



HAL
open science

Politiques monétaires : objectif prix

Catherine Mathieu, Christine Riffart, Marion Cochard, Sabine Le Bayon

► **To cite this version:**

Catherine Mathieu, Christine Riffart, Marion Cochard, Sabine Le Bayon. Politiques monétaires : objectif prix. Revue de l'OFCE, 2006, 97, pp.147 - 158. 10.3917/reof.097.0147 . hal-03462149

HAL Id: hal-03462149

<https://sciencespo.hal.science/hal-03462149>

Submitted on 1 Dec 2021

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: OBJECTIF PRIX *

Département analyse et prévision de l'OFCE

Les politiques monétaires se sont durcies dans la plupart des pays industriels au cours des derniers mois. C'est avant tout le cas aux États-Unis, où les taux des fonds fédéraux ont été augmentés de 0,75 % en juin 2004 à 4,75 % en avril 2006. La Banque centrale européenne (BCE) a commencé à relever son taux directeur en décembre 2005, pour le porter de 2 % à 2,5 % en mars 2006. La Banque d'Angleterre a maintenu son taux inchangé à 4,5 % depuis août 2005, après avoir décidé une baisse de 0,25 point, mais elle avait été l'une des premières banques centrales à relever ses taux, dès février 2004. La Banque du Japon semble proche d'abandonner sa politique de taux 0 en vigueur depuis la fin 2001 et devrait commencer à relever ses taux au troisième trimestre 2006, si la sortie de la déflation se confirme. Dans une période de croissance soutenue dans la plupart des zones de l'économie mondiale, les autorités monétaires ont renforcé leur vigilance sur l'évolution des prix. La hausse des prix des matières premières, tout particulièrement celle, régulière, des prix du pétrole du début 2002 à l'été 2005 a conduit les banques centrales à accorder une vigilance particulière au risque d'inflation de second tour.

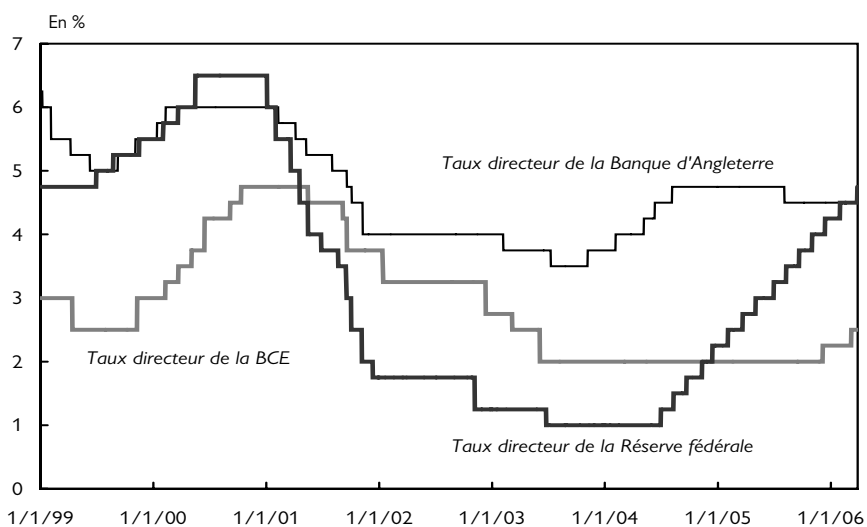
Si les prix du pétrole retrouvent bien des niveaux proches de 60 dollars au cours des prochains mois, la perspective d'une stabilisation, voire d'une décélération de l'inflation, conduirait les banques centrales des grands pays industriels à ne pas augmenter fortement leurs taux. Ainsi, la Réserve fédérale porterait son objectif de taux fédéraux à 5,25 % à la fin juin et commencerait à le diminuer au second semestre 2007, lorsque la croissance et l'inflation américaines ralentiraient. La BCE porterait son taux directeur à 3 % d'ici l'été et le maintiendrait inchangé ensuite. La Banque d'Angleterre abaisserait légèrement son taux directeur à l'été si la normalisation du marché de l'immobilier se confirme. La Banque du Japon porterait son taux directeur à 0,5 % à d'ici la fin 2006. Les évolutions des taux longs seraient en ligne avec celles des taux courts. Au total, les conditions monétaires seraient plus restrictives aux États-Unis et dans la zone euro à l'horizon 2007 qu'elles ne l'étaient en 2005.

* Ont contribué à cette partie: Marion Cochard, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Christine Riffart.

■ Département analyse et prévision

Les politiques monétaires se sont durcies dans la plupart des pays industriels au cours des derniers mois. C'est avant tout le cas aux États-Unis, où la Réserve fédérale a poursuivi ses hausses de taux amorcées en juin 2004, portant l'objectif des taux des fonds fédéraux de 0,75 % en juin 2004 à 4,75 % en avril 2006 (graphique 1). La BCE a enclenché une phase de resserrement monétaire fin 2005, augmentant le taux sur les opérations principales de refinancement de 2 % en décembre 2005 à 2,5 % en mars 2006. La Banque d'Angleterre a maintenu son taux de base inchangé à 4,5 % depuis août 2005, après avoir décidé une baisse de 0,25 point, mais elle avait été l'une des premières banques centrales à relever ses taux, dès février 2004. La Banque du Japon semble proche d'abandonner sa politique de taux 0 en vigueur depuis la fin 2001 et devrait commencer à relever ses taux dans les prochains mois, si la sortie de la déflation se confirme.

1. Taux directeurs



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

Dans une période de croissance soutenue dans la plupart des zones de l'économie mondiale, les autorités monétaires ont renforcé leur vigilance sur l'évolution des prix. La hausse des prix des matières premières, tout particulièrement celle, régulière, des prix du pétrole du début 2002 à l'été 2005 (amenant le prix du baril de Brent à 65 dollars à l'été 2005 contre 20 dollars) a conduit les banques centrales à accorder une vigilance particulière au risque d'inflation de second tour. Mais les prix du pétrole se sont stabilisés depuis l'été dernier, à

l'exception de la remontée à près de 70 dollars pendant les dix premiers jours d'avril. Si les prix du pétrole retrouvent bien des niveaux proches de 60 dollars au cours des prochains mois comme nous l'anticipons dans notre prévision, la perspective d'une stabilisation, voire d'une décélération de l'inflation devrait conduire les banques centrales des grands pays industriels à ne pas augmenter fortement leurs taux. Le principal risque inflationniste est du côté des prix des actifs immobiliers, dont la hausse reste vive dans plusieurs pays de la zone euro et aux États-Unis.

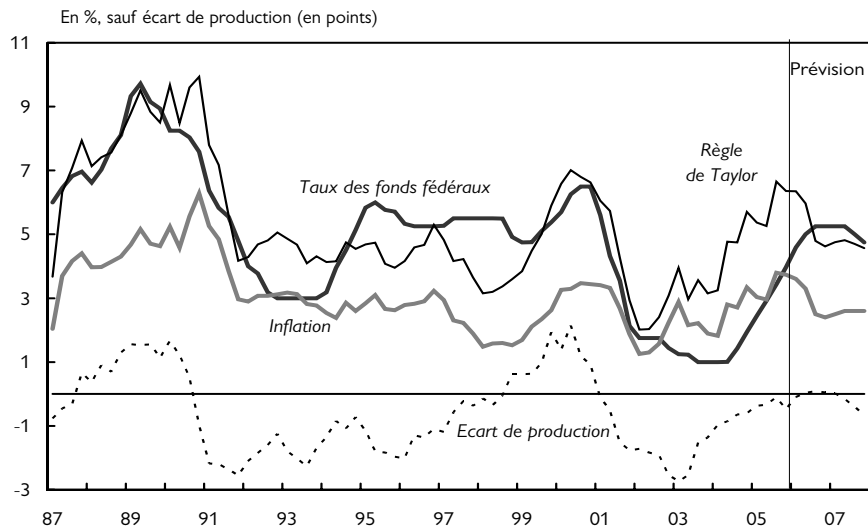
États-Unis: pilotage contrôlé

La Fed maintient la tension

Depuis la fin juin 2004, le FOMC (*Federal Open Market Committee*) de la Réserve fédérale a poursuivi sa politique de « petits pas », décidant d'augmenter ses taux de 0,25 point lors de chacune de ses réunions. Ces hausses ont été accompagnées du maintien d'une croissance soutenue du PIB, de l'ordre de 4 % en rythme annuel, à l'exception du quatrième trimestre 2005 où la croissance a été affectée par des facteurs exceptionnels dans le secteur de l'automobile. Au premier trimestre 2006, les indicateurs conjoncturels suggèrent une croissance du PIB d'au moins 1 %, suivie de rythmes similaires au cours des deux trimestres suivants. Dans le même temps, l'inflation reste sous contrôle. L'indice des prix à la consommation était en hausse de 3,6 % en glissement sur un an en février 2006, contre 3 % un an plus tôt. Mais l'accélération de l'inflation résulte en grande partie de la hausse des prix de l'énergie (+ 20,1 % sur un an). Hors énergie et alimentation, l'inflation n'est que de 2,1 %.

Au début 2006, la politique monétaire américaine pouvait être jugée accommodante au regard d'une règle de Taylor (graphique 2). Dans son communiqué de presse de mars, le FOMC a indiqué que la politique monétaire restait accommodante mais qu'elle continuerait d'être resserrée dans les prochains mois. Une nouvelle hausse de 0,25 point de l'objectif des fonds fédéraux sera probablement décidée en mai, suivie d'une hausse identique fin juin, ce qui porterait les taux à 5,25 %. La politique monétaire deviendrait alors pratiquement neutre, sous nos hypothèses de ralentissement de l'inflation et d'un maintien d'une croissance soutenue, selon une règle de Taylor calibrée avec une constante, supposée refléter le taux d'intérêt réel de long terme, fixée à 2 %. La politique monétaire pourrait être jugée légèrement expansionniste avec une constante fixée à 3,2 %, taux de croissance potentiel des États-Unis. En tout état de cause, la phase de taux exceptionnellement bas, induite par le krach boursier et le 11 septembre 2001, est terminée.

2. Règle de Taylor aux États-Unis *



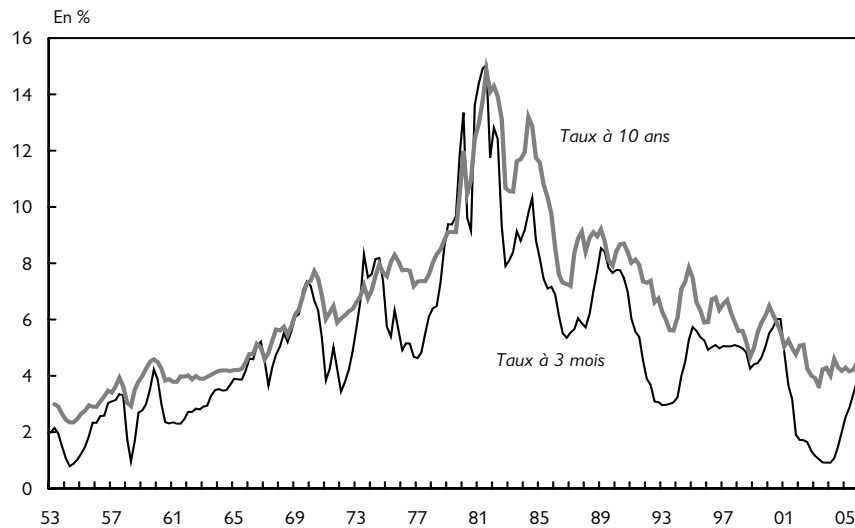
* La règle est calibrée sur la base des coefficients indiqués par Taylor : $i = 2 + \dot{p} + 0,5(\dot{p} - 2) + 0,5gap$ avec i le taux directeur de la Réserve fédérale ; 2 le taux d'intérêt réel d'équilibre de longue période ; \dot{p} l'inflation, en glissement sur un an, mesurée par l'indice des prix à la consommation ; $(\dot{p} - 2)$ 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, BLS, Réserve fédérale, OCDE, calculs et prévision OFCE avril 2006.

Le FOMC laisserait ses taux inchangés jusqu'au premier semestre 2007 et commencerait ensuite à les diminuer, sous l'effet du ralentissement de la croissance (3,2 % en moyenne annuelle et 2,4 % en rythme annualisé au quatrième trimestre 2007) et de la stabilisation de l'inflation autour de 2,6 %. Les taux seraient voisins de 4,75 % à la fin 2007. La politique monétaire américaine parviendrait ainsi à gérer un atterrissage en douceur de la croissance.

La fin de l'énigme des taux longs?

Les hausses successives des taux directeurs ont conduit les taux d'intérêt à 3 mois à devenir supérieurs aux taux des bons du Trésor à 10 ans au début de l'année 2006, les taux longs étant restés relativement inertes en 2005 à des niveaux historiquement faibles (graphique 3). L'inversion de la courbe des taux est traditionnellement réputée annonciatrice d'une récession mais, dans le cas présent, un certain nombre de facteurs ont contribué à maintenir les taux de long terme à de bas niveaux en 2005. Parmi ceux-ci, on peut évoquer les anticipations de faible inflation, les achats de titres publics par les fonds de pension à la recherche d'actifs sûrs et liquides, les achats de titres publics par les autorités chinoises souhaitant maintenir la parité du yuan avec le dollar.

3. Taux d'intérêt nominaux aux États-Unis sur longue période



Source : Réserve fédérale.

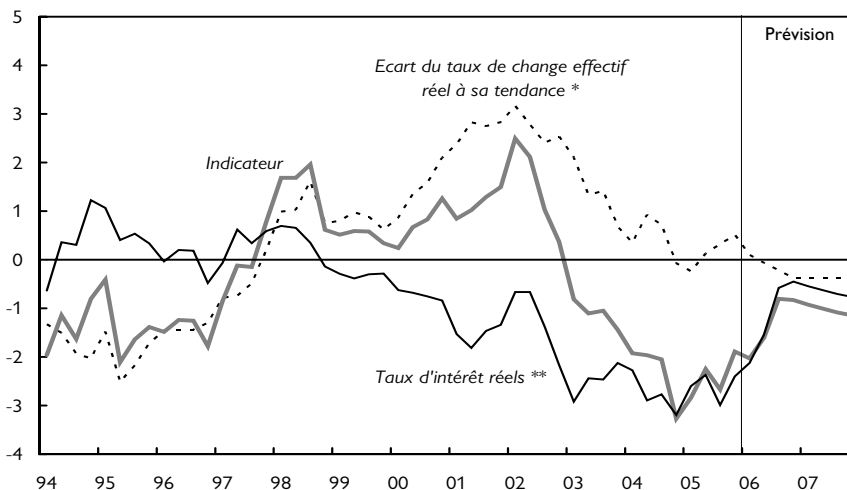
Cependant, les taux longs ont recommencé à croître depuis la mi-janvier 2006. Ainsi, le taux d'intérêt des bons du Trésor à 10 ans est passé de 4,3 % au plus bas à la mi-janvier 2006 à près de 5 % au début avril, marquant la fin de l'inversion de la courbe des taux. L'aplatissement de la courbe des taux se poursuivrait à l'horizon de notre prévision, surtout en 2006, les marchés intégrant les pressions inflationnistes à l'œuvre et des entrées de capitaux un peu moins importantes qu'en 2004 et 2005. Les marchés anticipent le maintien des taux d'intérêt courts aux alentours de 5 %, ce qui est pratiquement le niveau inscrit dans le taux à 10 ans. La disparition de la prime de risque correspond à la fois à l'absence de crainte de forte volatilité des taux à l'avenir et aux facteurs déjà cités qui font que les taux longs publics sont fortement demandés. À 10 ans, les anticipations d'inflation sont de l'ordre de 2,5 %, le taux d'intérêt réel de long terme, mesuré par les obligations indexées sur l'inflation est de 2,5 %, soit légèrement inférieur à la croissance potentielle.

Les conditions monétaires internes (taux d'intérêt de court et de long terme réels) comme externes (taux de change effectifs réels) ont joué positivement pour relancer la croissance américaine de 2002 à 2004 (graphique 4). L'effet s'est quelque peu inversé à partir du début 2005, du fait de la remontée des taux d'intérêt et de l'appréciation du taux de change effectif réel du dollar, mais laissait au début 2006 les conditions monétaires à des niveaux encore accommodants au regard des dix dernières années. En 2006, les conditions monétaires

■ Département analyse et prévision

continueraient de se durcir, sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt réels et malgré la dépréciation du dollar. Les conditions s'assoupliraient légèrement en 2007, du fait de la baisse des taux d'intérêt réels.

4. Indicateur de conditions monétaires aux États-Unis



* Pondéré par son poids dans l'indicateur (0,2).

** Moyenne (taux long/taux court) - glissement annuel des prix à la consommation - croissance lissée du PIB.

Sources : OCDE, calculs et prévision OFCE avril 2006.

Notre scénario d'atterrissage en douceur de la croissance américaine et de normalisation des taux comporte un risque principal à la hausse: celui d'une surchauffe de l'économie américaine. Un resserrement trop modéré des taux d'intérêt permettrait le développement de tensions inflationnistes en situation de croissance trop soutenue et de prolongement des déséquilibres. Une hausse trop forte des taux courts associée à une hausse brutale des taux longs serait susceptible d'affecter avant tout les ménages, dont le taux d'endettement est très élevé, *via* notamment une forte contraction des prix de l'immobilier et des effets de richesse négatifs.

Zone euro: quelle est la cible?

La BCE a pour mandat premier la stabilité des prix et a montré en 2005 que telle était bien sa priorité, en décidant d'augmenter son taux directeur de 0,25 point à 2,25 % en décembre 2005, alors que les signes inflationnistes semblaient peu visibles. L'inflation mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) était certes légèrement supérieure à 2 % — niveau jugé maximal par la BCE pour assurer la

stabilité des prix: 2,2 % en novembre 2005, mais était en repli par rapport à août (2,5 %). De plus, l'inflation sous-jacente n'était que de 1,4 %. La décision de la BCE a fait l'objet de nombreuses critiques, notamment des gouvernements européens, qui ont exprimé leurs craintes que la remontée des taux ne brise l'accélération de croissance attendue de longue date et enfin suggérée par les indicateurs conjoncturels depuis l'été 2005. Sur le marché du travail, aucun signe inflationniste ne menaçait: les salaires nominaux affichaient des hausses très modérées (1,6 % en glissement annuel au troisième trimestre 2005), les créations d'emplois étaient faibles et le taux de chômage élevé. La BCE s'est en fait montrée préoccupée depuis plusieurs mois par la hausse des crédits aux ménages (+ 11,7 % pour les crédits hypothécaires fin 2005, contre + 10,2 % fin 2004) et des prix de l'immobilier dans plusieurs pays de la zone euro.

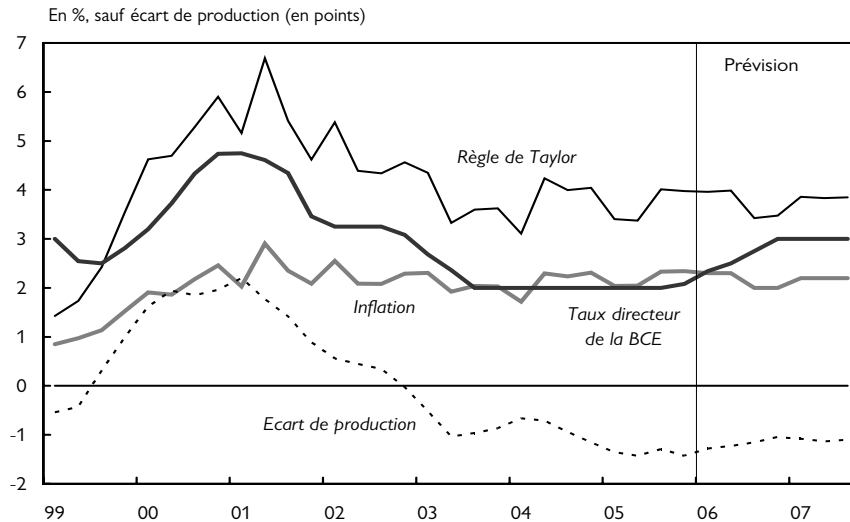
La BCE a décidé une deuxième hausse de taux de 0,25 point en mars 2006. Cette hausse n'a pas fait l'objet de critiques ouvertes, les observateurs ayant visiblement acté l'idée que la hausse des taux se poursuivrait. Certes, l'inflation s'est affichée à 2,4 % en février 2006, pouvant faire craindre l'apparition d'effets de second tour suite au renchérissement du prix du pétrole. Mais l'inflation sous-jacente est restée extrêmement modérée, à 1,2 %. D'autre part, la croissance du PIB de la zone n'a été que de 0,3 % au quatrième trimestre 2005, et les perspectives de croissance sont celles d'une croissance voisine de 2 % seulement.

La politique monétaire restait cependant accommodante au début 2006 à l'échelle de la zone euro, du moins si l'on en juge par une règle de Taylor (graphique 5). En considérant l'inflation mesurée selon le glissement de l'IPCH et l'écart de production de l'OCDE (proche de l'écart de production présenté dans l'encadré 4 de la partie « Croissance sans châtement » de ce dossier), le taux « neutre » aurait davantage été de 4 % que de 2 % à la fin 2005. L'écart entre le taux observé et le taux « neutre » est d'ailleurs du même ordre depuis 2001, et peut laisser penser que la BCE estime que l'écart de production est en fait bien plus négatif (de 4 points) que les estimations officielles des organisations internationales...

Le graphique 6 montre les résultats d'une estimation économétrique réalisée sur données mensuelles depuis 1999. L'estimation est certes fragile du fait de la courte période d'estimation, mais elle suggère que la BCE réagit en fait extrêmement peu à l'inflation: le coefficient du glissement de l'IPCH n'est que de 0,3 au lieu de 1,5 dans une règle de Taylor!...¹

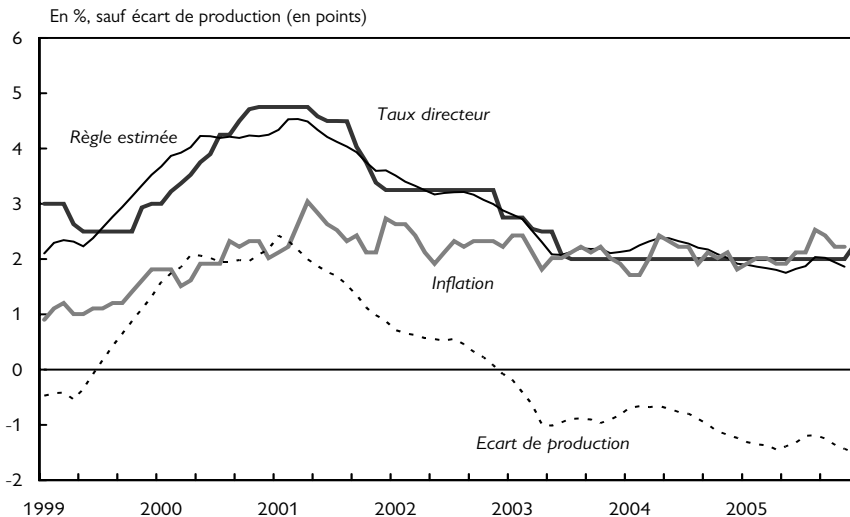
1. La prise en compte d'un terme autorégressif ne change pas le résultat selon lequel l'inflation ne joue que très faiblement.

5. Règle de Taylor dans la zone euro *



* La règle est calibrée sur la base des coefficients indiqués par Taylor pour les États-Unis : $i = 2 + \bar{p} + 0,5(\bar{p} - 2) + 0,5gap$ avec i le taux directeur de la banque centrale ; 2 le taux d'intérêt réel d'équilibre de longue période ; \bar{p} l'inflation, en glissement sur un an, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé ; $(\bar{p} - 2)$ l'écart de l'inflation à la cible implicite de 2 % de la BCE ; gap l'écart au potentiel (tel que mesuré par l'OCDE).
Sources : BCE, Eurostat, OCDE, calculs et prévision OFCE avril 2006.

6. Règle de Taylor estimée dans la zone euro *

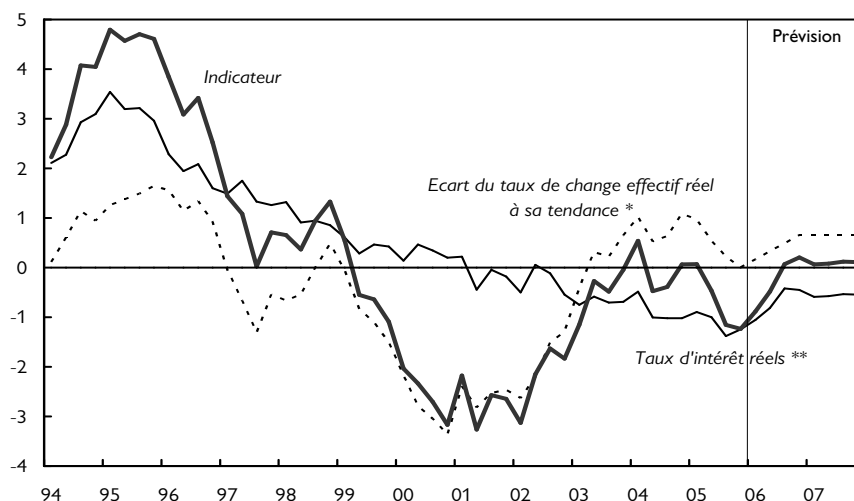


* L'équation estimée est : $i = 0,32 \bar{p} + 0,68 gap + 2,16$
(3,56) (21,60) (11,75)
 $\bar{R}^2 = 0,86$, DW = 2,56, période d'estimation : janvier 1999-novembre 2005.
Avec \bar{p} : glissement de l'IPCH et gap : écart de production.
Sources : BCE, Eurostat, OCDE, estimations de l'auteur.

Selon notre prévision, l'inflation de la zone euro resterait légèrement supérieure à 2 % en 2006, mais ceci résulterait d'un effet de base défavorable lié à l'évolution du prix du pétrole en 2005 (en particulier à l'accélération du second semestre 2005). Sous l'hypothèse d'un prix du pétrole stable à 60 dollars le baril à partir du deuxième trimestre 2006, l'inflation ralentirait au second semestre. Mais la hausse de 3 points de la TVA allemande annoncée pour janvier 2007 aurait un impact de + 0,3 point sur l'inflation de la zone euro, ce qui conduirait l'inflation de la zone à rester voisine de 2,2 % tout au long de 2007. Du fait du maintien de l'inflation au dessus de 2 %, et si les indicateurs confirment bien les perspectives d'une croissance du PIB de 2 %, la BCE pourrait décider de relever ses taux de 0,25 point d'ici juin 2006 et de 0,25 point d'ici septembre. Elle les maintiendrait ensuite à 3 %.

Les conditions monétaires dans la zone euro s'étaient assouplies à partir de 2004 du fait de la baisse des taux d'intérêt réels. La dépréciation du taux de change effectif réel de l'euro avait aussi contribué à leur assouplissement à partir du début 2005 (graphique 7). Dans la zone euro, les taux longs sont remontés de 3,3 % à la mi-janvier à près de 4 % au début avril, soit une hausse équivalente à celle des taux américains. Cette remontée des taux associée à celle des taux courts, ainsi que l'appréciation de l'euro, conduiraient à un durcissement des conditions monétaires de la zone à l'horizon de la fin 2006, suivie d'une stabilisation en 2007. Les taux longs européens sont nettement plus faibles que les taux américains (1 point), ce qui indique que les marchés anticipent une dépréciation à moyen terme de la devise américaine (de l'ordre de 10 %).

7. Indicateur de conditions monétaires dans la zone euro



* Pondéré par son poids dans l'indicateur (0,2).

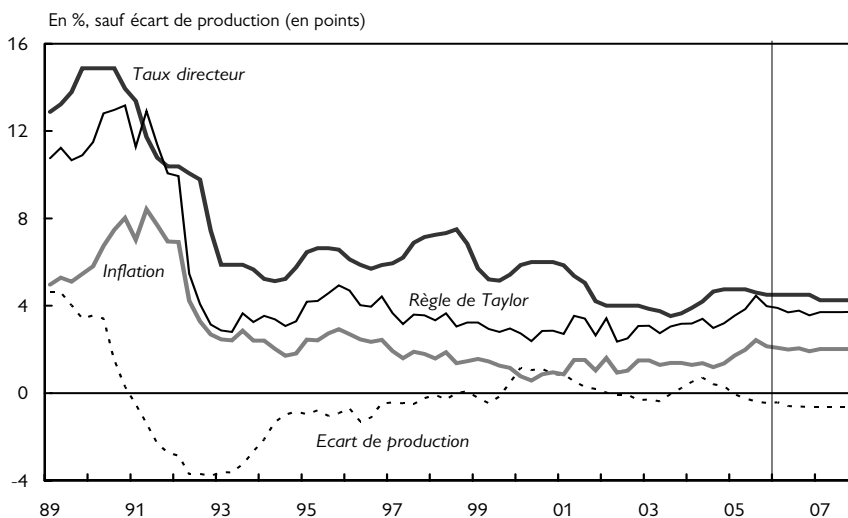
** Moyenne (taux long/taux court) - glissement annuel des prix à la consommation - croissance lissée du PIB.

Sources : OCDE, calculs et prévision OFCE avril 2006.

Royaume-Uni: prudence et vigilance

Face au ralentissement de la demande intérieure et en l'absence d'amélioration de l'environnement international, la Banque d'Angleterre avait abaissé de 0,25 point son taux directeur en août dernier pour le porter à 4,25 %, et l'a laissé inchangé depuis. Selon une règle de Taylor, la politique monétaire récente peut être jugée très légèrement restrictive (graphique 8). Avec une inflation de 2 % pour une cible de 2 %, un écart de production négatif de 1,2 point selon les estimations du gouvernement britannique, et une constante supposée refléter le taux d'intérêt réel d'équilibre, de 2,7 %, le taux neutre serait de 4,1 %.

8. Règle de Taylor au Royaume-Uni *



* La règle est calibrée sur la base des coefficients indiqués par Taylor pour les États-Unis : $i = 2 + \bar{p} + 0,5(\hat{p} - 2) + 0,5gap$ avec i le taux directeur de la banque centrale ; 2 le taux d'intérêt réel d'équilibre de longue période ; \bar{p} l'inflation, en glissement sur un an, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé ; $(\hat{p} - 2)$ l'écart de l'inflation à la cible implicite de 2 % de la BCE ; gap l'écart au potentiel (tel que mesuré par l'OCDE). Sources : Banque d'Angleterre, OCDE, ONS, prévision OFCE avril 2006.

Après avoir accéléré jusqu'à 2,5 % en septembre dernier, sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie, l'inflation mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est depuis redevenue proche de 2 %, niveau de la cible de la politique monétaire. L'indice des prix de détail hors intérêts hypothécaires (RPIX) a sur la même période décéléré de 2,5 % à 2,3 % et l'indice des prix de détail (RPI), qui sert de référence aux revalorisations des salaires et de prestations, de 2,7 % à 2,5 %. La progression des salaires nominaux a ralenti en 2005, passant de 4,2 % en début d'année à 3,5 % un an plus tard, tandis que le taux

de chômage augmentait et atteignait 5 % à la fin 2005 (+ 0,3 point en un an). Il n'y a donc pas de tensions inflationnistes sur le marché du travail.

Sous nos hypothèses de stabilisation des prix du pétrole, l'inflation resterait proche de 2 % dans les mois à venir, ce qui conduirait la Banque d'Angleterre à laisser ses taux inchangés, en attendant la poursuite de la lente normalisation des prix de l'immobilier et l'amorce d'un désendettement des ménages. L'immobilier restera l'objet de toutes les vigilances de la Banque d'Angleterre. En effet, suite aux hausses passées des taux d'intérêt, les prix de l'immobilier s'étaient stabilisés à l'été 2005, mais ont depuis lors de nouveau légèrement accéléré (+ 6,7 % pour l'indice Halifax en glissement sur un an en février 2006). Dans le même temps, l'endettement des ménages n'a pas diminué. La remontée récente des prix de l'immobilier incitera probablement la Banque d'Angleterre à attendre, au moins jusqu'à la fin de l'été 2006 avant d'abaisser son taux directeur de 0,25 point.

Les taux longs à 10 ans ont eux nettement augmenté de 4,1 % début 2006 à 4,45 % début avril, ce qui ne peut s'expliquer que par la contagion des hausses américaines et européennes.

Japon: normalisation

Le 9 mars 2006, la politique monétaire du Japon a connu un tournant majeur avec le retour à l'orthodoxie monétaire annoncé par la Banque du Japon (BoJ), mettant fin à cinq ans de politique monétaire hétérodoxe. Confrontée à une déflation endémique depuis 1998 et contrainte de sortir des principes monétaires orthodoxes inefficaces fondés sur les seuls taux d'intérêt, la BoJ avait adopté en 2001 une politique monétaire ultra-accommodante s'appuyant sur un objectif d'avoirs en comptes courants (réserves libres) détenus par les banques commerciales auprès d'elle. Pendant cinq ans, la stratégie monétaire japonaise a reposé sur un taux d'intérêt directeur nul, des opérations massives d'*open market* et des achats d'obligations d'État à long terme par la banque centrale. De plus celle-ci a multiplié les interventions de change visant à stabiliser le yen par rapport au dollar entre janvier 2003 et mars 2004, tant que subsistaient des pressions à l'appréciation du yen. Ainsi, la BoJ a plus que doublé le montant de ses réserves de changes et renforcé la base monétaire de plus de 60 % depuis mars 2001. Parallèlement, le gouvernement a renforcé la supervision prudentielle bancaire, ce qui a permis l'assainissement du secteur bancaire et la réduction du niveau des créances douteuses. Cet assainissement a largement contribué à la reprise de la croissance de l'économie japonaise, puis à la sortie de la déflation, même s'il est encore trop tôt pour dresser le bilan de cette politique hétérodoxe.

■ Département analyse et prévision

Toujours est-il que le Japon semble aujourd'hui sur la voie de la sortie de déflation. Grâce à la croissance dynamique et la reprise de l'emploi, les salaires ont retrouvé le chemin de la croissance dès le début de l'année 2005, entraînant un redressement des prix à partir du quatrième trimestre 2005. L'IPC sous-jacent s'est ainsi redressé dès le mois de septembre et marquait une évolution positive en février 2006, pour le quatrième mois consécutif. Grevé par la chute du prix des aliments frais en 2005, l'IPC a commencé à se redresser en janvier 2006, l'inflation s'établissant à 0,5 et 0,4 % en glissement annuel en janvier et février 2006. Les indices de prix des produits manufacturiers ou encore des prix de gros des services viennent confirmer le constat de la sortie de déflation.

C'est alors que le conseil de la BoJ a estimé que les conditions de sortie de la politique monétaire d'assouplissement quantitatif énoncées en 2003² étaient enfin remplies, et a annoncé le retour à l'orthodoxie monétaire. Dans un premier temps, et afin d'éviter une surréaction des taux d'intérêt à long terme, la BoJ entend maintenir ses taux directeurs à leur niveau actuel et ne devrait pas réduire ses achats mensuels d'obligations d'État à long terme. L'abandon de la politique monétaire quantitative consisterait donc d'abord à réduire le niveau des liquidités en circulation, en abaissant les avoirs en comptes courants détenus par les banques commerciales auprès de la banque centrale au niveau des réserves obligatoires. On peut cependant s'attendre, au vu de nos prévisions d'inflation, à ce que la BoJ remonte successivement ses taux directeurs de 25 points de base au troisième trimestre 2006, puis aux premier et second semestres 2007. Les taux longs ont réagi à l'annonce du changement de stratégie, passant de 1,6 % au 9 mars 2006 à environ 1,8 % début avril. Nous prévoyons une hausse progressive des taux longs en 2006 et 2007, sans pour autant de surréaction, grâce à l'approche prudente de la BoJ. Le taux des obligations publiques à 10 ans atteindrait ainsi 2,0 % fin 2006 et 2,2 % fin 2007.

2. L'abandon de la politique monétaire quantitative nécessite que l'économie japonaise se trouve enfin sur un sentier de croissance stable, que l'inflation se soit maintenue à un niveau nul ou positif durant plusieurs mois, et que les prévisions d'inflation soient également positives.