

## Chapitre 3

### Stabilité de l'activité économique

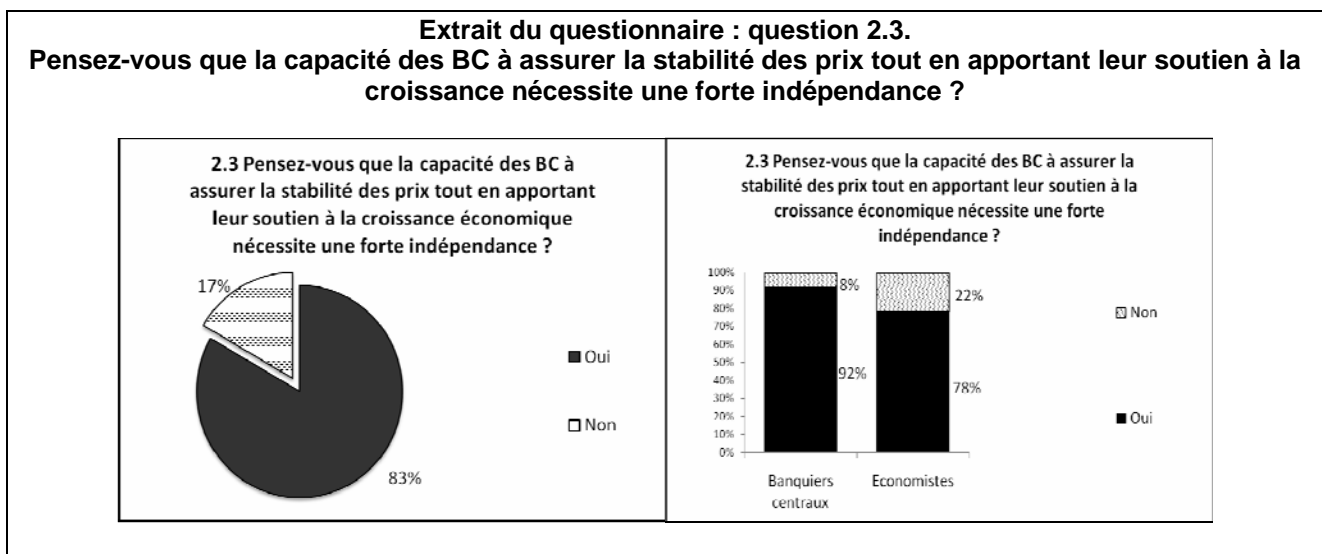
#### Introduction

Ce chapitre porte sur l'utilisation de la politique monétaire pour la stabilisation de l'activité économique. Cette question est examinée en retenant un découpage identique à celui du chapitre précédent : avant, pendant et après la crise.

#### 3.1. Questions sur l'efficacité de la politique monétaire avant la crise

##### 3.1.1. Stabilisation de l'activité économique : quelle importance dans l'action des banques centrales ?

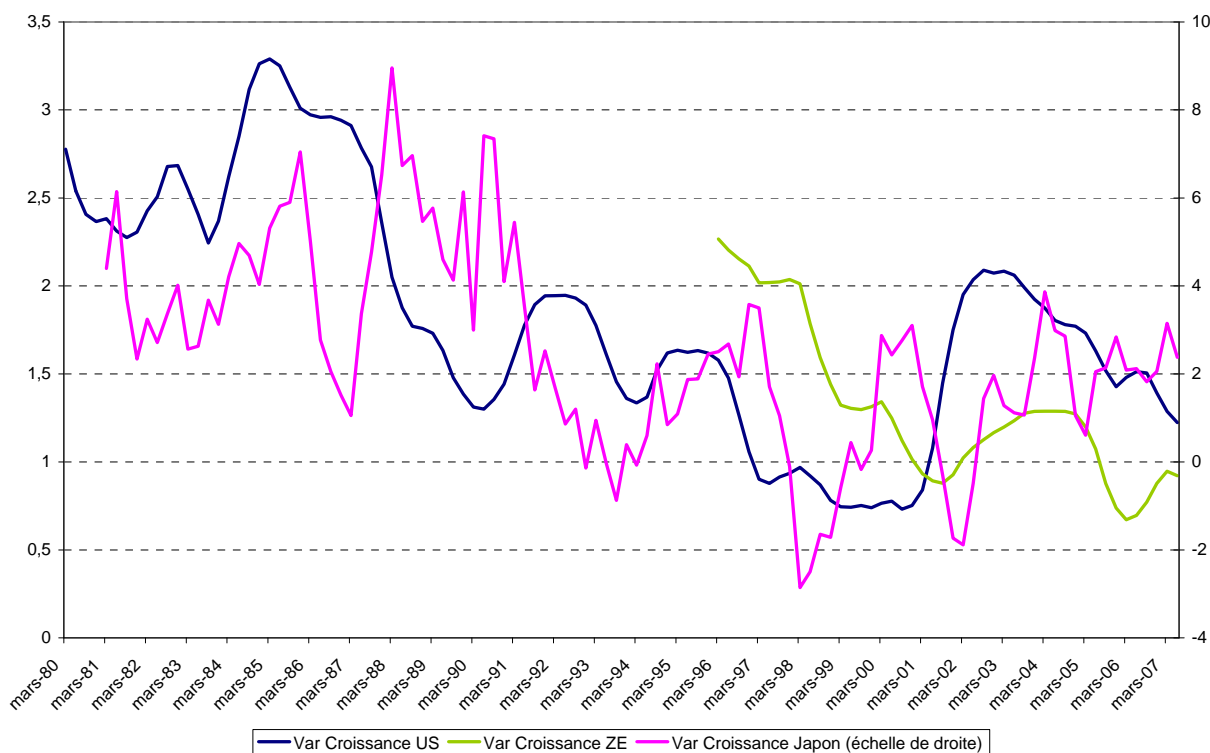
Même si la politique monétaire ne détermine pas le cours des variables réelles à long terme, elle influence leur évolution à court terme (sur deux ou trois ans). La stabilisation de l'activité économique est une mission capitale des banques centrales. D'après les réponses au questionnaire, pour une majorité sensible des universitaires (78%) et pour presque tous les banquiers centraux (92%), leur indépendance est une condition nécessaire pour qu'elles puissent l'assurer tout en maintenant la stabilité monétaire.



Deux conclusions ressortent des travaux théoriques et empiriques sur la politique monétaire optimale : 1. L'horizon retenu par la banque centrale pour atteindre l'objectif de stabilité des prix influence la variabilité de l'activité économique à court terme ; 2. La stabilité monétaire doit être recherchée seulement à long terme, chercher à l'atteindre à court terme à tout prix conduirait à une trop forte variabilité de la production. L'évolution de la volatilité du taux de croissance du PIB dans chacune des économies du G3 est représentée sur le Graphique 3. 1 du début des années 1990 jusqu'au milieu de 2007. Sa diminution au cours des années 1990 est frappante. Aux États-Unis, en 2000- 2001, elle avait diminué de moitié par rapport à son niveau initial. Dans la zone euro, la

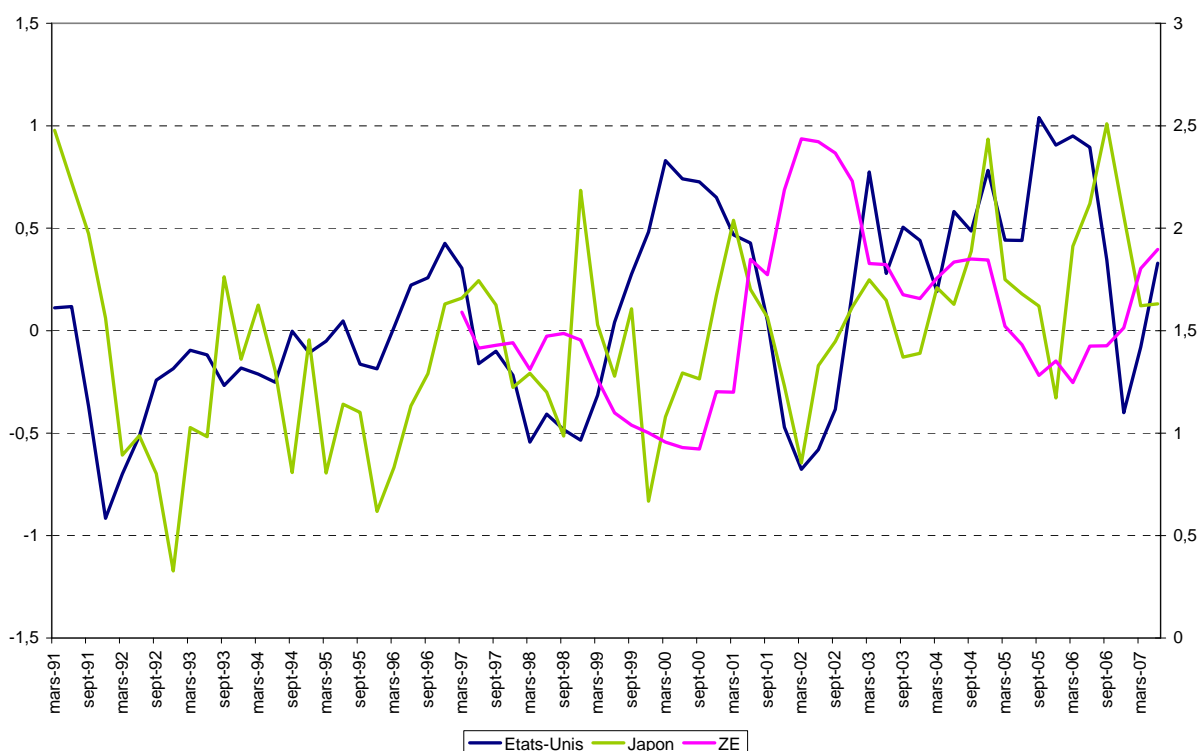
baisse a été encore plus spectaculaire entre 1996 et 2006. Le Japon a connu le même phénomène même s'il y a été moins marqué et plus irrégulier. Il est d'autant plus remarquable qu'il a coïncidé avec une baisse de la volatilité de l'inflation.

**Graphique 3. 1 : Variabilité de la croissance au sein du G3**



Les chocs de demande poussent l'inflation et l'activité économique dans la même direction. Ils ne créent donc pas de situation de conflit. Par exemple une envolée des cours boursiers - qui s'accompagne d'un boom de la demande, stimule l'activité et crée des tensions inflationnistes - appelle une hausse du taux directeur. Si la réponse de la banque centrale est bien conduite, elle peut neutraliser les effets non désirés de ce choc. Il n'en est pas de même pour les chocs d'offre qui exercent des effets de directions opposées sur l'activité économique et sur les prix. La banque centrale doit alors faire un arbitrage entre les deux. La plus grande stabilité de l'activité économique observée avant la crise notamment au cours des années 1990 pourrait donc s'expliquer par la chance, plus précisément par une moindre importance des chocs d'offre, en particulier ceux qui affectent les prix des matières premières. L'évolution de la hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie (mesurée par la différence entre l'inflation totale et l'inflation structurelle) à l'intérieur du G3 est représentée sur le Graphique 3. 2. Elle est positive quand ils augmentent plus vite que les prix des autres biens et services. On voit qu'il n'y a pas eu de choc d'offre important au cours des années 1990 ce qui a sans aucun doute contribué à la relative stabilité de l'activité économique observée sur cette période. La situation a été moins favorable par la suite : les États-Unis ont enregistré un premier choc d'offre au début de l'année 2000, puis un deuxième entre 2003 et 2006 ; la zone euro en a connu un fin 2001 et en 2002.

**Graphique 3. 2 : Taux de variation des prix des produits alimentaires et de l'énergie à l'intérieur du G3 (1991 :T1 / 2007 :T2)**



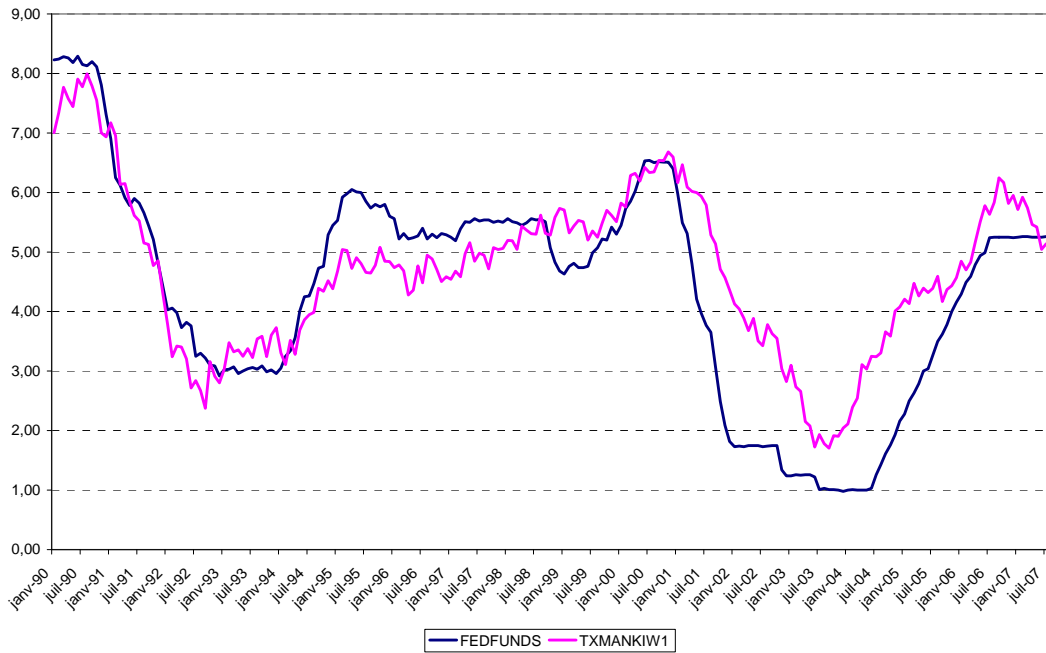
Source : Données OCDE

Note : Le taux de variation des prix des produits alimentaires et de l'énergie est obtenu en faisant la différence entre l'inflation totale et l'inflation structurelle calculées en glissement annuel.

Les changements intervenus dans la politique monétaire au cours des années 1990 ont contribué aussi à la moins grande volatilité des économies. Une réponse plus rapide et plus vigoureuse aux pressions inflationnistes dès qu'elles se manifestent permet s'assurer une meilleure stabilisation. Par exemple, il apparaît que la formule suivante rend bien compte du comportement de la Fed depuis une vingtaine d'années :  $Taux\ des\ fonds\ fédéraux = 8,5 + 1,4 * (Inflation\ structurelle - Ch\hat{om}age)^1$ . Sa réaction à un choc inflationniste est donc « agressive » : elle augmente alors les taux d'intérêt réels. La Fed répond aussi à l'évolution du chômage. Cela est conforme non seulement au caractère dual de son mandat, mais aussi aux enseignements de l'analyse économique (le chômage est un indicateur avancé de l'inflation future). Les valeurs du taux des fonds fédéraux correspondant à la formule ci-dessus ainsi que leurs valeurs observées sur la période 1990 – 2007 sont représentées sur le Graphique 3. 3. Jusqu'à l'automne 2000, les deux séries restent très proches l'une de l'autre et leurs points de retournement coïncident à peu près ; au total la formule explique 85 % des variations constatées du taux directeur. Par la suite, la réaction de la Fed à l'éclatement de la bulle Internet et sur les nouvelles technologies a été conforme dans ses grandes lignes à son comportement passé, mais elle a été plus marquée et plus durable qu'on ne pouvait s'y attendre au vu de celui-ci (cf. section 1 du Chapitre 4).

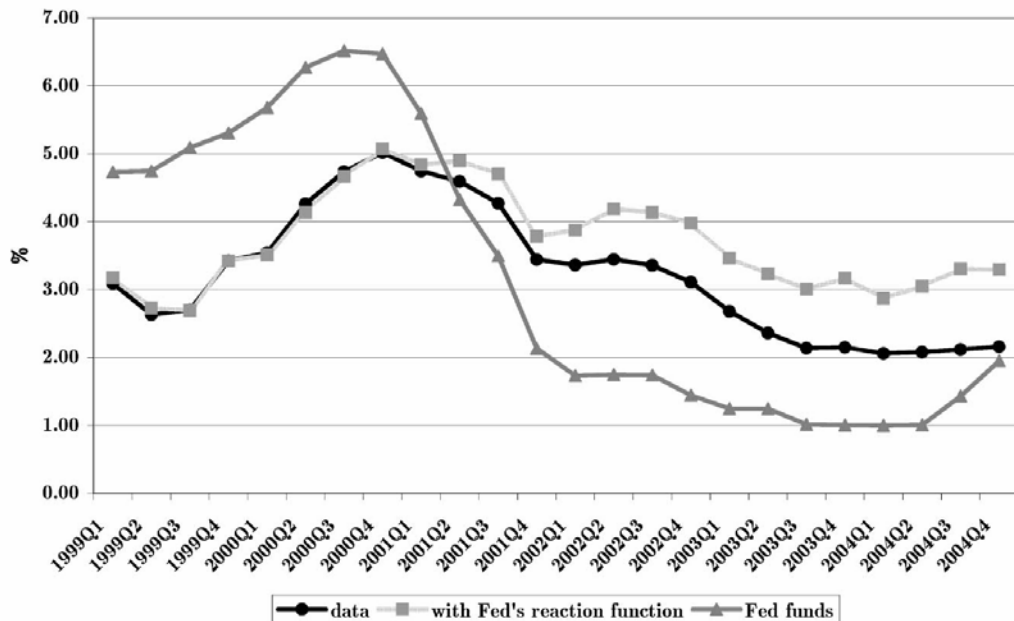
<sup>1</sup> Mankiw, 2001 ; dans la formule, la hausse des prix est mesurée en glissement annuel et le taux de chômage est corrigé des variations saisonnières

**Graphique 3 : Évolutions observée et hypothétique du taux des fonds fédéraux aux Etats-Unis (1990 : 01 / 2007 : 07)**



Il est habituel de dire que la BCE accorde moins d'importance à la stabilisation de l'activité économique que ne le fait la Fed. Un manque d'activisme en la matière lui est même souvent reproché. Mais, les différences observées entre la politique de taux de la BCE et celle de la Fed s'expliquent essentiellement par des différences de nature, de taille et de persistance des chocs qui frappent les deux économies<sup>2</sup>. Ils ne peuvent être imputés à des gouvernances ou des préférences différentes, en particulier à une moindre importance accordée par la BCE à la stabilisation conjoncturelle. Il ressort d'une expérience « *contrefactuelle* » que, placée dans l'environnement européen, la Fed aurait adopté une politique de taux analogue à celle qu'a suivie la BCE (Graphique 3. 4).

**Graph. 3.4. Evolution hypothétique du taux directeur de la BCE avec la fonction de réaction de la Fed**



Source : Sahuc et Smets (2008)

<sup>2</sup> Sahuc et Smets, 2008

### 3.1.2. La *globalisation* : quelles incidences ?

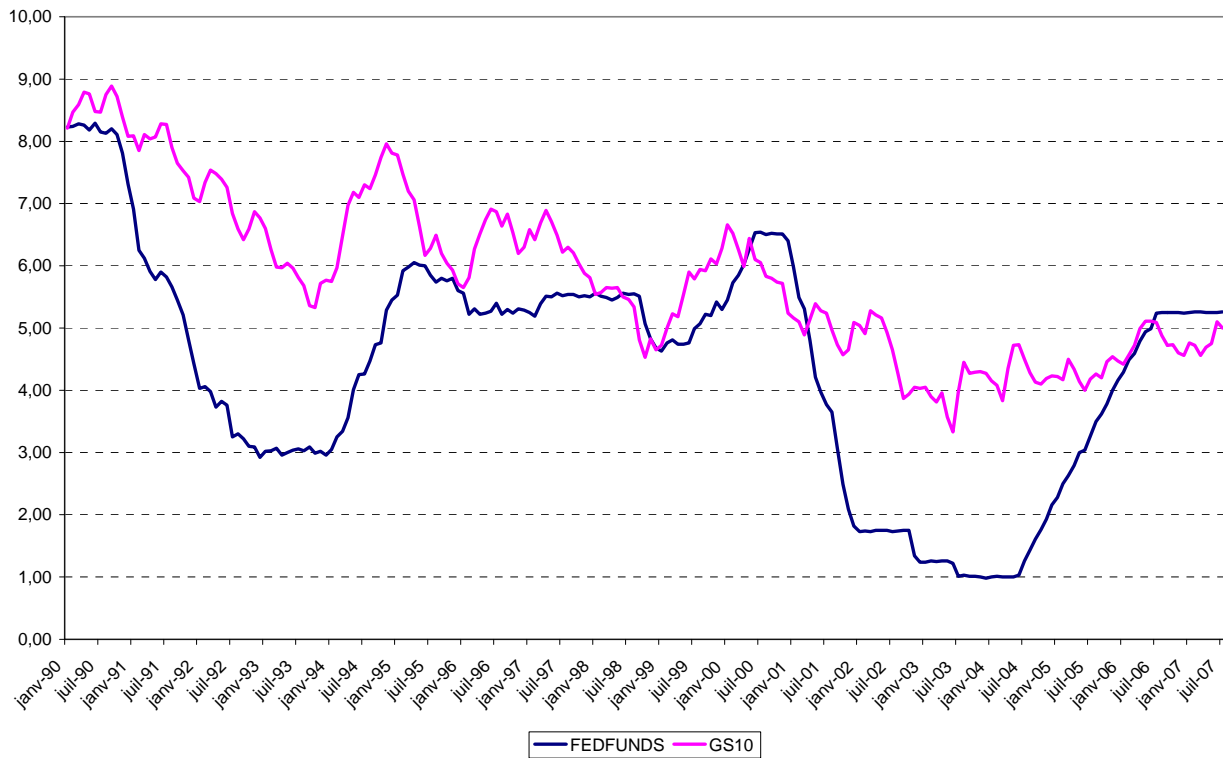
À partir du milieu des années 1990, tandis que la volatilité de la croissance baissait, la transmission des chocs entre les pays s'est amplifiée et accélérée ce qui constitue une menace pour la stabilité de l'activité économique. Ces effets de débordement appelle deux types de réponses de la part des autorités : au niveau international, un renforcement des mécanismes de coordination *ex post* en cas de chocs importants et, à l'échelon national, une stratégie de surveillance *ex ante*<sup>3</sup>.

Au cours des années 1990, il y a eu aux Etats-Unis deux épisodes de resserrement de la politique monétaire au cours desquels la hausse des taux long a accompagné celle des taux courts : 1. entre décembre 1994 et avril 1995, le taux des fonds fédéraux a augmenté de 300 points de base ; le taux à dix ans a alors enregistré une hausse de 263 points de base (Graphique 3.5) ; 2. entre octobre 1998 et janvier 2000, le taux court est passé de 4,53 à 6,66 % ; le taux à dix ans est alors monté de 4,63 % à 6,54 %. Aussi, au printemps 2004, quand les marchés ont commencé à se préparer à un resserrement de la politique de la Fed, s'attendait-on à ce qu'il en soit de même. Entre juin 2004 et juillet 2006, le Comité fédéral de l'*open market* a augmenté son taux directeur à 17 reprises et l'a porté de 1% à 5,25 % ; mais le taux à 10 ans est seulement passé de 3,83 % à 5,11 % et il a même baissé à la fin de 2006. Alan Greenspan a parlé d'une véritable anomalie (*conundrum*). Comme on a assisté au cours de toutes ces années à une forte progression de la part de la dette publique américaine détenue par des investisseurs étrangers – elle a été multipliée environ par 3 entre 1986 et 2006 (Graphique 3.6) –, l'anomalie lui a souvent été attribuée. De nombreux travaux économétriques se sont intéressés à cette question. Les conclusions suivantes en ressortent. L'évolution des taux longs observée en 2004 – 2005 constitue bien une anomalie : les modèles qui donnent jusque là de bons résultats ont du mal à expliquer l'évolution de la courbe des rendements. Les origines du *conundrum* pourraient être les suivantes : 1. une baisse des taux d'intérêt réels due à la modification des anticipations concernant l'évolution à long terme de la situation budgétaire jugée plus favorable à l'époque ; 2. une révision à la baisse des anticipations inflationnistes à long terme ; 3. une diminution des primes de risque liée à la « grande modération » et à la meilleure prévisibilité de la politique monétaire ; 4. des facteurs conjoncturels pourraient aussi avoir joué. Mais il ressort surtout de ces travaux que la relation entre la politique monétaire et la courbe des rendements est extrêmement complexe - elle est sans doute non linéaire – et qu'elle change au cours du temps – ce qui ne serait pas autre chose qu'une illustration supplémentaire de la « *loi de Goodhart* ». Il ne faudrait pas en conclure que le levier habituel de la politique monétaire – le canal des taux d'intérêt – n'opère plus. Mais la force qu'il permet de déployer se modifie au cours du temps et doit être sans cesse réévaluée par les banquiers centraux. Elle est sans doute affectée par l'intégration financière internationale. Mais, l'exemple du « *Greenspan conundrum* » ne permet pas d'affirmer que la politique monétaire est devenue inefficace dans une « grande » économie comme celle des États-Unis. En tout cas, ce n'est pas la conclusion qui se dégage des études portant sur cette question : certes, elles montrent que l'intégration financière internationale affecte bien la relation taux court – taux long, mais elles montrent aussi que cette relation ne s'évanouit pas.

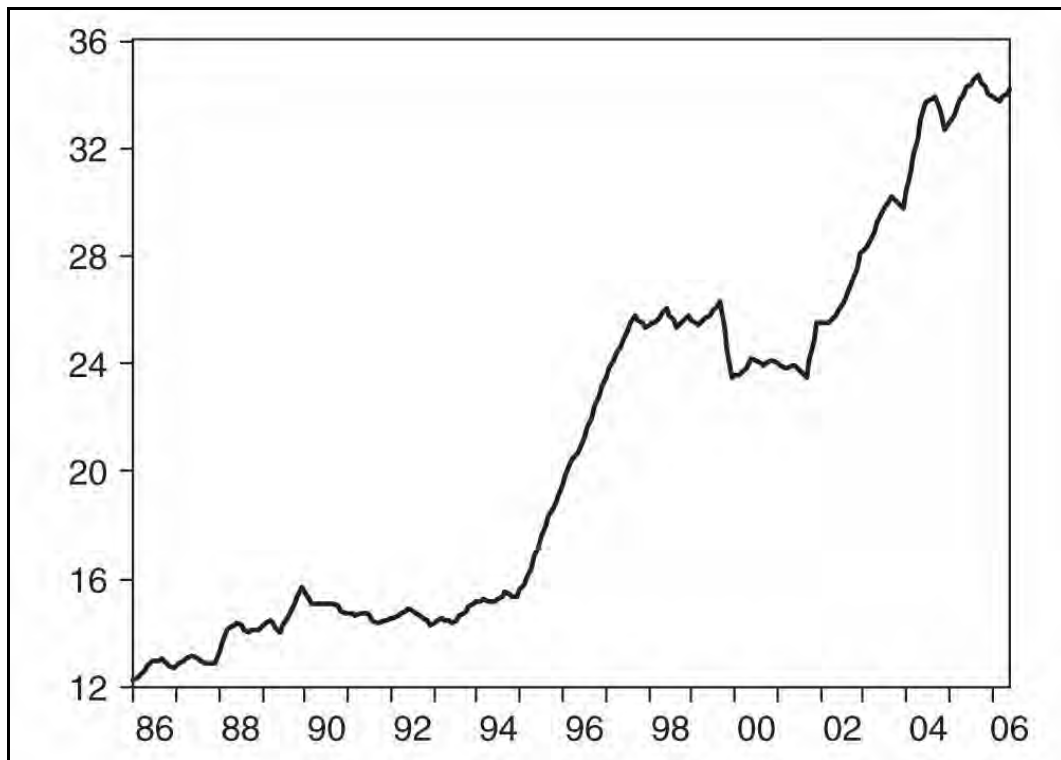
---

<sup>3</sup> Carare et Mody, 2010

**Graphique 5 : Evolutions du taux court (taux des fonds fédéraux) et du taux long (taux à 10 ans) aux Etats-Unis (1990 : 01 – 2007 : 07)**



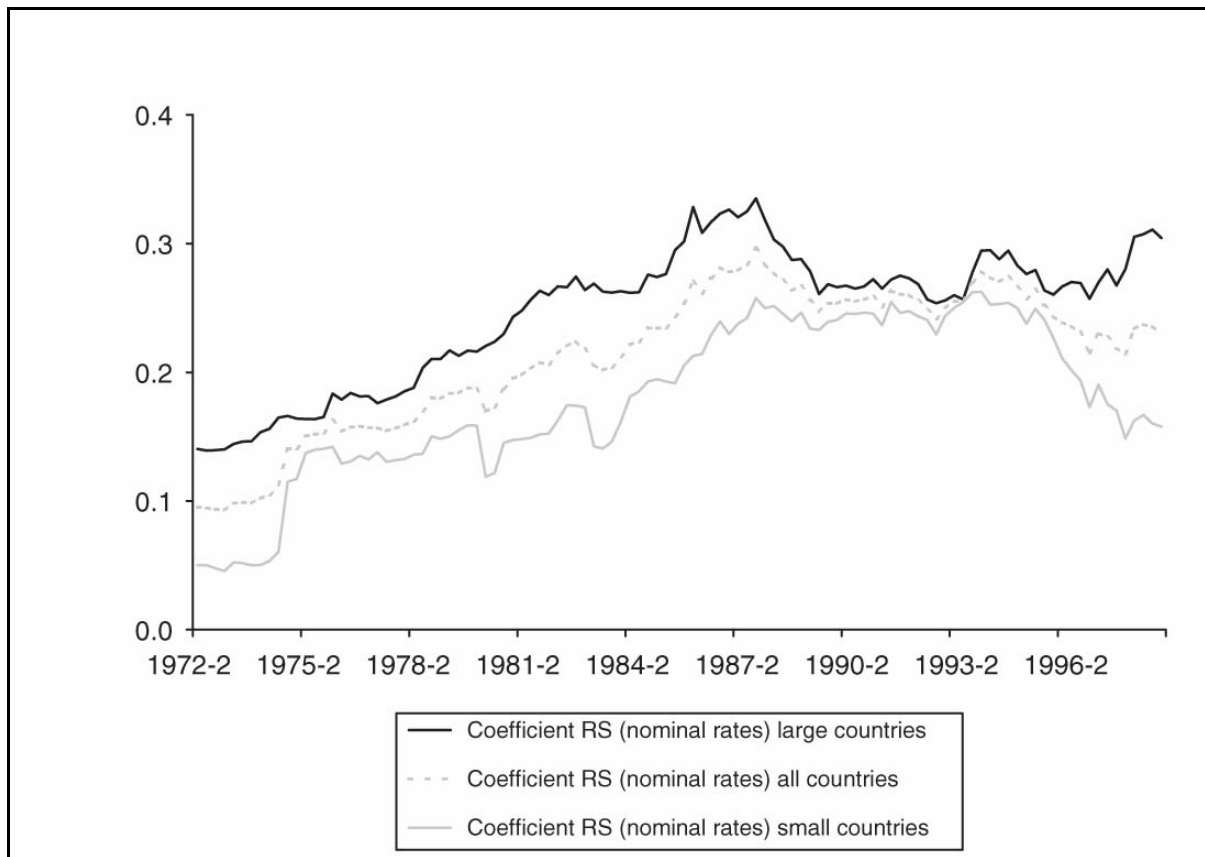
**Graphique 6 : Part de la dette obligataire des Etats-Unis détenues par les autorités officielles du reste du monde**



Source : Bandholz, Clostermann et Seitz, 2009

En théorie, dans le cas d'une petite économie dont le taux de change est flexible, la mobilité internationale des capitaux renforce l'autonomie et l'efficacité de la politique monétaire. Mais, en général, il ne semble pas en être ainsi. Une plus grande intégration financière y est généralement accompagnée d'une moindre connexion entre taux court et taux long nationaux. Cela est illustré par le Graphique 3. 7 où sont représentées les évolutions du coefficient reliant les variations du taux long à celle du taux court dans les « grandes » économies et dans les autres. Pour les premières, ce coefficient est resté assez stable depuis le début des années 1990. En revanche, dans les secondes, il a fortement baissé en fin de période<sup>4</sup>. Cela pourrait vouloir dire que leurs banques centrales ont plus de difficultés à agir sur les conditions financières nationales en réaction à des chocs idiosyncrasiques.

**Graphique 7 : Evolution de la relation entre taux court et taux long en fonction de la taille de l'économie**



Source : Jansen (2009)

## 3.2. Tensions financières, politique monétaire et activité économique

### 3.2.1. Politique monétaire ou politique budgétaire ?

À l'occasion des baisses de taux auxquelles a procédé la Fed à la fin de 2007 et au début 2008, le « vieux » débat – il avait largement occupé les économistes dans les années 1960 – sur l'efficacité comparée de la politique monétaire et de la politique budgétaire pour la stabilisation de l'activité économique a resurgi. Quels effets pouvaient-on attendre de ces baisses – 150 points de base au total – sur l'activité économique ? Seraient-elles suffisantes ou pas pour assurer la stabilisation de

<sup>4</sup> Jansen, 2009

l'activité économique ? Des mesures de relance budgétaires ne seraient-elles pas plus efficaces ? Sa plus grande rapidité d'action - un critère très important dans un contexte où la détérioration de la situation économique est rapide - a été le principal argument avancé en faveur de la politique budgétaire. Cela peut paraître paradoxal puisqu'il faut beaucoup moins de temps pour décider et mettre en place une baisse des taux d'intérêt que pour bâtir et réaliser un programme budgétaire. Mais, *même en tenant compte de ces délais*, les effets sur l'activité économique de la relance budgétaire pourraient se manifester plus rapidement que ceux d'une baisse des taux. C'est du moins ce qui ressort des travaux de simulation effectués avec le « *gros* » modèle économétrique de la Réserve fédérale<sup>56</sup>. L'utilisation de modèles DSGE conduit à la conclusion opposée : la politique monétaire y est plus efficace que la politique budgétaire<sup>7</sup>. Sa plus grande rapidité d'action vient de ce que les décisions des ménages et celles des firmes sont fondées sur l'évolution attendue des taux directeurs de la banque centrale, en fonction notamment des annonces faites à ce sujet.

### 3.2.2. Quelle réponse en cas de conflit d'objectifs comme en 2007 – 2008 ?

La situation économique observée après le déclenchement de la crise jusqu'à l'été 2008 est un exemple des conflits possibles entre stabilité monétaire et stabilisation de l'activité économique. Deux chocs ont frappé simultanément les économies : le choc financier mais aussi le renchérissement des matières premières et des produits de base ; par exemple, au cours de l'année 2007, le prix du pétrole a augmenté de plus de 10% (cours du baril de Brent). Ce choc d'offre, contrairement à ceux observés avant la crise, a frappé simultanément les trois économies du G3 ; il a atteint son intensité maximale en septembre 2008 (Graphique 3.8). Le choc financier justifiait de la part des banques centrales une riposte sur deux fronts : 1. une injection de liquidité sur les marchés monétaires et du crédit (en particulier, là où l'on observait une paralysie) ; 2. en cas de crainte de ralentissement brutal de l'activité économique, une baisse des taux. Au contraire, dans une économie importatrice de matières premières et de produits de base, le choc d'offre pouvait justifier une hausse des taux en cas de risque de déstabilisation des anticipations inflationnistes.

**Graphique 8 : Taux de variation des prix des produits alimentaires et de l'énergie à l'intérieur du G3 (2007 :T3 / 2010 :T3)**



Source : Données OCDE

Note : Le taux de variation des prix des produits alimentaires et de l'énergie est obtenu en faisant la différence entre l'inflation totale et l'inflation structurelle calculées en glissement annuel.

<sup>5</sup> Federal Reserve Bulletin (1999) : "Aggregate Disturbances, Monetary Policy, and the Macroeconomy: The FRB/US Perspective." (<http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/1999/0199lead.pdf>)

<sup>6</sup> Elmendorf et Furman, 2008

<sup>7</sup> Wieland, 2008



La question du caractère « *agressif* » ou non de la réponse à un choc majeur (comme le choc financier) s'est aussi posée à ce moment-là. Dans de telles circonstances, l'éventualité de voir le taux d'intérêt buter contre son plancher n'est pas à écarter. Cela justifierait une réaction agressive : le taux directeur devrait être fixé au-dessous du niveau retenu si la banque centrale ne craignait pas qu'il tombe à son plancher. À cela, les dirigeants de la BCE ont avancé deux objections : la banque centrale devrait se montrer plus prudente qu'en temps ordinaire pour "*ne pas brûler toutes ses cartouches*" ; une politique monétaire agressive pourrait donner un mauvais signal - la banque centrale a des informations sur la situation économique plus mauvaises que celles dont dispose les autres agents économiques – et accentuer la perte de confiance<sup>8</sup>.

La BCE a estimé que, pour la zone euro, la « *balance* » penchait du côté du risque inflationniste. Elle a fait explicitement référence au principe de séparation pour justifier la combinaison d'une politique monétaire restrictive – resserrement des conditions financières et même hausse de 25 pb des taux directeurs en juillet 2008 – pour contrecarrer le risque inflationniste et d'une offre abondante de liquidité sur le marché monétaire destinée à stabiliser le taux du marché monétaire<sup>9</sup>. De son côté, la Réserve fédérale a estimé, dans un premier temps que « *la balance des risques* » penchait du côté du risque de ralentissement de l'activité – baisse du taux cible des fonds fédéraux de 1 point de pourcentage au second semestre 2007 et de 2¼ points début 2008 – puis qu'elle était neutre – possibilité de ralentissement de la croissance combinée à un risque de hausse des prix - ce qui l'a conduite à adopter une attitude attentiste. Les évolutions du taux des fonds fédéraux et du taux hypothétique correspondant à la formule de Mankiw donnée ci-dessus sont représentées sur le Graphique 3. 9. Au moment où la crise est survenue, leurs valeurs étaient à peu près les mêmes. Par la suite, jusqu'à la fin 2008, le premier a baissé beaucoup plus rapidement. Autrement dit, la Fed s'est montrée alors beaucoup plus réactive qu'elle ne l'avait été par le passé (si ce n'est peut-être en 2003-2004). À cette occasion, on a pu dire que : « *(La Fed) vient de Mars, tandis que (la BCE) vient de Vénus* »<sup>10</sup>. L'attitude « *diplomatique et attentiste* » de la Fed face au risque inflationniste lié à un choc d'offre s'expliquerait par la mémoire de la déflation et de la dépression des années trente aux Etats-Unis ; celle « *frontale* » de la BCE par le souvenir de l'hyperinflation et de la réforme monétaire allemandes. Mais une leçon plus importante peut être tirée de cet épisode. Le choc d'offre de 2007-2008 a donné lieu à « *un jeu de poules mouillées* ». Dans chaque économie, les autorités ont reculé avant de prendre les mesures nécessaires, attendant que les autres agissent et supportent le poids de l'ajustement. Ce type de comportement, rationnel quand on considère chaque pays individuellement, conduit à un équilibre sous optimal si on les prend leur ensemble. Plus précisément, cela a pu laisser croire que l'engagement des banques centrales à maintenir la stabilité des prix était moins ferme qu'auparavant. Dans de telles circonstances, il aurait mieux valu que les banques centrales augmentent leurs taux directeurs de façon coordonnée<sup>11</sup>. C'est une leçon à retenir pour l'avenir.

---

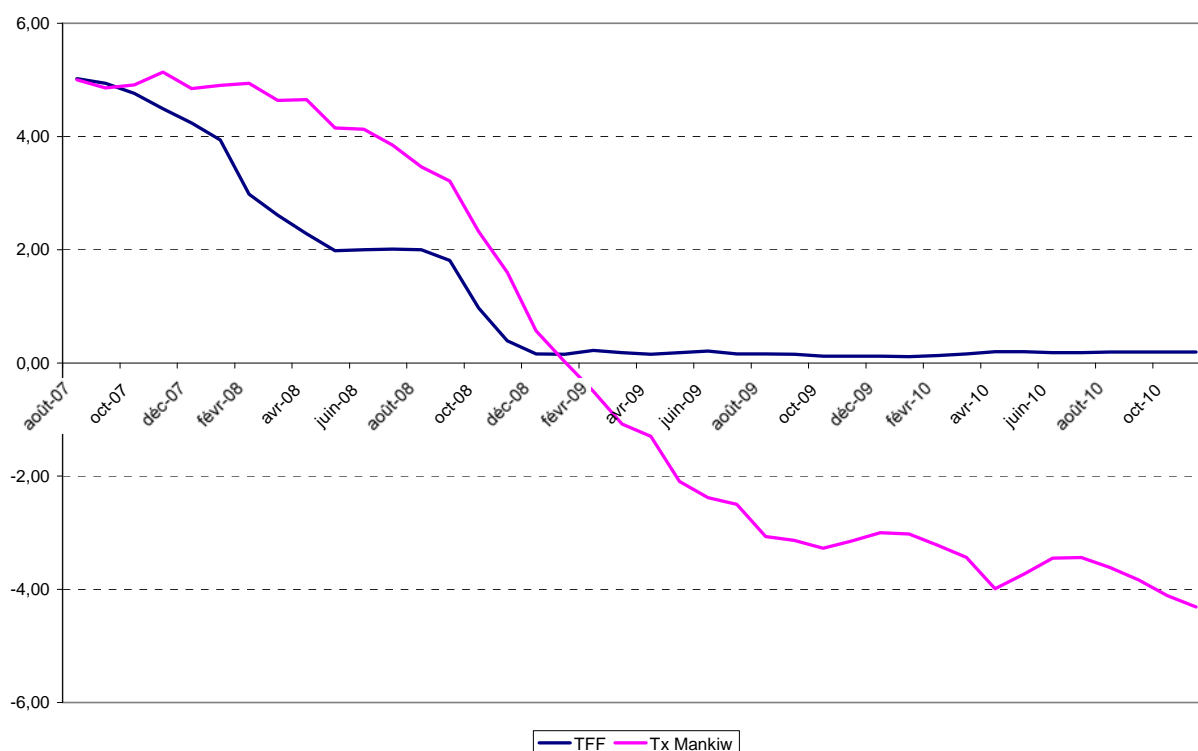
<sup>8</sup> Bini-Smaghi, 2008

<sup>9</sup> Bordes et Clerc, 2010

<sup>10</sup> Hooper, Mayer et Slok (2008) ; allusion au titre du livre de John Gray, *Les hommes viennent de Mars, les femmes viennent de Vénus* (Guide Poche, 2003). Au cours de cet épisode, les deux banques centrales ont réagi comme si elles venaient de deux planètes différentes : chez les dieux de Rome, la réaction frontale de la BCE contre l'inflation aurait satisfait Mars, tandis que Vénus aurait préféré la prudence et la patience de la Fed.

<sup>11</sup> Posen et Subramanian, 2010

**Graphique 9 : Évolutions observée et hypothétique du taux des fonds fédéraux aux Etats-Unis (2007 : 01 / 2010 : 10)**



### 3.2.3. En période de crise, comment stopper l'effet de rétroaction négatif entre l'évolution du secteur financier et l'économie réelle ?

Une fois le seuil-zéro atteint, la politique monétaire n'est pas pour autant privée de tout moyen d'action. Dans un cadre prospectif, elle peut s'appuyer sur la fonction informationnelle des taux d'intérêt directeurs<sup>12</sup>. Plus précisément, la banque centrale peut chercher à rétablir l'ancrage des anticipations concernant l'inflation au niveau de sa cible et/ou s'engager à maintenir son taux directeur au plancher jusqu'à ce que l'amélioration des conditions économiques soit manifeste. Cette annonce devrait se traduire par des pressions à la baisse des taux longs<sup>13</sup>. La Réserve fédérale et la Banque du Japon ont officiellement suivi cette recommandation en amenant, fin 2008 et début 2009, leurs taux directeurs quasiment à zéro et en accompagnant cette décision de déclarations pour indiquer qu'ils resteraient durablement à ce niveau<sup>14</sup> ainsi que par des mesures d'assouplissement quantitatif ciblés sur des objectifs précis. La BCE a procédé différemment ; elle n'a pas descendu son principal taux directeur au-dessous de 1% ; simultanément, elle a commencé de faciliter l'octroi de liquidité dans le cadre de ses opérations de refinancement sous forme d'appels d'offres à taux fixe, en allant jusqu'à des opérations d'une durée d'un an. De facto, les conséquences sur le taux du marché monétaire ont été les mêmes qu'à la suite des décisions prises aux Etats-Unis et au Japon : il est descendu au voisinage de zéro<sup>15</sup>.

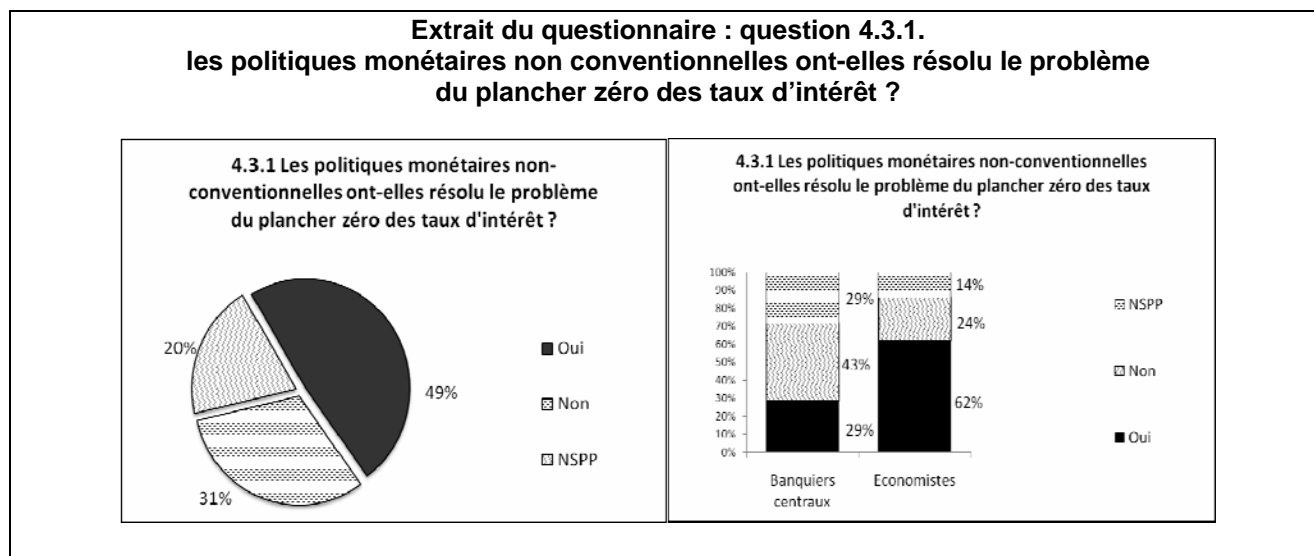
<sup>12</sup> Eggertsson et Woodford, 2003

<sup>13</sup> Reifschneider et Williams, 2000 ; Wolman, 2005

<sup>14</sup> Par exemple, après avoir fixé au mois de décembre 2008, la cible du taux des fonds fédéraux à un niveau compris entre 0 et 0,25 %, la Réserve fédérale n'a cessé de répéter par la suite, à l'issue de ses réunions, qu'il resterait « à des niveaux exceptionnellement faibles » pendant une « période étendue ».

<sup>15</sup> Au moment la question de l'adoption d'une ZIRP dans la zone euro s'est posée, des dissensions sont apparues au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE, ce qui est inhabituel. Une majorité de ses membres s'y est déclarée hostile. Mais, quelques voix discordantes se sont fait entendre sur la question, dont celle d'Athanasios Orphanides – à la tête de la Banque centrale de Chypre après une brillante carrière d'économiste au sein de la Fed –, qui a qualifié de «

Au début de l'année 2010 (période au cours de laquelle l'enquête a été effectuée), à la question « *les politiques monétaires non conventionnelles ont-elles résolu le problème du plancher zéro des taux d'intérêt ?* », la majorité (62 %) des universitaires répondaient oui alors que peu de banquiers centraux (29 %) étaient du même avis.



Des études publiées récemment semblent donner raison aux « économistes ». Les achats de titres par la Fed auraient provoqué des baisses « *économiquement significatives et durables* »<sup>16</sup> des taux d'intérêt sur tout un ensemble de titres, y compris certains n'ayant pas fait l'objet de ces achats (Tableau 3. 2) ; des baisses reflétant principalement des diminutions de prime de risque plutôt qu'une révision à la baisse des anticipations concernant les taux courts. Dans une situation où le taux court a atteint la borne zéro, en achetant pour 400 milliards de dollars d'obligations d'Etat à long terme, la Fed ferait baisser le taux long de 14 pb environ<sup>17</sup>.

**Tableau 3. 2 : Variations des taux d'intérêt (pb) à la suite des annonces des opérations d'achats de titres par la Fed**

	25/11/09 ↑ achats	1-2/12/09 ↑ achats	16-17/12/09 ↑ achats	28-29/01/10 ↓ achats	18-19/03/10 ↑ achats
Taux à 10 ans obligations d'Etat	-24	-27	-33	30	-40
Swap à 10 ans	-32	-23	-53	5	-37
Taux à 10 ans obligations privées	-16	-27	-57	23	-29

Source : Gagnon (Novembre 2009)

Début 2010, au moment de l'enquête, la sortie des mesures de politique monétaire non conventionnelles semblait proche. Les banques centrales avaient commencé à faire des annonces en ce sens à partir de l'été 2009. La perspective d'une sortie de crise et d'une reprise franche de l'activité économique au cours de l'année 2010 s'est très vite dissipée. En Europe, la crise des

dangereuse » et d'« erronée » l'idée selon laquelle la politique monétaire devient inefficace quand les taux sont proches de zéro

<sup>16</sup> Gagnon, Raskin, Remache et Sack, 2010

<sup>17</sup> Hamilton et Wu, 2010

dettes souveraines est venue justifier le maintien de mesures exceptionnelles d’approvisionnement en liquidité ainsi que la décision d’acheter des obligations d’État des pays concernés. Aux États-Unis, avec un taux d’inflation nettement au-dessous du niveau souhaité et une valeur élevée du taux de chômage, la valeur appropriée du taux des fonds fédéraux, au regard du comportement habituel de la Fed, restait fortement négative (Graphique 10). Là aussi, la prolongation – décision prise au mois d’août d’utiliser les revenus procurés par le remboursement des titres hypothécaires précédemment acquis pour acheter des obligations publiques - et même l’extension des politiques non conventionnelles – décision d’ouvrir une deuxième phase dans la politique d’assouplissement quantitatif (désignée habituellement comme le QE2) consistant dans l’achat de 600 milliards de titres d’Etat - apparaissent tout à fait justifiées<sup>18</sup>. En effet, la valeur hypothétique du taux des fonds fédéraux calculée avec la formule de Mankiw restait fortement négative. Elle a même baissé entre le printemps et le début de l’automne 2010. Si l’on se réfère au « gros » modèle économétrique utilisé par la Fed, une baisse de 25 pb du taux des fonds fédéraux et une diminution de 15 pb du taux long (taux à 10 ans) ont des effets équivalents sur la demande globale ; au vu des études mentionnées ci-dessus, l’achat de 200 milliards de titres d’Etat devrait faire baisser le taux long d’environ 15 pb ; par conséquent, le programme de QEII équivaldrait à une baisse du taux court de 75 pb. Sur la base du même modèle, les effets attendus sont les suivants :

**Tableau 3. 3 : Effets attendus du QE2 aux Etats-Unis**

	Impact en :		
	2011	2012	2013
Δ% PIB	0,2	0,8	1,6
Taux de chômage	- 0,1	- 0,3	- 0,7
Inflation	0,7	0,6	0,4

Source : Federal Reserve Board ; Deutsche Bank

L’annonce de ces décisions ayant été suivie d’une augmentation des taux longs (Graphique 3.11), on a pu dire que les effets obtenus seront bien en deçà de ceux espérés. Mais on peut voir là un signe de l’efficacité du QE2 : les anticipations d’inflation et de croissance ont été revues à la hausse alors que, simultanément, la forte reprise des cours boursiers signifierait une baisse de l’aversion pour le risque<sup>19</sup>.

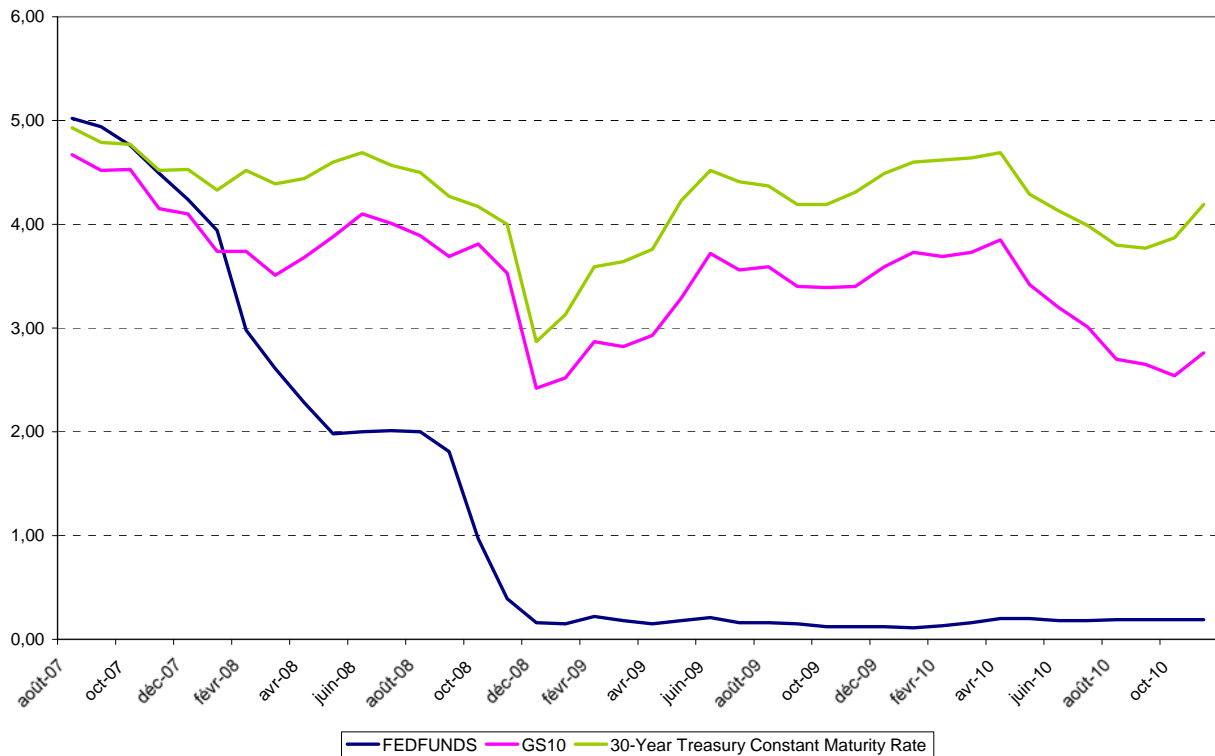
Il est encore trop tôt pour faire un bilan de l’efficacité des mesures exceptionnelles de politique monétaire prises par les banques centrales pour stopper l’effet de rétroaction négatif entre l’évolution du secteur financier et l’économie réelle. Mais, déjà, certaines conclusions claires ressortent des premiers travaux qui leur ont été consacrés : 1. lorsque l’économie peut passer d’un régime de tensions financières à un autre, la politique monétaire peut influencer sur la probabilité de changement de régime ; 2. la politique monétaire a un retentissement plus marqué en période de fortes tensions financières ; 3. son resserrement semble avoir davantage d’incidence que son assouplissement<sup>20</sup>.

<sup>18</sup> D’après le gros modèle économétrique de la Fed, une baisse de 25 pb du taux des fonds fédéraux et une diminution de 15 pb du taux long (taux à 10 ans) ont des effets équivalents sur la demande globale. Au vu des études mentionnées dans le texte, l’achat de 200 milliards de titres d’Etat fait baisser le taux long d’environ 15 pb. Par conséquent, le programme de QEII équivaldrait à une baisse du taux court de 75 pb.

<sup>19</sup> Siegel, 2010

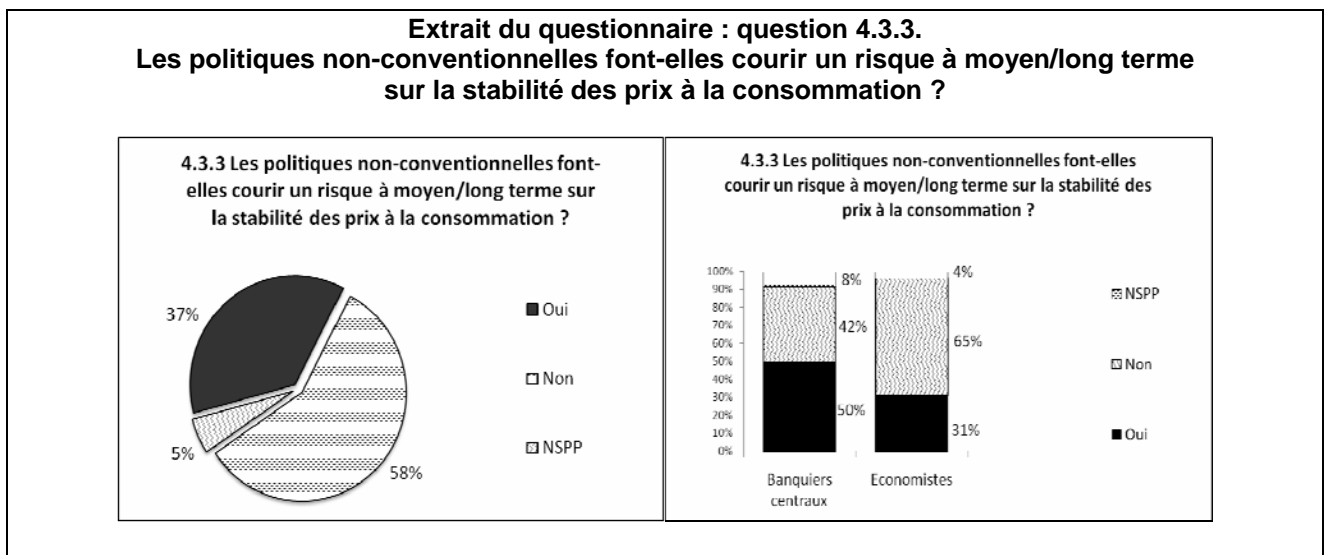
<sup>20</sup> Li et St Amant, 2010

**Graphique 3. 10 : Évolutions du taux court (taux des fonds fédéraux) et des taux longs (taux à 10 ans et taux à 30 ans) aux États-Unis au cours de la crise**

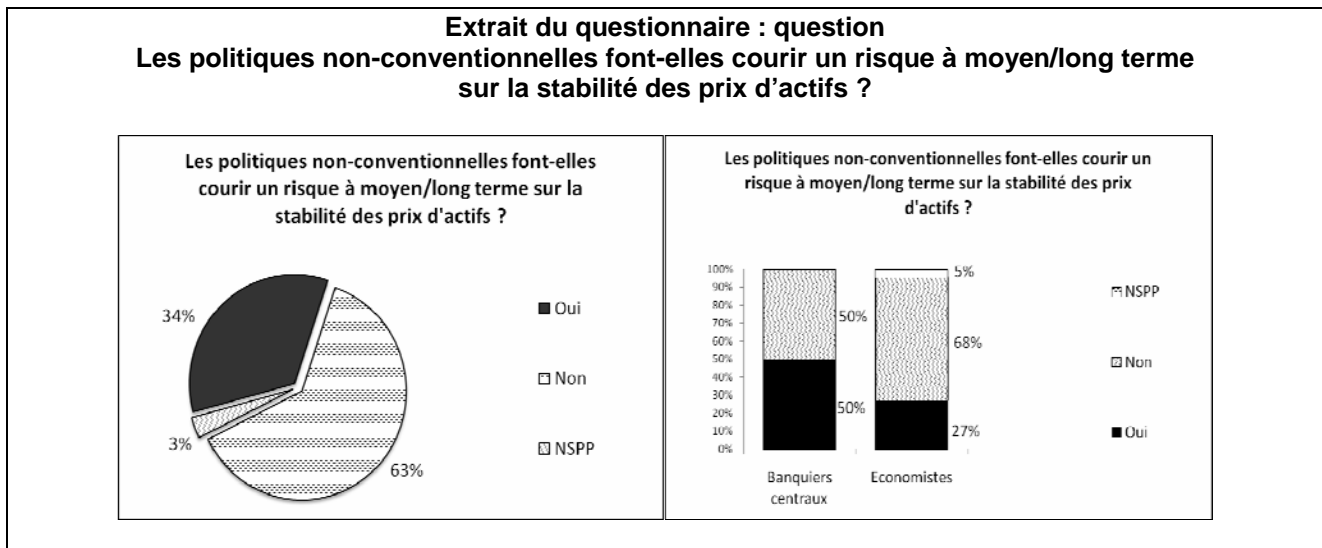


### Mesures non conventionnelles, quels risques ?

Pour les « *faucons* », les politiques monétaires non conventionnelles peuvent mettre en danger la stabilité des prix. La moitié des banquiers centraux qui ont répondu à l'enquête sont de cet avis contre 31 % seulement des universitaires.



L'accord est plus large quant à l'existence de risques pour la stabilité financière à différents niveaux : 1. risque de paralysie du marché monétaire : quand, sur le marché monétaire, les taux sont au voisinage de zéro, le coût opérationnel des transactions sur le marché monétaire dépasse les intérêts reçus, étroitement liés aux taux directeurs ; les banques commerciales peuvent alors renoncer à y effectuer des transactions ; 2. risque de caractère « *contre-productif* » : le coût de la ressource sur le marché monétaire étant très bas, les banques sont moins incitées à nettoyer leurs bilans et à surveiller de près leurs risques de crédit ; certaines, incapables de se refinancer sur le marché monétaire, peuvent ainsi être maintenues sous perfusion<sup>21</sup>. Ces risques croissent avec la durée des mesures non conventionnelles. Enfin, une sortie trop tardive de ces dispositifs pourrait être à l'origine d'une bulle et de mouvements de « *hot money* » (cf. chapitre 4).



### 3.3. Sortie de crise et après crise : comment renforcer l'efficacité de la politique monétaire ?

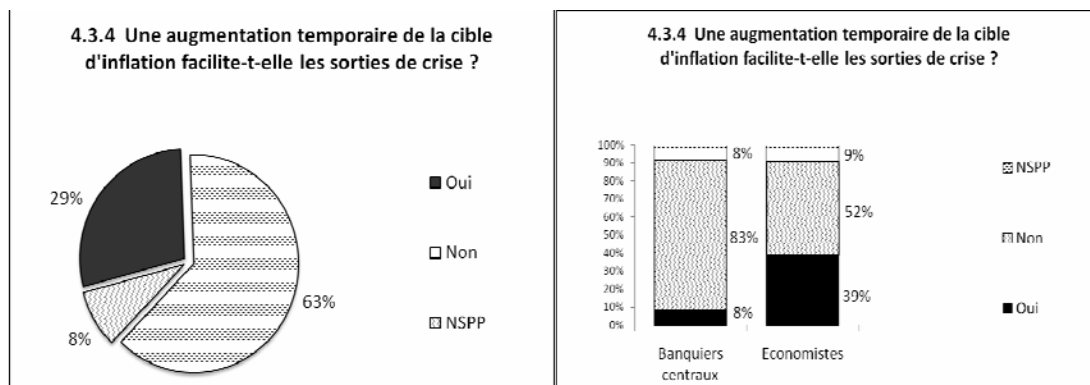
#### 3.3.1. Adoption d'un régime transitoire de « ciblage » du niveau général des prix pour faciliter une sortie de crise ?

En théorie, le « *ciblage* » du niveau général des prix (*PT*) devrait permettre une moindre variabilité de l'inflation et de l'activité économique. En particulier, dans une situation où l'inflation est très basse et où les taux directeurs sont au voisinage de zéro, le *PT* devrait conduire à une révision à la hausse des anticipations d'inflation, les taux d'intérêt réels vont devenir négatifs ce qui va stimuler la dépense et contribuer à la reprise économique. Son adoption pour faciliter la sortie de crise a de nombreux partisans<sup>22</sup>. Au début 2010, peu de banquiers centraux (8%) étaient de cet avis ; beaucoup d'économistes (39 %) pensaient le contraire.

<sup>21</sup> Clerc, 2010

<sup>22</sup> Par exemple, Evans, 2010 et Woodford, 2010

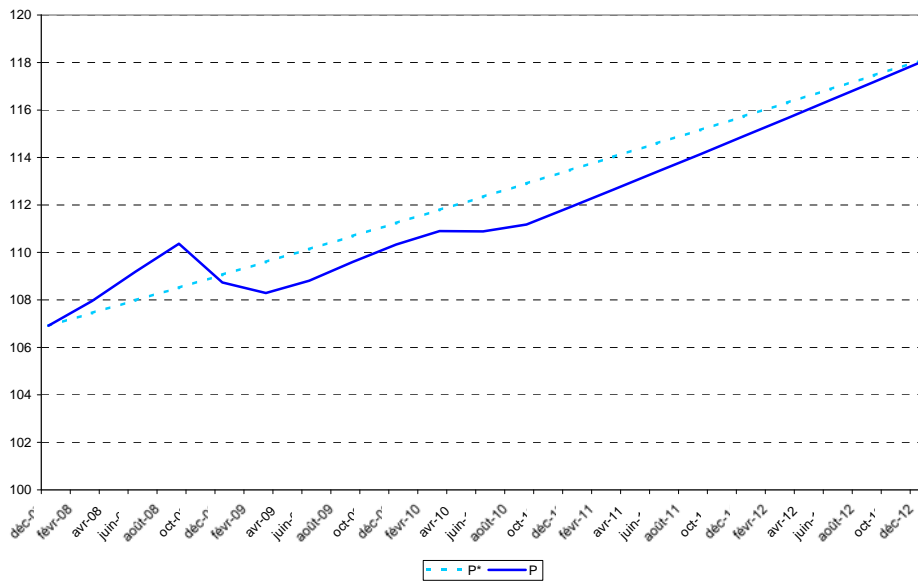
**Extrait du questionnaire : question 4.3.4.**  
**Une augmentation temporaire de la cible d'inflation facilite-t-elle les sorties de crise ?**



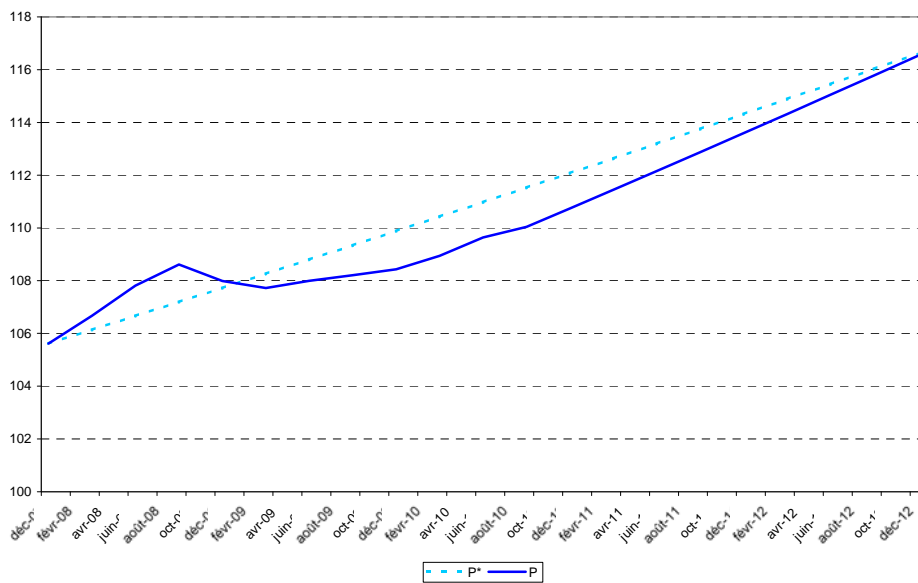
La trajectoire hypothétique du niveau général des prix dans le cas d'une adoption transitoire du *PT* est représentée pour les États-Unis sur le Graphique 3. 11 (a) et pour la zone euro sur le Graphique 3. 11 (b). Leur construction est fondée sur les deux hypothèses suivantes : le dernier trimestre 2007, où le retournement conjoncturel a eu lieu aux États-Unis, est choisi comme situation de référence ; la trajectoire retenue pour le « ciblage » du niveau général de prix ( $P^*$ ) correspond à un glissement annuel de 2 %. Pour revenir sur cette trajectoire au dernier trimestre de 2012, à partir de la valeur observée du niveau général des prix au cours du troisième trimestre 2010, celui-ci devrait augmenter à un rythme annuel de 2,7 % aux États-Unis et de 2,6 % dans la zone euro (ce qui correspond à l'évolution de  $P$ ). Le choix de la date de référence est une difficulté majeure soulevée par l'adoption, à titre transitoire, d'une stratégie de « ciblage » du NGP. En effet, dans une perspective de long terme, aussi bien les États-Unis que la zone euro se trouvaient en 2010 : T3 sur le sentier d'évolution du niveau général des prix fixé par un *PT* qui aurait démarré dans les années 1990 (voir les Graphiques 2.7 (a) et (b)).

**Graphique 3. 11 : Trajectoire hypothétique du niveau général des prix en cas d'adoption transitoire du « ciblage » du niveau général des prix**

**a) Etats-Unis**



**b) Zone euro**



**3.3.2. Une efficacité renforcée par un relèvement de l'objectif ?**

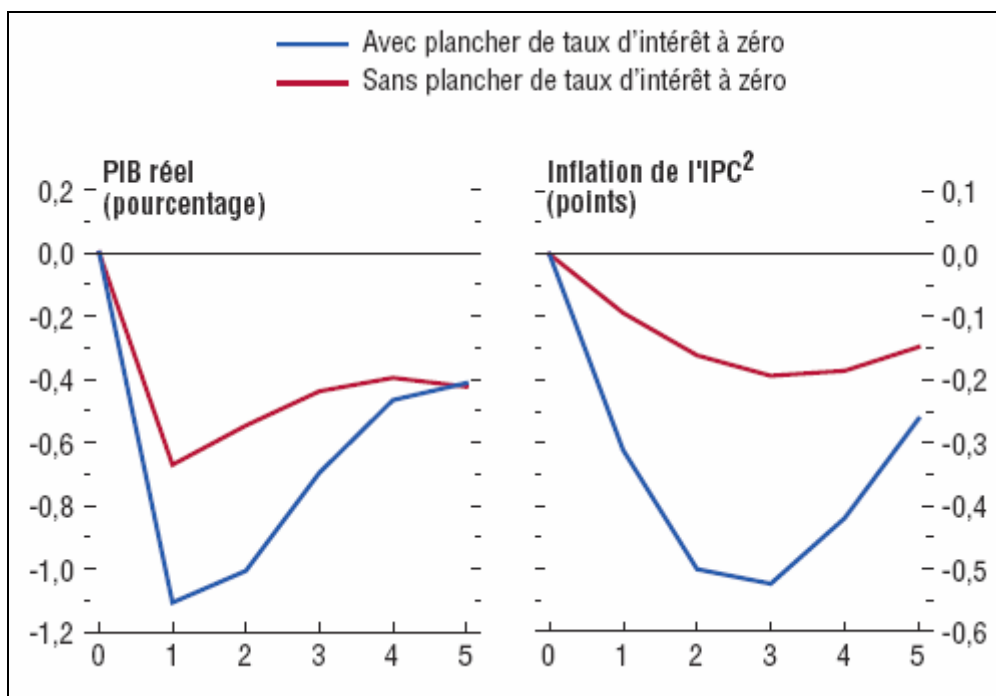
Dans le cas général, deux arguments peuvent être avancés en faveur d'un relèvement de l'objectif d'inflation afin de renforcer l'efficacité du « *central banking* » dans la stabilisation de l'activité économique : 1. L'accroissement de la marge de manœuvre de la politique monétaire en cas de choc majeur : c'est l'argument mis en avant pour justifier une « cible » de 4% : « *Si, au début de la crise, le taux d'inflation et, par conséquent, les taux d'intérêt avaient été plus élevés, en moyenne, cela aurait permis de baisser plus fortement ces derniers, ce qui aurait probablement limité la baisse de la production et la détérioration des situations budgétaires* »<sup>23</sup>. 2. La réduction du coût d'un

<sup>23</sup> Blanchard, Dell'Ariccia, et Mauro, 2010



rééquilibrage budgétaire : il ressort des derniers exercices de simulation effectués au moyen du modèle GIMF (*Global Integrated Monetary and Fiscal Model*) du FMI qu'il est beaucoup plus élevé si le taux d'intérêt se trouve bloqué à son plancher<sup>24</sup> : quand il est bien supérieur à zéro et qu'il peut baisser librement, les pertes de production sont d'environ 0,5 % après deux ans ; s'il est bloqué à zéro, les pertes de production dues au rééquilibrage budgétaire doublent pour atteindre environ 1 % après deux ans (Graphique 12).

**Graphique 3. 12 : Effets sur l'activité économique d'un rééquilibrage budgétaire selon que le plancher de taux d'intérêt à zéro est atteint ou pas**



Note : Effets d'une réduction du déficit budgétaire, équivalant à 1 point du PIB, composée entièrement de baisses des dépenses

Source : FMI, World Economic Outlook, octobre 2010

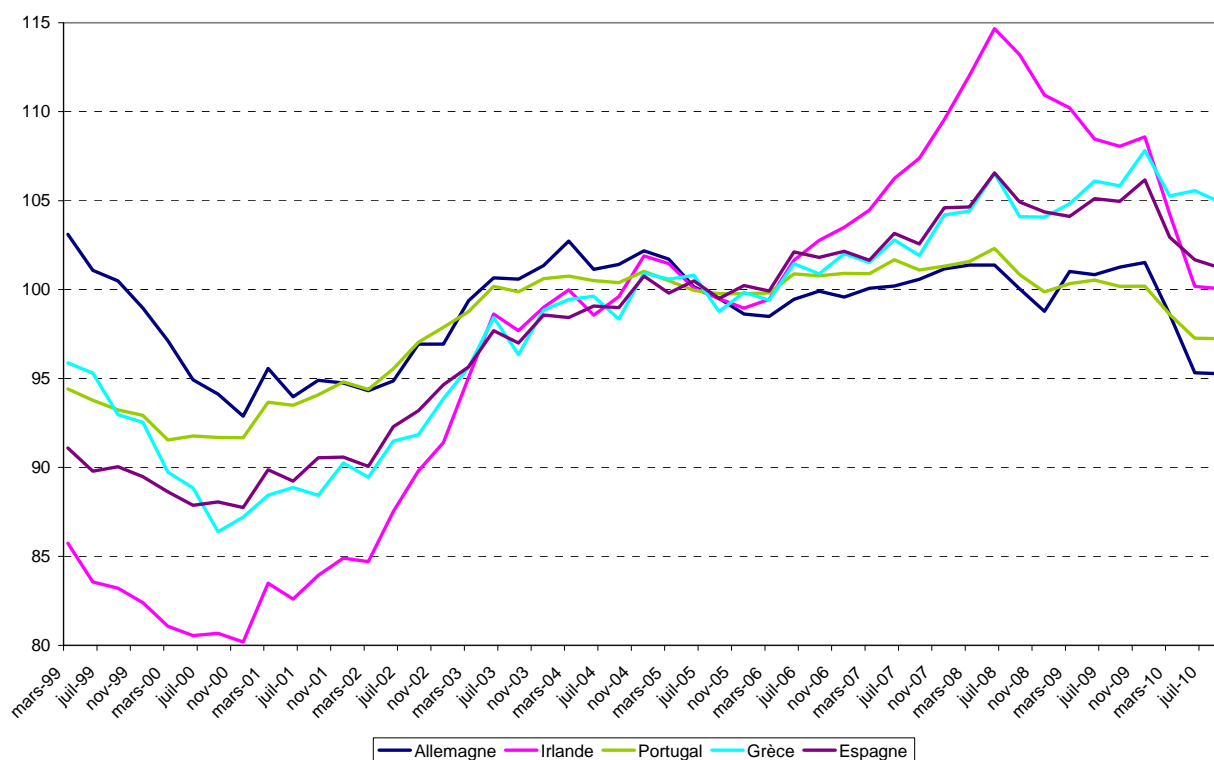
Dans le cas de la zone euro, un argument supplémentaire peut être avancé en faveur du relèvement de l'objectif chiffré<sup>25</sup>. Les divergences observées entre les taux d'inflation nationaux ont conduit, après une dizaine d'années de monnaie unique, à des différentiels de compétitivité importants (Graphique 3. 13). L'Irlande, l'Espagne et la Grèce sont entrées dans la crise avec des taux de change réels très élevés comparés à ceux de l'Allemagne. Dans une union monétaire, la disparition de tels écarts de compétitivité ne peut se faire que par des ajustements des prix « domestiques » : au cours des 5 – 10 prochaines années, l'inflation devra être moins forte dans les économies concernées qu'en Allemagne. Ces ajustements seraient sans aucun doute facilités si l'objectif chiffré de hausse des prix pour l'ensemble de la zone était relevé de 2 à 4%. En contrepartie, cette mesure aurait un certain nombre d'inconvénients (l'ancrage des anticipations et la crédibilité de la BCE pourraient en souffrir) et son adoption soulèverait des difficultés pratiques (par exemple, risque de krach obligataire). Afin de les limiter, il faudrait que le passage au nouvel objectif chiffré se fasse non pas graduellement, mais d'un seul coup. C'est ce qui ressort des travaux consacrés à la question d'un changement de « cible » : les coûts réels de l'ajustement sont moindres s'il est immédiat<sup>26</sup>.

<sup>24</sup> Pour des raisons de simplicité, l'analyse ne tient pas compte de la possibilité qu'aurait la banque centrale de réagir au rééquilibrage au moyen d'outils monétaires non conventionnels,

<sup>25</sup> On le trouve par exemple chez Krugman (2010).

<sup>26</sup> Fève, Matheron et Sahuc, 2010

**Graphique 3. 13 : Évolutions des taux de change réels de quelques pays membres de la zone euro en comparaison avec l'Allemagne**



(Source OCDE)

## Conclusion

Au cours des années 1990, la conduite de la politique monétaire a été facilitée par la relative stabilité des conditions de l'offre ; cette *chance* explique en grande partie la baisse de la volatilité de la croissance observée au cours de cette période ; l'amélioration des politiques monétaires y a aussi contribué. Au fil du temps, le contexte est devenu moins favorable : le début des années 2000 a été marqué par un retour des chocs d'offre et l'amplification des effets de débordement résultant de la *globalisation*. La conduite de la politique monétaire est alors devenue plus délicate. Elle est restée malgré tout un levier d'action efficace dans les *grandes* économies où les mouvements de capitaux n'ont pas éliminé la transmission de l'action des autorités le long de la courbe des rendements. En revanche, cette efficacité semble avoir baissé dans les « *petites* » économies.

En 2007 - 2008, face à la simultanéité du déclenchement de la crise financière et d'un renchérissement des prix des matières premières, la politique monétaire des *grandes* économies a été confrontée à un dilemme. Cela a donné lieu à « *un jeu de poules mouillées* ». Dans chaque économie, les autorités ont reculé avant de prendre les mesures nécessaires, attendant que les autres agissent et supportent le poids de l'ajustement. Ce type de comportement, rationnel quand on considère chaque pays individuellement, conduit à un équilibre sous-optimal si on les prend dans leur ensemble. Plus précisément, cela a pu laisser croire que l'engagement des banques centrales à maintenir la stabilité des prix était moins ferme qu'auparavant. Dans de telles circonstances, il aurait mieux valu qu'elles coordonnent les variations de leurs taux directeurs. C'est une leçon importante à retenir au moment (début 2011) où les économies sont confrontées à nouveau à un renchérissement des prix des matières premières et des produits de base.

Par la suite, les mesures non conventionnelles sont parvenues à stopper l'effet de rétroaction négatif entre l'évolution du secteur financier et l'économie réelle sans toutefois parvenir à bien assurer la

sortie de crise et la reprise de l'activité économique. Pour les faciliter, l'adoption transitoire d'un *ciblage* du niveau général des prix pourrait être une solution. En pratique, elle paraît difficile à retenir là où, comme dans la zone euro, il existe déjà un objectif chiffré d'inflation officiel ; y renoncer, même si c'est de manière transitoire, aurait sans doute plus de coûts – la crédibilité de la BCE pourrait en souffrir - que d'avantages. Cela est moins vrai dans le cas contraire, comme aux États-Unis. Enfin, un relèvement de l'objectif chiffré d'inflation en vue de faciliter la stabilisation de l'activité économique est une proposition qui mérite d'être examinée de près, notamment pour une union monétaire. Son principal avantage serait d'y faciliter les ajustements rendus nécessaires par des chocs asymétriques et, plus généralement, par la convergence des économies. Il doit être mis en parallèle avec le coût que ferait supporter la modification de l'objectif chiffré de hausse des prix actuellement en vigueur.