HAL
open science

Politiques monétaires : à hue et à dia

Christophe Blot, Christine Rifflart

To cite this version:

Christophe Blot, Christine Rifflart. Politiques monétaires : à hue et à dia. Revue de l'OFCE, 2011, 117, pp.181-200. hal-01024365v1

HAL Id: hal-01024365

https://sciencespo.hal.science/hal-01024365v1

Submitted on 16 Jul 2014 (v1), last revised 21 Jun 2019 (v2)

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Politiques monétaires : à hue et à dia *

OFCE, Centre de recherche en économie de Sciences Po
Département analyse et prévision

Cet article analyse les politiques conduites par les différentes banques centrales pour sortir de la crise. La Réserve fédérale des États-Unis et la Banque du Japon ont lancé de nouveaux programmes de mesures non conventionnelles. La Banque d'Angleterre a maintenu le statu quo. Quant à la Banque centrale européenne (BCE), elle est intervenue pour enrayer le mouvement de spéculation sur les dettes souveraines en achetant des titres publics mais, en même temps, elle a réduit le nombre de ces opérations de refinancement à long terme. Ces divergences se sont accentuées en début d'année 2011 après qu'une nouvelle flambée du prix du pétrole ait provoqué une accélération de l'inflation. Pourtant, si l'inflation est bien repartie à la hausse, il est erroné de considérer qu'il y a des tensions inflationnistes. L'inflation sous-jacente est en effet toujours au point mort et le niveau de chômage ne fait pas craindre d'effets de second tour. La BCE, en décidant une hausse des taux d'intérêt par crainte des tensions inflationnistes, pourrait donner le signal d'un mouvement plus général de hausse des taux. Cette décision pourrait fragiliser la reprise et aboutirait à un policy-mix *franchement restrictif. Aux États-Unis, la hausse des taux serait plus tardive et motivée par un objectif de normalisation de la politique monétaire plutôt que par le souci de lutter contre un regain éphémère de l'inflation. Quant au Japon, le tsunami puis l'accident nucléaire écartent la perspective d'une orientation moins expansionniste de la politique monétaire. Ces divergences se répercuteraient sur le marché des changes. Si le terme de « guerre des monnaies » semble exagéré, il n'en demeure pas moins que l'intransigeance de la BCE infligera une double peine aux États membres de la zone euro qui subiront une nouvelle phase d'appréciation de l'euro. Enfin, dans de nombreux pays émergents, la reprise plus franche de la croissance et de l'inflation ont conduit plusieurs banques centrales à resserrer dès l'année 2010 leur politique monétaire provoquant des mouvements de capitaux et donc une appréciation de certaines monnaies (Singapour, Brésil, Mexique, Corée du Sud, Chine…).*

* Ont contribué à cette étude spéciale : Christophe Blot et Christine Rifflart.

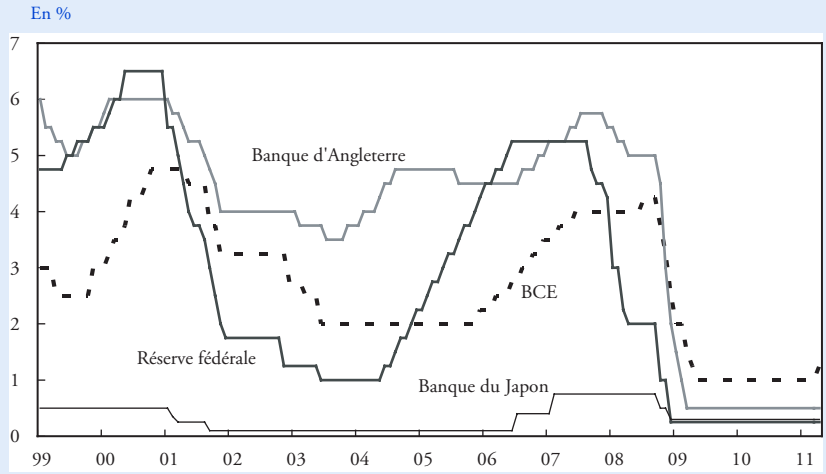
Alors que la crise avait montré la capacité des banques centrales à agir de façon coordonnée pour enrayer la chute de l'économie mondiale, les événements de la fin de l'année 2010 ont fait apparaître des divergences sur les stratégies de sortie de crise. Pourtant, à bien des égards, peu d'éléments distinguent les situations conjoncturelles des principales économies mondiales. Un peu partout dans le monde, la nouvelle flambée du prix du pétrole a fait ressurgir des tensions sur les indices de prix. Pour autant, l'inflation sous-jacente est au point mort. Elle dépasse tout juste 1,0 % dans la zone euro au quatrième trimestre et continue à baisser aux États-Unis (0,6 % au quatrième trimestre 2010 contre 1,7 % un an auparavant). Si au regard de l'indice global, le Japon est sorti de la déflation, l'indice sous-jacent continuait néanmoins à reculer de 0,8 % au quatrième trimestre 2010. Seul le Royaume-Uni affiche une accélération de l'inflation sous-jacente mais qui résulte principalement de l'augmentation de la TVA. Corrigé de cet effet, l'indice sous-jacent ne progresse plus que de 1,5 % en décembre 2010 au-lieu de 3,3 %. Du côté du chômage, l'amélioration est timide aux États-Unis et ne concerne que l'Allemagne au sein de la zone euro où le taux de chômage touchait encore 10 % de la population active au quatrième trimestre 2010.

Dans ces conditions, il serait légitime et raisonnable d'anticiper le *statu quo* des politiques monétaires. C'est pourtant bien un mouvement de divergence qui risque d'apparaître entre les quatre principales banques centrales dès l'année 2011. En effet, après le Japon en octobre 2010, la Réserve fédérale a annoncé, en novembre 2010, une deuxième vague de mesures quantitatives alors que la BCE a frappé les esprits en haussant nettement le ton en mars 2011 puis les taux directeurs un mois plus tard en raison du regain des tensions sur les prix énergétiques. Si en termes de bilan, la situation s'est stabilisée, la BCE maintient son objectif de retrait progressif des mesures non conventionnelles. La Banque d'Angleterre (BoE) choisirait plutôt une position intermédiaire, au moins en matière de politique non conventionnelle. S'il n'est pas encore question de réduire la quantité d'actifs acquis dans le cadre du programme d'achat de titres, la question des taux d'intérêt est plus incertaine et certaines voix, au sein du Conseil de politique monétaire de la BoE, militent pour une hausse des taux d'intérêt. Enfin, l'accident nucléaire consécutif au tsunami a provoqué de nouvelles mesures de la Banque du Japon (BoJ) qui est intervenue activement en doublant son programme d'achat de titres et en décidant, en coopération avec les autres banques centrales, de freiner l'appréciation du yen sur le marché des changes. La BoJ s'est aussi et surtout engagée à fournir des liquidités supplémentaires afin de répondre aux besoins consécutifs au choc.

Si rien n'a bougé en 2010 concernant les taux d'intérêt (graphique 1), la décision prise par la BCE en avril 2011 illustre les différences d'appréciation des risques d'inflation entre les principales banques centrales. La BCE se retrouve dans position singulière, comme elle l'avait été en juillet 2008, en décidant d'une nouvelle hausse des taux d'intérêt par crainte des tensions inflationnistes faisant abstraction des turbulences financières qui s'amplifiaient. Cependant, la décision de la BCE pourrait

donner le signal d'un mouvement plus général de hausse des taux. La situation macroéconomique du Royaume-Uni place la Banque d'Angleterre dans une situation assez proche de celle de son homologue de Francfort. Une hausse des taux d'intérêt interviendrait à la fin du deuxième trimestre 2011. Aux États-Unis, la hausse des taux serait plus tardive et motivée par un objectif de normalisation de la politique monétaire plutôt que par le souci de lutter contre un regain éphémère de l'inflation.

Graphique 1 : Taux directeurs des grandes banques centrales



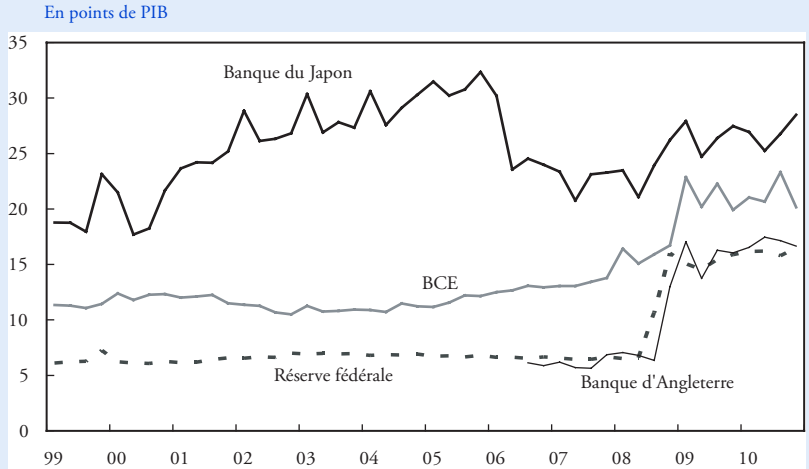
Sources : BCE, Réserve fédérale, Banque d'Angleterre, Banque du Japon.

Ces divergences se répercuteraient sur le marché des changes. Si le terme de guerre des monnaies semble exagéré, il n'en demeure pas moins que l'intransigeance de la BCE infligera une double peine aux États membres de la zone euro qui subiront une nouvelle phase d'appréciation de l'euro. Enfin, dans de nombreux pays émergents, la reprise plus franche de la croissance et de l'inflation ont amené plusieurs banques centrales à resserrer dès l'année 2010 leur politique monétaire provoquant des mouvements de capitaux et donc une appréciation de certaines monnaies (Singapour, Brésil, Mexique, Corée, Chine…) au moment où les perspectives étaient plutôt dégradées dans les autres pays. Les mouvements semblent s'atténuer depuis le début de l'année 2011 sous l'effet de plusieurs facteurs. La hausse des taux d'intérêt associée aux mesures prudentielles prises dans certains pays pour freiner les entrées de capitaux ont détourné certains investisseurs des régions émergentes. Les perspectives de croissance pour 2011 et 2012 se sont normalisées par rapport à 2010 quand ces pays étaient en phase de reprise et l'accélération des rythmes d'inflation réduit l'attractivité de ces pays à un moment où les anticipations de rendements plus élevés dans les pays développés commencent à se mettre en place. Le ralentissement des entrées de capitaux dans les zones émergentes devrait donc se traduire par un relâchement des pressions sur les taux de change des monnaies locales.

Quantitativisme : stop ou encore ?

Si le débat autour de la sortie des mesures non conventionnelles avait déjà commencé en début d'année 2010, les événements de l'année ont rapidement mis un terme aux projets initiaux des banques centrales, si bien qu'en 2010, la taille des bilans des quatre principales banques centrales n'a pas baissé de façon importante (graphique 2). Les bilans de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre représentaient fin 2010 respectivement 16,5 et 16,7 points de PIB contre moins de 7 points avant la crise. Ceux de la BCE et la Banque du Japon dépassaient quant à eux 20 points de PIB.

Graphique 2 : Bilan des banques centrales

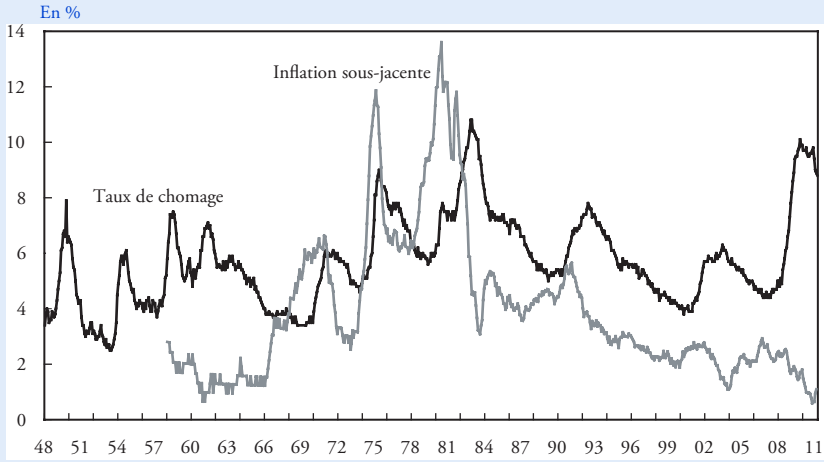


Sources : Données nationales (banques centrales et comptes nationaux).

Aux États-Unis, la situation conjoncturelle est restée dégradée malgré une hausse du PIB tout au long de l'année 2010. Le taux de chômage n'a pas entamé de décrue notable jusqu'au mois de novembre et restait à un niveau historiquement élevé en décembre : 9,4 %. Depuis 1950, une telle situation n'a été observée que lors de la récession de 1982 (graphique 3), pendant laquelle le taux de chômage avait atteint un pic à 10,8 % en décembre. Sachant que l'objectif assigné par le *Federal Reserve Act* est à la fois de garantir la stabilité des prix et le plein-emploi, la banque centrale a décidé de mettre en œuvre une nouvelle action de soutien à l'économie en 2010, d'autant plus justifiée que le spectre de la dépression ne parvenait pas à être écarté avec une inflation sous-jacente se trouvant également à un niveau historiquement faible. À la fin de l'année 2010, les prix à la consommation hors énergie et produits alimentaires étaient quasiment stables, ce qui faisait passer la hausse de l'indice autour de 0,6 % sur un an. Ce soutien, décidé en novembre 2010, a pris la forme d'une deuxième vague d'achats supplémentaires

de titres publics à long terme – programme dit *Quantitative Easing II* – pour un montant de 600 milliards de dollars à dépenser avant la fin du mois de juin 2011. Cette décision s'accompagne également de la confirmation de réinvestir entre 250 et 300 milliards de dollars de remboursement de titres des entreprises sponsorisées par le gouvernement (GSE) arrivés à terme, en bons du Trésor à long terme. À l'horizon de l'été 2011, la Réserve fédérale devrait donc accroître ses avoirs en bons du trésor, d'une maturité moyenne comprise entre cinq et six ans, de 850 à 900 milliards de dollars. Le bilan de la Réserve fédérale qui s'était stabilisé autour de 2 300 milliards de dollars après le premier trimestre 2010, est reparti à la hausse (graphique 4) et dépassait 2 500 milliards en début d'année 2011. La composition de ce bilan montre que la part des facilités de prêts – sous forme de liquidités – octroyée au système financier après la chute de Lehman Brothers représente aujourd'hui moins d'1 % de ce bilan alors que les titres du Trésor constituent plus de 49 % de l'actif et ceux des agences fédérales de garanties hypothécaires, 41 %. En octobre 2010, ces deux dernières catégories représentaient respectivement 35 % et 52,4 % du portefeuille total de la Réserve fédérale.

Graphique 3 : Chômage et inflation sous-jacente aux États-Unis

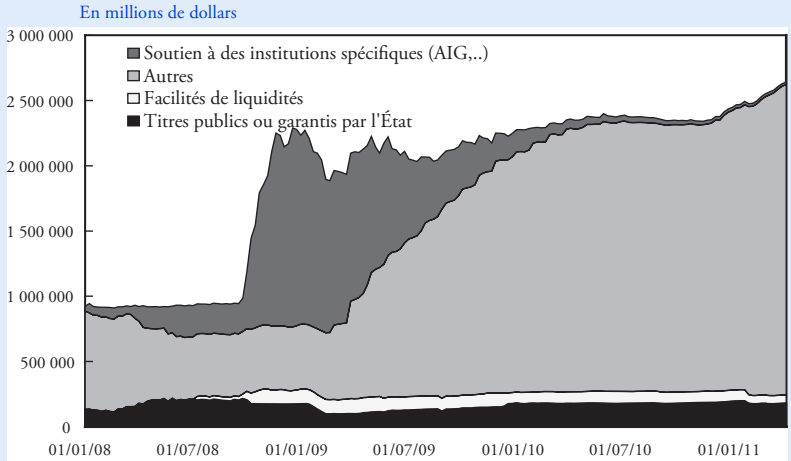


Source : Bureau of Labor Statistics.

Dans la zone euro, c'est essentiellement la crise budgétaire, qui a éclaté au premier semestre 2010, qui a contraint la politique monétaire de la BCE. L'exposition des banques européennes au risque souverain a fait apparaître de nouvelles tensions, sans commune mesure avec celles qui avaient été observées après la faillite de Lehman Brothers (graphique 5) mais qui ont cependant amené la BCE à prendre de nouvelles dispositions au mois de mai 2010. La principale action décidée par l'institut de Francfort fut significative, au moins sur le plan symbolique, dans la mesure où la BCE est intervenue sur le marché secondaire des dettes publiques pour acheter des titres et tenter ainsi d'atténuer les tensions qui étaient

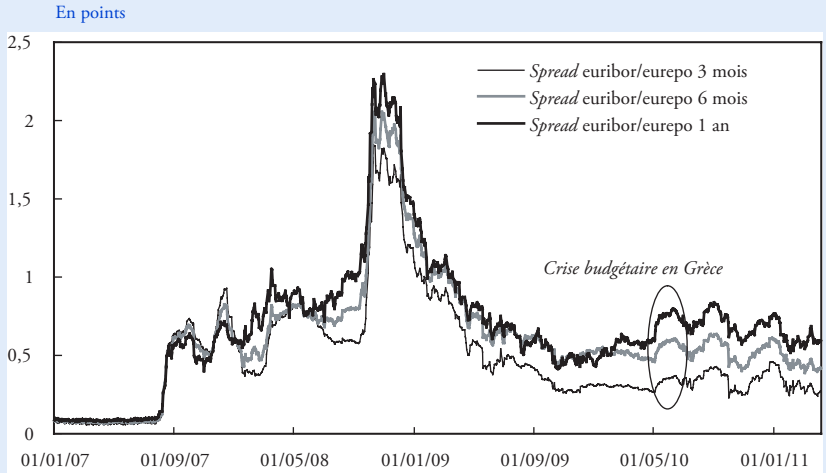
apparues sur les marchés obligataires publics des pays les plus fragiles. Le succès de l'opération fut mitigé – les taux grecs ou irlandais n'ont en effet pas baissé durablement malgré les interventions de la banque centrale. Mais le débat autour de la crise grecque a conduit à la démission d'Axel Weber, pourtant pressenti pour succéder à Jean-Claude Trichet à la tête de la BCE à l'automne 2011 ; ses critiques répétées à propos des mesures de soutien à la Grèce l'ont contraint à se retirer.

Graphique 4 : Composition de l'actif du bilan de la Réserve fédérale des États-Unis



Source : Reserve fédérale.

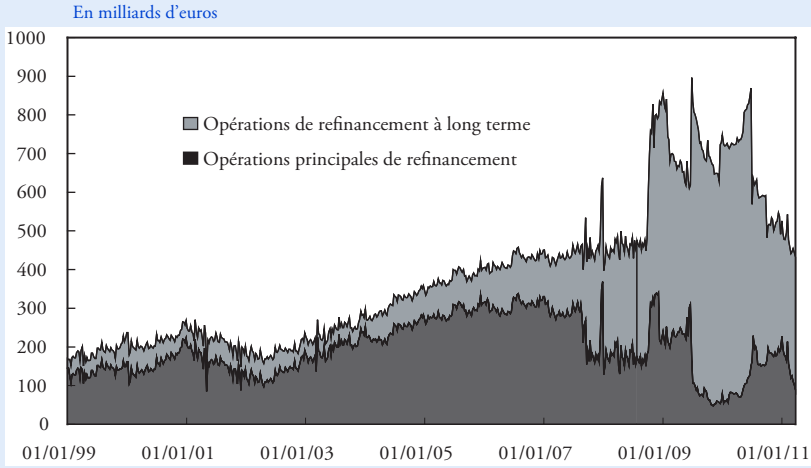
Graphique 5 : Tensions sur le marché interbancaire de la zone euro



Note de lecture : Les taux Euribor correspondent à des prêts interbancaires non garantis. Les taux Eurepo sont appliqués à des prêts interbancaires garantis par des collatéraux.
Source : Datastream.

Depuis les achats ont continué si bien qu'en mars 2011 la BCE détenait un stock de 77 milliards d'euros de titres publics. C'est plus que le programme d'achat de *covered-bonds* lancé en 2009 pour un montant de 60 milliards. Ce nouveau dispositif n'a cependant pas entraîné d'augmentation de la taille du bilan de la BCE, les achats d'actifs ayant été stérilisés. Depuis, en contrepartie, les opérations de refinancement exceptionnel à maturité de six et douze mois sont arrivées à échéance et n'ont pas été reconduites. Il faut toutefois préciser qu'une opération supplémentaire à six mois avait été lancée en mai 2010. Elle n'a pas été renouvelée en novembre, témoignant que les tensions sur le marché interbancaire se sont atténuées. Depuis juin 2010, la liquidité octroyée au système bancaire *via* ces opérations de refinancement a été réduite (graphique 6). Si la baisse des opérations de refinancement à long terme a nettement contribué à cette baisse, elle n'a en outre pas été compensée par une augmentation des refinancements octroyés dans le cadre des opérations principales pour lesquelles la BCE s'engage toujours à satisfaire intégralement les demandes de liquidités à taux fixe. Le recours aux facilités de dépôts permanentes a également nettement reculé, passant de 316 milliards d'euros en juin 2010 à moins de 25 milliards en mars 2011.

Graphique 6 : Opérations de politique monétaire de la BCE

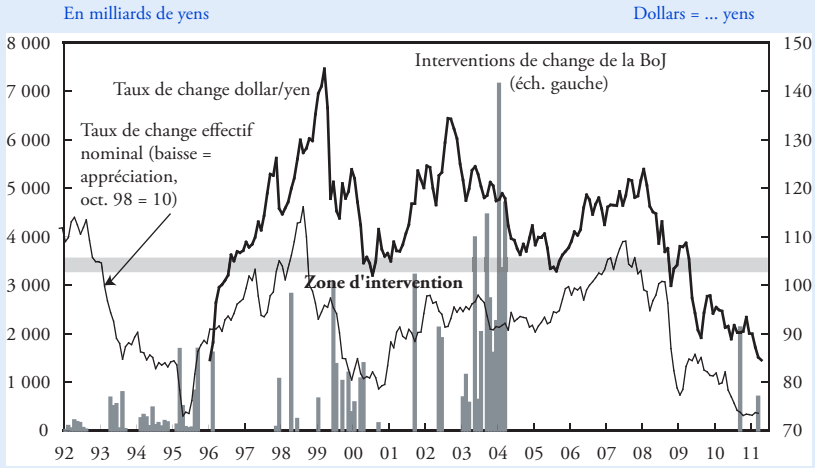


Source : BCE.

De son côté, la Banque d'Angleterre a décidé de ne pas modifier l'orientation de sa politique monétaire. Le programme de mesures non conventionnelles, lancé en mars 2009 et étendu à deux reprises en août puis novembre 2009 pour atteindre un montant de 200 milliards de livres, a été maintenu. La BoE a atteint son plafond dès février 2010. Depuis, elle procède à quelques réallocations ponctuelles et marginales de son portefeuille qui se compose toujours essentiellement (99,5 %) de titres publics. Quant à la Banque du Japon, elle avait, à l'instar de la Réserve fédérale,

également décidé, en octobre 2010 de nouvelles mesures quantitatives. Avec la dégradation brutale de la situation, liée au tsunami et à l'accident nucléaire de la centrale de Fukushima de mars 2011, elle a annoncé une augmentation du plan d'achat d'actifs qui sera porté à 10 trillions de yens contre 5 initialement. Ce nouveau dispositif permettra à la BoJ d'acquérir des titres publics et privés, à court et à long termes. Par ailleurs, de nouvelles injections de liquidités – 15 trillions le 14 mars, 8 trillions le 15 mars et encore 5 trillions le 16 mars – ont été réalisées afin de soutenir le système bancaire. Enfin, les principales banques centrales sont intervenues conjointement sur le marché des changes pour enrayer l'appréciation du yen. Entre le 10 et le 17 mars 2011, le yen s'était en effet apprécié de 5 % en raison de mouvements spéculatifs qui anticipaient un rapatriement des capitaux vers le Japon. Le montant de l'intervention, 692 milliards de yens, est certes moindre que la précédente intervention datant de février 2010 de 2 125 milliards (graphique 7) mais elle a atteint son objectif, en raison de son caractère coordonné et de l'engagement pris par les banques centrales d'intervenir de nouveau si nécessaire. Le yen s'est depuis déprécié, passant de 78,8 yens pour 1 dollar à 85,4 yens pour 1 dollar le 07 avril 2011.

Graphique 7 : Taux de change et interventions de la Banque du Japon



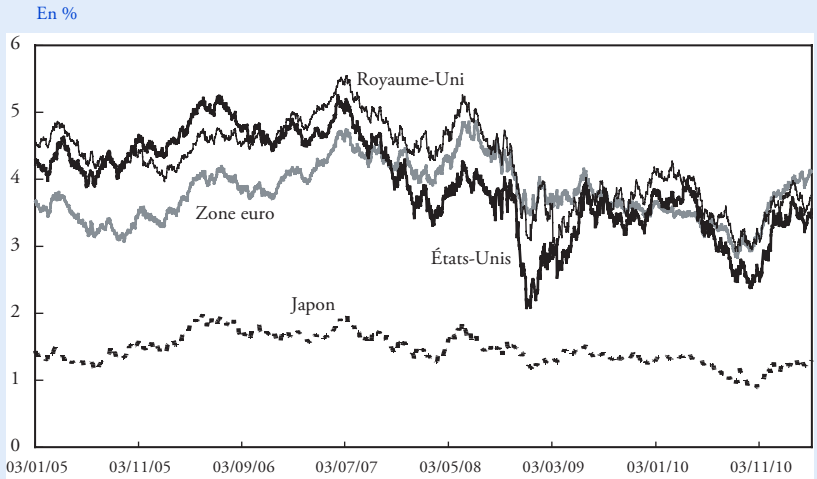
Sources : Banque du Japon, Datastream.

Où en est-on de la transmission de la politique monétaire ?

Jusqu'au mois de septembre 2010, les taux longs publics ont baissé (graphique 8) reflétant à la fois l'orientation des politiques monétaires ainsi que les faibles anticipations de croissance et d'inflation. Ce mouvement s'est interrompu et inversé avec des hausses comprises entre 0,25 et 1,1 point entre septembre 2010 et mars 2011. De plus, les écarts de taux se sont modifiés ; les marchés anticipant

probablement les effets des choix de politique monétaire. Alors que le taux public de référence de la zone euro était 1 point inférieur à celui des États-Unis en janvier 2010, l'annonce du plan d'achats d'actifs aux États-Unis et les anticipations de hausse des taux directeurs de la BCE ont contribué à réduire cet écart à 0,5 point en mars 2011. Une évolution inverse a eu lieu sur l'écart de taux entre le Royaume-Uni et les États-Unis, qui est passé de -0,5 point à -0,8 point. Au sein de la zone euro, la hausse est globale même si certains pays ont été plus touchés, notamment l'Irlande et le Portugal dont les taux longs ont augmenté respectivement de 3,3 et 2,0 points entre septembre 2010 et mars 2011. La hausse était de 1 point en France comme en Allemagne, et de 1,3 point en Espagne.

Graphique 8 : Taux d'intérêt publics

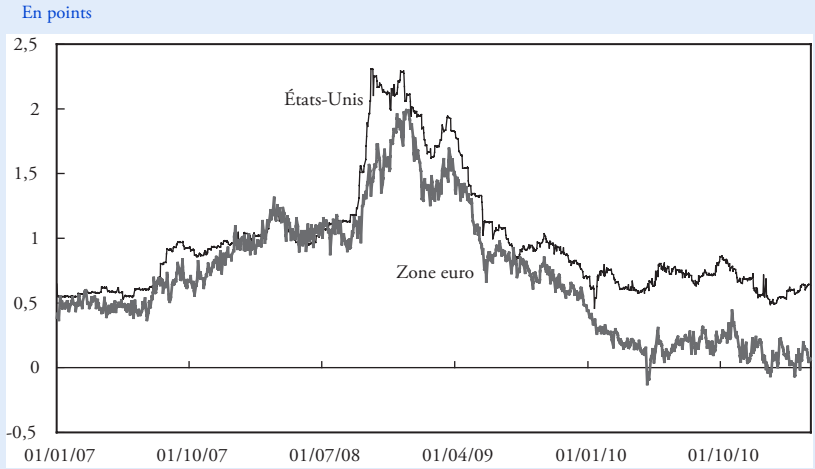


Source : Datastream.

Il est également peu probable que ce mouvement de hausse des taux publics soit lié à une réallocation des portefeuilles vers des actifs privés plus risqués, au moins pour les États-Unis où l'écart de taux public/privé n'a pas connu de nouvelle baisse et se situe désormais à un niveau proche de celui observé avant la crise (graphique 9). Pour la zone euro, cet écart est proche de zéro. L'interprétation du niveau doit cependant être prudente dans la mesure où dans les deux cas, les séries de taux correspondent à des *benchmarks* pour lesquels les maturités peuvent être différentes, plus courtes dans le cadre d'emprunts privés que d'emprunts publics. Il reste que les marchés de taux ne font plus apparaître de signes de tensions pouvant rationner les financements privés. De même, les banques ont globalement répercuté la baisse des taux de politique monétaire sur les taux bancaires, profitant néanmoins de la situation pour rétablir leurs marges (graphique 10). Enfin, selon les enquêtes menées par les banques centrales, les conditions de crédits aux sociétés non financières (SNF) ont cessé d'être considérées comme restrictives par les banques

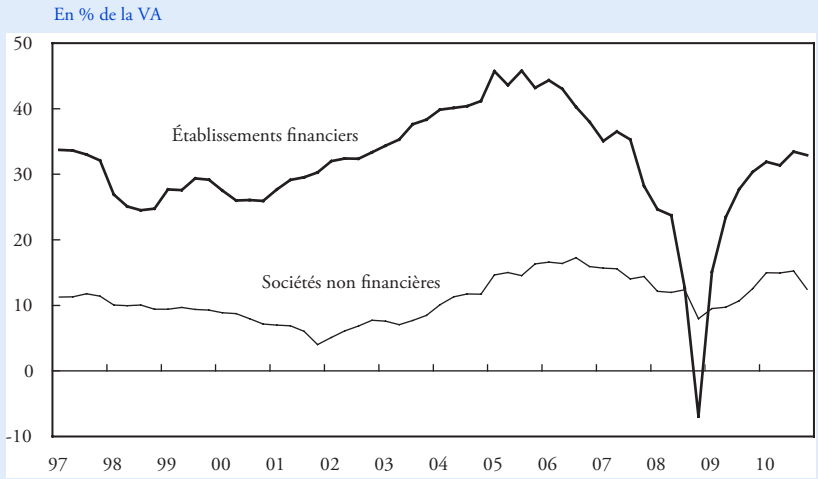
(graphique 11). Le pourcentage d'établissements déclarant durcir les conditions de crédit est égal – dans la zone euro – ou inférieur – aux États-Unis et au Royaume-Uni – à celui des banques déclarant les assouplir.

Graphique 9 : Écarts des taux publics/privés



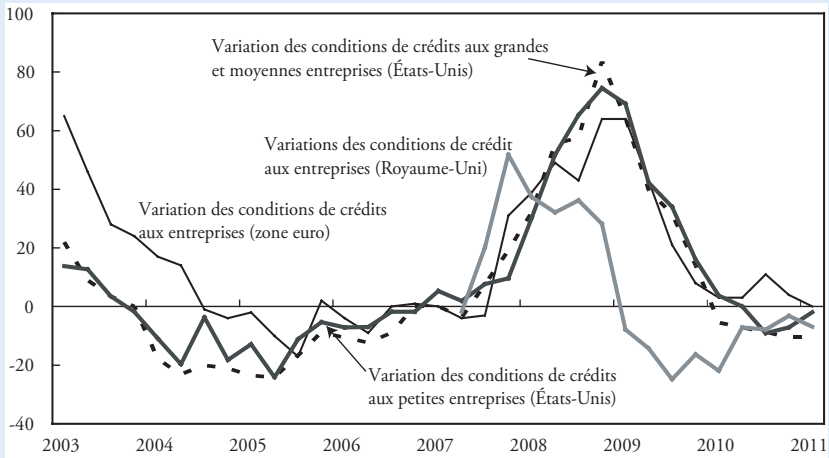
Sources : Datastream, *The Economist*, Réserve fédérale.

Graphique 10 : Taux de marge des entreprises financières et non financières aux États-Unis



Sources : Réserve fédérale, Flow of Funds.

Graphique 11 : Enquêtes sur les conditions de crédit aux entreprises



Note de lecture : L'enquête reflète un solde d'opinions entre les banques déclarant durcir les conditions de crédit et celles qui déclarent les assouplir.
Sources : BCE, Réserve fédérale, Banque d'Angleterre.

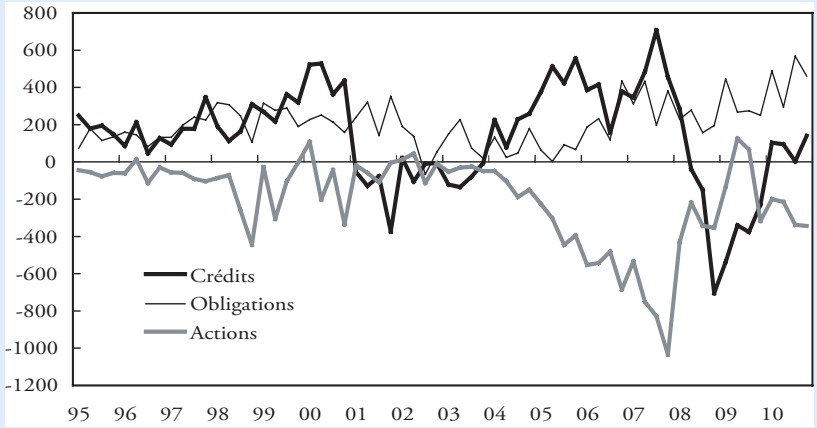
Pourtant, malgré tous les signes de normalisation du côté de l'offre de financement, la demande de crédit et les émissions de titres restent modérées, témoignant probablement de la poursuite du désendettement des agents non financiers. Aux États-Unis, les émissions de titres de créances restent la principale source de financement des entreprises non financières et sont sur une tendance haussière depuis 2005 (graphique 12) mais les financements par crédit sont redevenus à peine positifs tandis que les émissions nettes[1] d'actions restent négatives. Les ménages américains continuent à se désendetter. Leur taux d'endettement est ainsi passé de 135 % du RDB fin 2007 à 121 % fin 2010. Mais malgré les efforts réalisés, la dette hypothécaire rapportée à la garantie peine à baisser du fait du recul des prix de l'immobilier. L'ajustement financier des ménages reste donc pour l'heure une priorité qui pèse sur le retour des ménages sur le marché du crédit. Seuls, pour le moment, les crédits à la consommation ont repris timidement fin 2010. Le constat global est similaire dans la zone euro. Les financements nets sont très loin d'avoir retrouvé leurs niveaux d'avant-crise. Les flux de crédits sont en effet encore particulièrement bas, notamment au regard du niveau qu'ils avaient atteint lors du creux précédant en 2003 (graphique 13). Enfin, dans la zone euro, les autres formes de financement restent marginales relativement au crédit bancaire. Si les émissions d'obligations ont progressé pendant la crise, les plus grandes entreprises parvenant ainsi sans doute à trouver des substituts au crédit bancaire, elles étaient en recul depuis le deuxième trimestre 2010. Du côté des ménages de la

1. Émissions brutes d'actions moins les rachats.

zone euro, la production de crédits a poursuivi sa hausse au cours de la deuxième partie de l'année 2010. En moyenne, sur les six derniers mois, les ménages ont reçu 73 milliards d'euros de crédits par mois, dont 59 milliards pour le financement de prêts immobiliers. C'est 10 milliards de plus qu'au deuxième semestre 2009, mais encore 20 milliards de moins qu'au deuxième semestre 2006.

Graphique 12 : Nouveaux engagements nets des SNF aux États-Unis

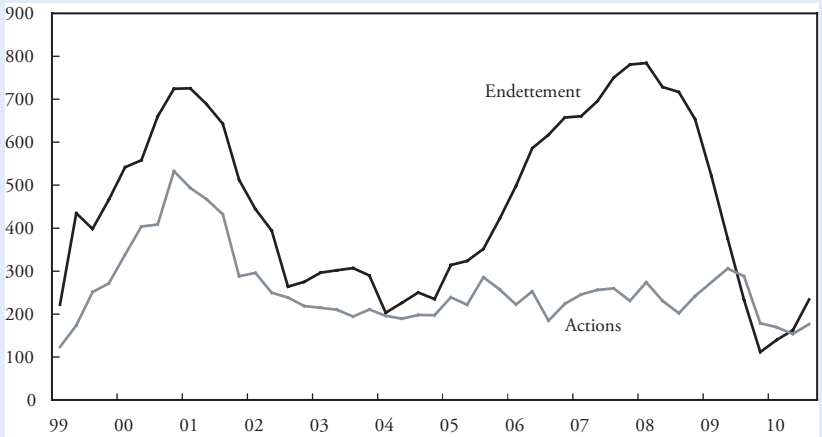
En milliards de dollars, rythme annualisé



Sources : Réserve fédérale, Flow of Funds.

Graphique 13 : Nouveaux engagements nets des SNF dans la zone euro

En milliards d'euros

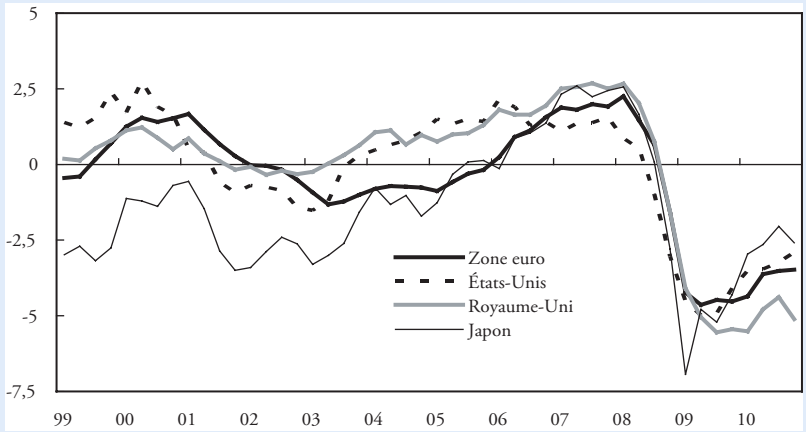


Source : BCE.

Les signes de transmission de la politique monétaire à la sphère réelle sont donc ambigus. Il semble que les tensions sur les marchés financiers se soient globalement estompées même si la crise a des répercussions durables sur le fonctionnement des marchés interbancaires. Les taux des prêts interbancaires non gagés maintiennent un écart aux taux directeurs relativement à la période pré-crise. Ensuite, les agents non financiers continuent à privilégier l'autofinancement et le désendettement, signe que la reprise d'activité est encore en partie entravée. Il y a donc encore des signes tangibles, au moins du côté de la demande, que la trappe à liquidité n'est pas refermée puisque la politique monétaire ne parvient pas à mordre sur les dépenses des agents privés. De fait, les pays sont toujours loin d'avoir recouvré les niveaux d'activité qu'ils avaient avant la crise ; les écarts de production sont encore loin d'être refermés (graphique 14) et le taux de chômage se maintient à des niveaux préoccupants.

Graphique 14 : Écarts de production

En points de PIB potentiel



Source : OCDE, Comptes nationaux.

Le dilemme de(s) banque(s) centrale(s)

Tous les éléments avancés jusqu'ici auraient dû inciter les banques centrales à conserver une orientation très expansionniste de la politique monétaire, en maintenant constant leur taux d'intérêt directeur et en se dégageant éventuellement progressivement des programmes de mesures non conventionnelles. C'est sur ce point qu'aurait dû principalement porter le débat. Dans ce schéma, la Réserve fédérale et la Banque du Japon auraient pu justifier la poursuite de la mise en œuvre de mesures quantitatives par un risque de déflation qui ne peut pas être définitivement écarté. Inversement, le penchant plus monétariste de la BCE l'aurait conduit à freiner le développement de la base monétaire, en réduisant progressivement la taille de son bilan. La Banque d'Angleterre aurait privilégié la stratégie du « ni-ni » : ni expansion supplémentaire, ni arrêt des mesures non conventionnelles.

Cependant, la hausse des prix du pétrole, qui s'est accélérée du fait entre autres des tensions politiques dans les pays arabes, a remis en cause ce scénario hypothétique et plonge les banques centrales dans un dilemme auquel chacune semble apporter une réponse divergente. Progressivement, au cours de l'année 2010, l'inflation est repartie à la hausse. Au sein de la zone euro, le glissement annuel des prix est passé de 0,9 % en janvier 2010 à 2,6 % en mars 2011. Au Royaume-Uni, partant d'un niveau déjà plus élevé (3,4 %), le taux d'inflation a atteint 4,3 % en mars 2011. L'augmentation des prix énergétiques s'est en effet ajoutée aux effets inflationnistes des augmentations du taux de TVA intervenues en janvier 2010 et janvier 2011. Aux États-Unis, l'effet pétrole a relevé l'inflation de 0,8 point en février et de 0,3 point en novembre dernier. L'inflation totale a atteint 2,2 % en février 2011, contre 1,1 % quatre mois plus tôt. Au Japon, l'inflation est remontée de plus de deux points entre le quatrième trimestre 2009 et le quatrième trimestre 2010. Mais, en ne dépassant pas 0,1 %, elle maintient le Japon dans une situation déflationniste. Ces tensions pourraient se poursuivre encore quelques mois. Selon notre scénario, l'inflation aurait atteint son pic dès le premier trimestre 2011 dans la zone euro et au Royaume-Uni. Ensuite, le taux d'inflation resterait inférieur ou égal au seuil de 2 % dans la zone euro mais serait encore élevé (3,4 %) jusqu'au troisième trimestre 2011 au Royaume-Uni. Le pic serait légèrement décalé aux États-Unis et au Japon avec des taux d'inflation ne dépassant cependant pas 2,4 % et 0,1 % au deuxième trimestre 2011.

Cette situation place la BCE et la Banque d'Angleterre face à un dilemme. Ces deux banques centrales sont en effet contraintes par leurs statuts d'agir principalement pour la stabilité des prix. Les tensions actuelles les inciteraient donc à augmenter les taux d'intérêt. C'est d'ailleurs le message lancé par la BCE en mars 2011 et suivi d'effet en avril 2011. Au Royaume-Uni, trois membres du Conseil de politique monétaire de la Banque d'Angleterre ont également voté en faveur d'une hausse des taux d'intérêt lors de la réunion de mars. S'ils ne sont pour l'instant pas majoritaires, la persistance de l'inflation et la décision de la BCE pourraient accroître le nombre de voix en faveur de la hausse des taux d'intérêt, étant donnée la stratégie de ciblage de l'inflation suivie par la Banque d'Angleterre. En effet, lorsque l'inflation s'écarte de plus ou moins un point de la cible de 2 %, le gouverneur doit adresser un courrier au Chancelier de l'Échiquier lui expliquant les raisons de l'écart ainsi que les moyens que l'institut monétaire compte mettre en œuvre pour rétablir la situation.

Pour autant, les perspectives de croissance du PIB et d'emplois pour 2011 et 2012 sont loin d'être favorables, au Royaume-Uni comme dans la zone euro. Une action restrictive de la politique monétaire pourrait compromettre le fragile sentier de croissance. La situation est d'autant plus précaire dans la zone euro que le système bancaire ne s'est pas complètement remis de la crise financière et qu'il est en outre exposé au risque budgétaire que le FESF n'a pas permis de lever complètement, faute d'accord sur la nécessité d'affirmer une garantie pure et simple des dettes publiques des États membres. Un durcissement prématuré de la politique monétaire serait de

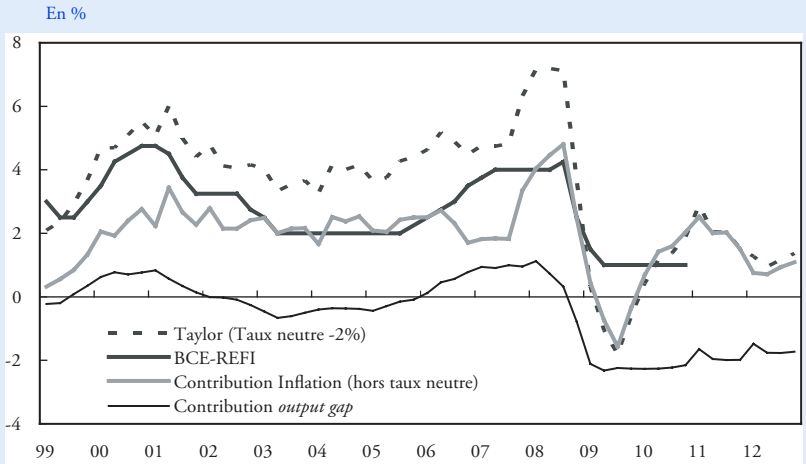
surcroît non coopératif alors que les pays de la zone euro et le Royaume-Uni s'engagent sur la voie de l'austérité budgétaire en 2011 avec des impulsions pouvant être fortement négatives. Celle-ci serait en effet de -2,2 points au Royaume-Uni en 2011 et de -1,1 point pour la zone euro, avec un contraste très net entre les pays. L'austérité budgétaire en Espagne, au Portugal et en Grèce se traduirait par des impulsions respectives de -1,8 point, -4 points et -5 points. En France l'impulsion serait de -1,4 point. Elle serait deux fois plus faible en Allemagne. L'entrée dans un cycle de resserrement monétaire pourrait provoquer la rechute des économies, rappelant l'erreur de jugement commise aux États-Unis en 1937. Considérant qu'il y avait un risque inflationniste du fait de l'augmentation des réserves excédentaires détenues par les banques, la Réserve fédérale avait décidé de durcir sa politique de réserves obligatoires[2] entre les mois d'août 1936 et de mai 1937, provoquant quelques mois plus tard le retour en récession de l'économie américaine.

Le dilemme n'est pourtant qu'apparent. La menace inflationniste est en effet très faible. Certes, la hausse des prix va se prolonger encore quelques mois mais la tendance de fond est plus désinflationniste voire déflationniste qu'inflationniste. Les sous-jacents sont faibles et toujours sur des trajectoires descendantes. La croissance est loin d'être suffisante pour refermer l'écart de production et permettre une réduction notable du taux chômage, seul véritable indicateur de la fin de la crise. Pour la zone euro, la règle de Taylor donne des signes contradictoires (graphique 15). Une hausse des taux serait légitime au cours du premier trimestre 2011 mais la décrue de l'inflation ensuite conduirait la banque centrale à les rebaisser ensuite rapidement. Les taux remonteraient, selon cet indicateur, en fin d'année 2012 pour atteindre 1,5 %. Il faut néanmoins rappeler la sensibilité des recommandations[3] issues de ce type d'indicateur aux hypothèses retenues quant à l'indicateur d'inflation, la mesure de l'écart de production, les poids relatifs attribués à la stabilisation de l'inflation et de la croissance ou la constante – le taux réel neutre. Le scénario retenu montre notamment que l'évolution des taux à l'horizon 2012 est fortement conditionnée à la volatilité de l'indice des prix à la consommation, la contribution de l'écart de production restant négative sur l'ensemble de la période. La même règle évaluée pour les États-Unis justifierait un écart de stratégie de politique monétaire (graphique 16). Le taux de Taylor indique une remontée du taux d'intérêt directeur mais seulement à 0,75 %. À l'inverse de la zone euro, il n'y aurait pas de retour en arrière puisque le taux se stabiliserait à ce niveau à l'horizon de notre prévision. Ces évaluations sont en phase avec les conclusions de la dernière réunion du Conseil de politique monétaire de la Réserve fédérale (FOMC) du 15 mars 2011. La hausse des composantes volatiles de l'inflation devrait être temporaire et ne devrait pas affecter la tendance de l'inflation sous-jacente, ni remettre en cause les anticipations d'inflation à plus long terme. De

2. A. Orphanides (2004), « Monetary policy in deflation : the liquidity trap in history and practice », *North American Journal of Economics and Finance*, 15, p. 101-124.
3. S. Kozicki (1999), « How useful are Taylor rules for monetary policy ? », *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 2e trimestre, p. 5-33.

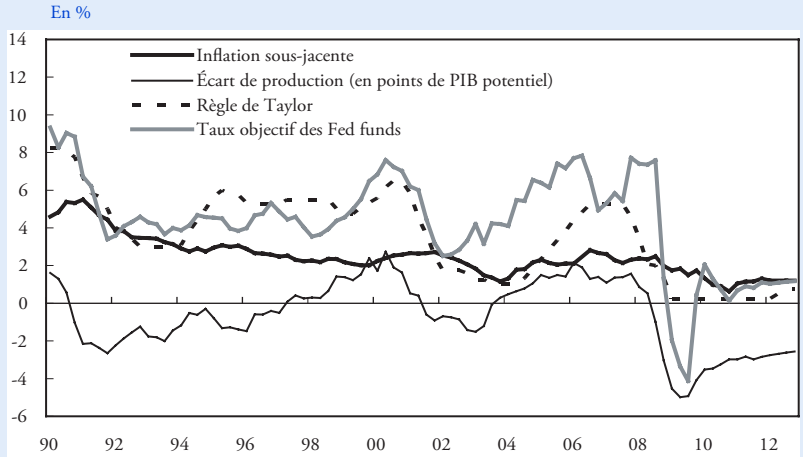
fait, les anticipations d'inflation à long terme dérivées des marchés financiers sont stables tandis que celles à court terme se sont accrues. La Réserve fédérale prévoit donc à l'unanimité des membres de poursuivre ses achats de titres du Trésor à long terme et de maintenir le taux des fonds fédéraux entre 0 et 0,25 % afin de « promouvoir un rythme de reprise économique plus élevé et de rendre le niveau d'inflation compatible avec le mandat du Comité ».

Graphique 15 : Règle de Taylor pour la zone euro



Note de lecture : le taux de Taylor est déterminé par la relation suivante : $i(t) = \pi(t) + r + 0,5\ (\pi(t) - \pi^*) + 0,5\ og(t)$ avec $i(t)$ le taux d'intérêt, $\pi(t)$ le taux d'inflation et $og(t)$ l'écart de production. π^* est l'objectif d'inflation et r une constante, le taux d'intérêt réel neutre.
Sources : OCDE, BCE, données nationales, calculs OFCE avril 2011.

Graphique 16 : Règle de Taylor aux États-Unis



Note de lecture : voir note grapique 15.
Sources : OCDE, Réserve fédérale, données nationales, calculs OFCE avril 2011.

Du point de vue des marchés, la communication de Jean-Claude Trichet préalable à la hausse du taux d'intérêt avait produit les effets escomptés puisque les marchés avaient clairement anticipé le changement de cap de la BCE. En effet, les contrats à terme (*forward rate agreement*) sur les taux d'intérêt à trois mois mettent en évidence la modification des anticipations de marché pour la zone euro (tableau). Le taux à trois mois anticipé dans 1 mois est en effet passé de 1,04 % en décembre 2010 à 1,31 % en mars 2011, après le discours offensif de Jean-Claude Trichet à la suite de la réunion de la BCE du 3 mars. La hausse d'un quart de point décidée en avril a validé ces anticipations. Selon les marchés, d'autres hausses pourraient intervenir dans les prochains mois, les taux à trois mois anticipés dans respectivement trois et six mois ayant augmenté de 0,44 et 0,57 points entre décembre 2010 et mars 2011. Le mouvement d'anticipation de hausse des taux est également amorcé au Royaume-Uni même s'il est moins net que dans la zone euro. La hausse des taux interviendrait à un horizon de trois à six mois, soit entre la fin du mois de juin 2011 et la fin du mois de septembre. Pour les États-Unis, les marchés n'anticipent en mars 2011 d'aucune action à court terme de la part de la Réserve fédérale. Néanmoins, depuis décembre 2010, l'idée d'une hausse des taux à un horizon d'un an fait son chemin. Le taux à trois mois dans 1 an est effectivement passé de 0,66 % à 0,84 % puis s'est stabilisé en mars 2011. Enfin, il n'y a aucune anticipation de hausse des taux au Japon.

Tableau : Taux à 3 mois anticipés dans 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois

		1 mois	3 mois	6 mois	12 mois
États-Unis	Septembre 2010	0,33	0,40	0,47	0,66
	Décembre 2010	0,35	0,43	0,55	0,84
	Mars 2011	0,32	0,37	0,46	0,81
Zone euro	Septembre 2010	0,93	0,99	1,07	na
	Décembre 2010	1,04	1,10	1,24	na
	Mars 2011	1,31	1,54	1,81	na
Royaume-Uni	Septembre 2010	0,75	0,82	0,86	na
	Décembre 2010	0,77	0,89	0,98	na
	Mars 2011	0,88	1,10	1,23	na
Japon	Septembre 2010	0,22	0,22	0,21	0,22
	Décembre 2010	0,19	0,21	0,22	0,27
	Mars 2011	0,20	0,20	0,21	0,25

Source : Datastream.

Pourtant, les évolutions courantes de l'inflation énergétique seront temporaires et leur impact sur l'inflation globale serait rapidement atténué. De plus, l'incertitude pesant sur la croissance dans un contexte de restriction budgétaire, au moins dans la zone euro et au Royaume-Uni, ne justifie pas l'amorçage d'une hausse

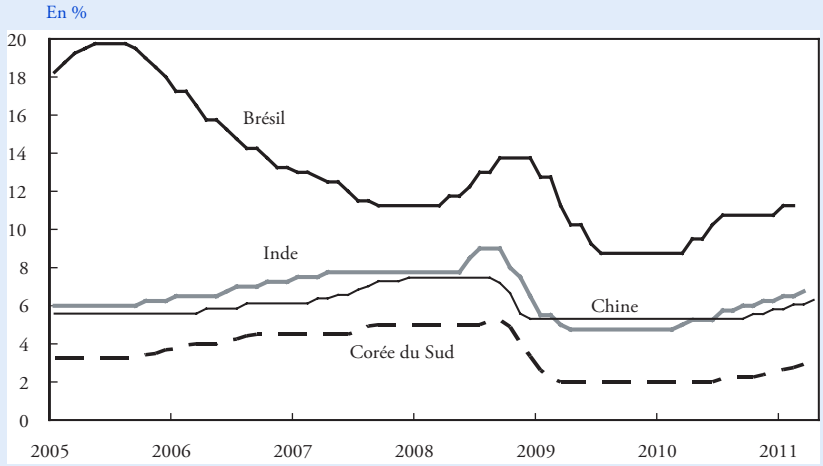
des taux. La décision de la BCE lors de sa réunion du 6 avril 2011 ressemblerait à l'erreur qu'elle avait commise en juillet 2008 en pleine tempête financière. Par ailleurs, en s'attaquant à une inflation tirée par le prix des matières premières et indirectement par la reprise de la croissance mondiale tirée par les pays émergents, l'action isolée de la BCE risque d'être inefficace. Si l'inflation est mondiale, une action concertée est nécessaire. Autrement, la BCE ne fera que renforcer les pressions déflationnistes internes sans pour autant réduire le prix des matières premières.

La poursuite dans cette voie pourrait par ailleurs mettre en difficulté les banques européennes déjà exposées aux risques sur les dettes publiques bien qu'elles puissent encore bénéficier de certaines dispositions des plans de sauvetage mis en place au moment de la crise financière. Nous anticipons que la BCE pourrait confirmer son resserrement de la politique monétaire, arguant d'une normalisation de la politique monétaire plus que d'un tour de vis. Une deuxième hausse interviendrait alors à la fin du troisième trimestre 2011. Cependant, la baisse de l'inflation sous la cible de 2 % que nous inscrivons dans notre scénario au quatrième trimestre ainsi que le faible rythme de croissance freineraient les velléités restrictives de la BCE. Le principal taux directeur de la politique monétaire se stabiliserait alors à 1,5 % jusqu'en fin d'année 2012. Toutefois, la « balance des risques » – pour reprendre la terminologie de Jean-Claude Trichet – est à la hausse et la BCE n'hésiterait à poursuivre son mouvement de hausse si l'inflation était plus élevée que ce nous anticipons. Par ailleurs, la BCE disposerait d'autres moyens que les taux d'intérêt pour normaliser sa politique monétaire. La réduction progressive de la taille du bilan y contribuerait.

Il reste que la décision de la BCE pourrait mettre sous pression les autres banques centrales et en particulier la Banque d'Angleterre. Celle-ci emboîterait le pas de la hausse des taux à la fin du deuxième trimestre 2011. Elle se trouverait néanmoins dans la même configuration que son homologue francfortoise avec un ralentissement de l'inflation et une croissance atone. Elle n'irait pas au-delà d'une deuxième hausse du taux directeur, qui serait porté à 1 % en fin d'année 2011. Ainsi, l'Europe aurait commencé à resserrer la politique monétaire avant les États-Unis. Moins contrainte par l'inflation et par un objectif qui accorde autant de poids à l'emploi qu'à l'inflation, la Réserve fédérale ne modifierait pas sa politique monétaire en 2011, maintenant ainsi la stimulation par le levier des taux et des mesures quantitatives. En 2012, elle entamerait une normalisation de sa politique. Deux hausses de taux interviendraient, laissant le taux objectif des fonds fédéraux inférieur à 1 %. La normalisation ne serait toujours pas d'actualité au Japon. Enfin, dans les pays émergents ainsi que dans certains pays industrialisés, le contexte de politique monétaire se pose en des termes différents. La croissance est en effet plus robuste dans les pays émergents, au point de ramener le niveau d'activité dans une zone de surchauffe inflationniste, et les pressions liées aux prix des matières premières y sont également plus fortes – du fait d'un poids de l'alimentaire et de l'énergie dans l'indice des prix à la consommation plus élevé que dans les pays

industrialisés[4] – si bien que certaines banques centrales – notamment au Brésil, au Chili, en Chine, en Thaïlande ou en Corée du Sud – sont déjà entrées dans un cycle de resserrement de leur politique monétaire (graphique 17).

Graphique 17 : Taux directeurs dans certains pays émergents



Sources : Banques centrales nationales.

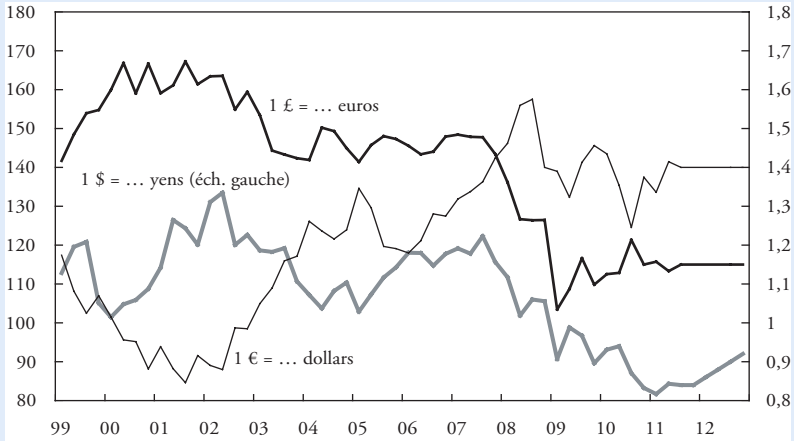
La guerre des monnaies aura-t-elle lieu ?

Ce décalage entre les politiques monétaires européennes et américaine maintiendrait le mouvement d'appréciation de l'euro, déjà provoqué par l'annonce du deuxième plan d'assouplissement quantitatif (*QEII)* en novembre (graphique 18). Les marchés ayant cependant déjà intégré les divergences de politique monétaire, l'euro ne devrait pas s'envoler au-delà de 1,40 dollar pour un euro. La monnaie unique européenne ne retrouverait pas le pic qu'elle avait atteint en juillet 2008. En outre, les marchés des changes seraient toujours caractérisés par une forte volatilité. Les écarts de croissance, un durcissement supplémentaire de la politique monétaire de la zone euro ou encore la contagion de la spéculation sur les dettes souveraines européennes pourraient représenter autant d'information susceptibles de provoquer une envolée ou au contraire une chute de l'euro. Vis-à-vis du dollar comme de l'euro, la livre sterling s'est appréciée depuis le troisième trimestre 2010. Le léger décalage entre les remontées de taux au Royaume-Uni et dans la zone euro ne se répercuterait pas sur le taux de change livre sterling/euro. Enfin, si la divergence entre les banques centrales européennes – BCE et Banque d'Angleterre – et la Réserve fédérale et la Banque du Japon est bien réelle, il faut aussi souligner que

4. Voir dans ce dossier l'étude spéciale« Afflux de capitaux et envolée des prix des matières premières » rédigée par Céline Antonin, Marion Cochard, Amel Falah, Christine Rifflart et Danielle Schweisguth..

leur coopération sur le marché des changes pour enrayer l'appréciation du yen aura porté ses fruits. Depuis, le yen se déprécie effectivement relativement au dollar et donc à l'euro et la livre sterling. Ce mouvement se poursuivrait en 2011 et 2012, même en l'absence de nouvelles interventions ; la situation économique de l'archipel motivant aux yeux du marché des changes un yen plus faible.

Graphique 18 : Taux de changes nominaux bilatéraux



Sources : Datastream, prévision OFCE, avril 2011.