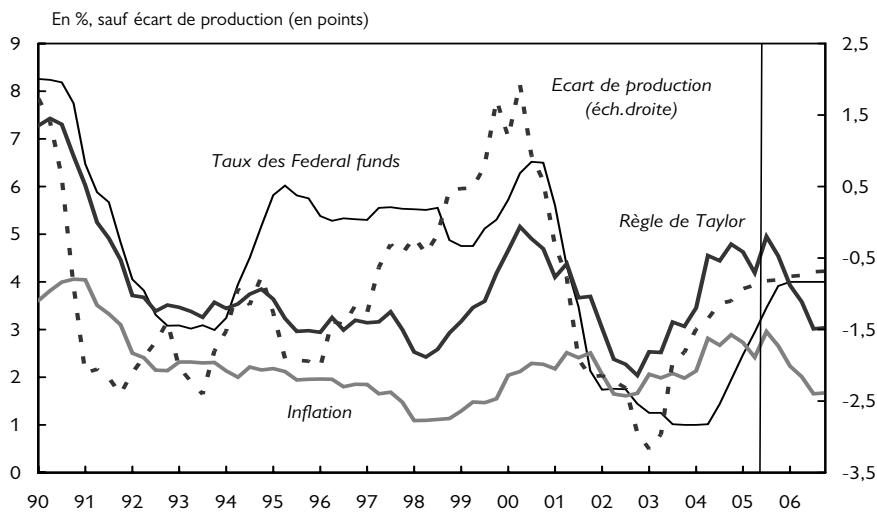
Prévisions à l'horizon 2006

Réserve fédérale : début de restriction

Il y a six mois, alors que le taux des *Federal Funds* était à 2,75 %, le point d'arrivée de la campagne de hausse était anticipé à 4 % fin 2005, sur la base d'une hausse d'un quart de point à chaque FOMC jusqu'à celui du mois de novembre. Maintenant que le terme est proche (le taux directeur est à 3,75 %), que la Réserve fédérale n'a guère avancé dans la résolution de ses problèmes et que le risque inflationniste est plus prononcé, ce point d'arrivée peut sembler bas. Les marchés à terme anticipent, par exemple, depuis fin septembre-début octobre une poursuite du resserrement jusque 4,5 %. Au regard d'une règle de Taylor, et avec nos prévisions de croissance et d'inflation, le point d'arrivée de 4 % semble pouvoir être maintenu, la politique monétaire devenant ainsi restrictive au tournant 2005-2006 (graphique 4). Le double objectif de simultanément prendre le contrôle de la remontée des taux longs pour prendre celui du ralentissement de l'endettement des ménages n'est pas remis en cause. Combinée à l'appréciation du dollar et au ralentissement attendu de l'inflation, la hausse anticipée des taux d'intérêt courts et longs suffit à peser de manière non négligeable sur la croissance (graphique 5).

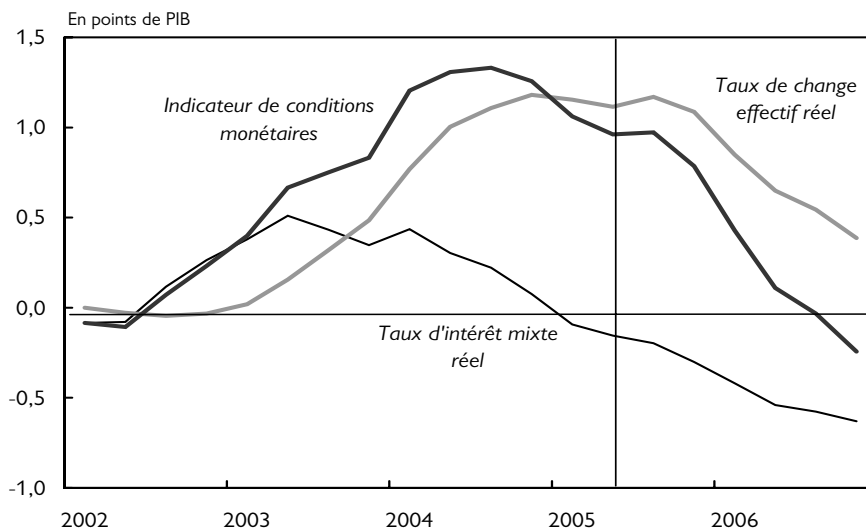
■ Département analyse et prévision

4. Règle de Taylor aux États-Unis *



* La règle est calibrée sur la base des coefficients indiqués par Taylor : $i = 2 + \dot{p} + 0,5(\dot{p}-2) + 0,5gap$ avec i le taux directeur de la Réserve fédérale ; 2 le taux d'intérêt réel d'équilibre de longue période ; \dot{p} l'inflation, en glissement sur un an, mesurée par le déflateur du PIB ; $(\dot{p}-2)$ l'écart de l'inflation à la cible implicite de 2 % de la Réserve fédérale ; gap l'écart au potentiel (tel que mesuré par l'OCDE).
Sources : BEA, Réserve fédérale, OCDE, calculs et prévision OFCE octobre 2005.

5. Composantes de l'indicateur de conditions monétaires aux États-Unis

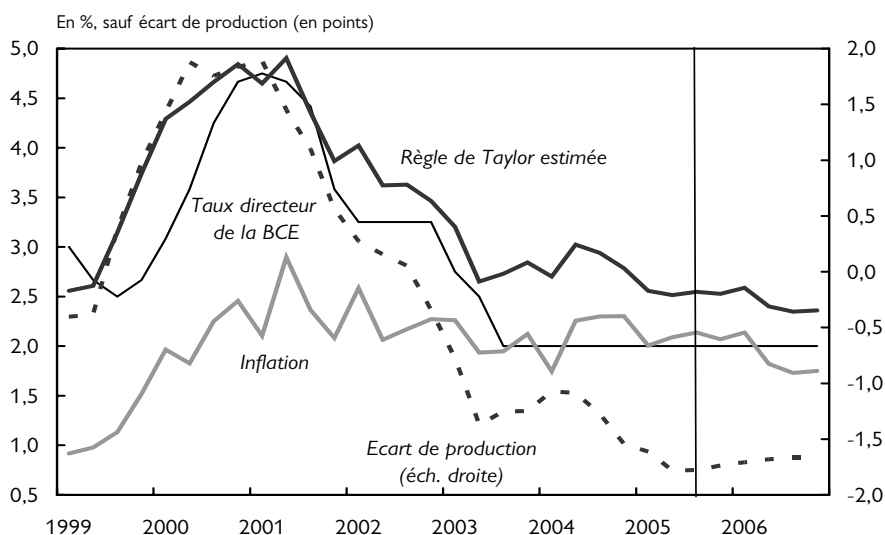


* Lecture du graphique : une hausse (baisse) de l'indicateur, et de chacune de ses composantes, correspond à une contribution positive (négative) des conditions monétaires à la croissance.
Source : calculs et prévision OFCE octobre 2005.

BCE : prolongation de *statu quo*

Faisant écho aux inquiétudes de la BCE quant au risque inflationniste et à une tonalité qui se veut optimiste quant aux perspectives de croissance, les marchés à terme anticipent un resserrement de la politique monétaire. Ils anticipaient déjà un tel resserrement il y a six mois, qui n'a pas eu lieu. Nous continuons donc de privilégier l'hypothèse du *statu quo*, qui s'est avérée juste jusqu'à présent. Notre scénario de croissance pour 2005 et 2006, d'un redémarrage sans reprise, correspond au milieu de la fourchette prévue par la BCE mais avec une inflation inférieure en 2005 et proche de la fourchette basse en 2006 (tableau). Selon une règle de Taylor, ce profil de l'inflation autoriserait même une détente de la politique monétaire (graphique 6). Mais, compte tenu de l'amorce du mouvement de fermeture de l'écart de production et de la persistance de la diversité des situations nationales, un *statu quo* sur les taux nous paraît justifié.

6. Règle de Taylor dans la zone euro *



* La règle estimée est la suivante : $i = 1 + 0,6(\dot{p}-2) + 0,6gap$ avec i le taux directeur de la BCE ; 1 le taux d'intérêt réel d'équilibre de longue période ; \dot{p} l'inflation, en glissement sur un an, mesurée par l'IPCH ; $(\dot{p}-2)$ l'écart de l'inflation à la cible de 2 % de la BCE ; gap l'écart au potentiel (tel que mesuré par l'OCDE).

Sources : Eurostat, OCDE, calculs et prévision OFCE octobre 2005.

■ Département analyse et prévision

Différents jeux d'hypothèses

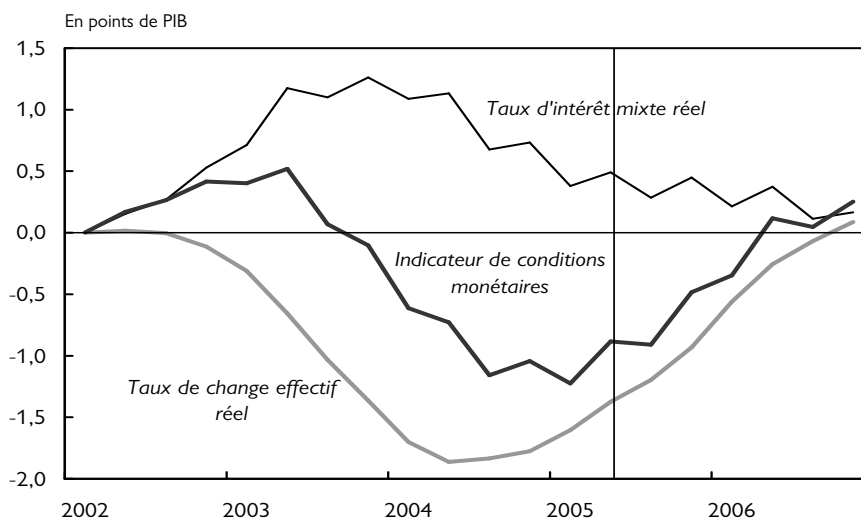
Moyenne annuelle, en %

	BCE – juin 2005		BCE – sept. 2005		OFCE – oct. 2005	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Croissance	1,1 / 1,7	1,5 / 2,5	1,0 / 1,6	1,3 / 2,3	1,3	1,9
Inflation	1,8 / 2,2	0,9 / 2,1	2,1 / 2,3	1,4 / 2,4	2,0	1,6

Sources : BCE, OFCE prévision octobre 2005.

Ce *statu quo* doit se comprendre, comme il y a six mois, comme le meilleur moyen pour la BCE de contribuer à sortir la zone euro de son atonie, et de répondre, implicitement, au risque rémanent de déflation. Ce faisant, elle accroîtrait les chances d'une transmission complète de sa politique dans les pays où elle n'a pas encore mordu (c'est-à-dire jusqu'aux ménages, les entreprises ayant profité du bas niveau des taux d'intérêt pour se refaire une santé) et d'une consolidation de la croissance sur des bases autonomes dans les autres. La progression de l'endettement est d'autant plus soutenable que la BCE ne met aucun frein à l'expansion, qu'elle s'appuie sur le jeu des effets richesse pour stimuler plus encore l'activité, et qu'elle encourage les ménages, plus confiants, à baisser leur taux d'épargne. Elle serait aidée dans cette tâche par la dépréciation de l'euro. L'ensemble des conditions monétaires serait ainsi plus favorable à la croissance qu'il y a six mois (graphique 7).

7. Composantes de l'indicateur de conditions monétaires dans la zone euro



* Lecture du graphique : une hausse (baisse) de l'indicateur correspond à une contribution positive (négative) des conditions monétaires à la croissance.

Source : calculs et prévision OFCE octobre 2005.