

POLITIQUES MONÉTAIRES: BANQUES CENTRALES AU BORD DE LA CRISE FINANCIÈRE *

Département analyse et prévision de l'OFCE

Les turbulences bancaires et financières ont incité les principales banques centrales à revoir leurs stratégies de politique monétaire. La Réserve fédérale a réagi rapidement en baissant son principal taux directeur d'un demi-point le 18 septembre 2007. Cette décision marque le début d'une nouvelle ère pour les autorités monétaires américaines qui s'étaient auparavant montrées hésitantes à baisser les taux alors que les tensions inflationnistes ne pouvaient être écartées. Les craintes d'un ralentissement, déjà programmé, mais amplifié par la tourmente financière, mettent un terme au dilemme. Ce dilemme se pose aussi à la Banque centrale européenne (BCE), qui a renoncé à la hausse de taux qu'elle avait, avant le début de la crise, suggérée pour septembre. Le discours est toujours offensif, témoignant d'un biais haussier de la politique monétaire dans la zone euro. Mais la persistance d'une situation financière délicate aurait raison de la volonté de la BCE. Celle-ci serait amenée à assouplir sa politique en fin d'année 2008 pour contrer l'envolée de l'euro que nous prévoyons à 1,50 dollar au deuxième trimestre, et réduire l'écart de taux qui se sera creusé avec les États-Unis. La Banque d'Angleterre baisserait également ses taux, mais plus rapidement que la BCE. Les taux sont au Royaume-Uni plus élevés que dans la zone euro et aux États-Unis et, en l'absence de tensions inflationnistes, les autorités monétaires britanniques abaisseraient progressivement leur taux directeur pour éviter un freinage trop rapide de la croissance. Le contexte reste différent au Japon où les préoccupations tournent toujours principalement autour de la question de la sortie de la déflation. Le retour vers une politique monétaire plus restrictive sera progressif.

* Ont contribué à cette étude spéciale: Christophe Blot, Catherine Mathieu, Christine Riffart, Danielle Schweisguth.

Les turbulences bancaires et financières ont sérieusement remis en cause les schémas que les banques centrales avaient élaborés avant l'été. Pour autant, toutes n'ont pas réagi de la même manière dans ce contexte agité. Fidèle à sa réputation, la Réserve fédérale a répondu promptement et décidé dès septembre d'une baisse d'un demi-point de son taux directeur (graphique 1). Les autres banques centrales, qui ne semblent pas confrontées à un risque de ralentissement brutal de la croissance, ont pour l'instant opté pour le *statu quo*.

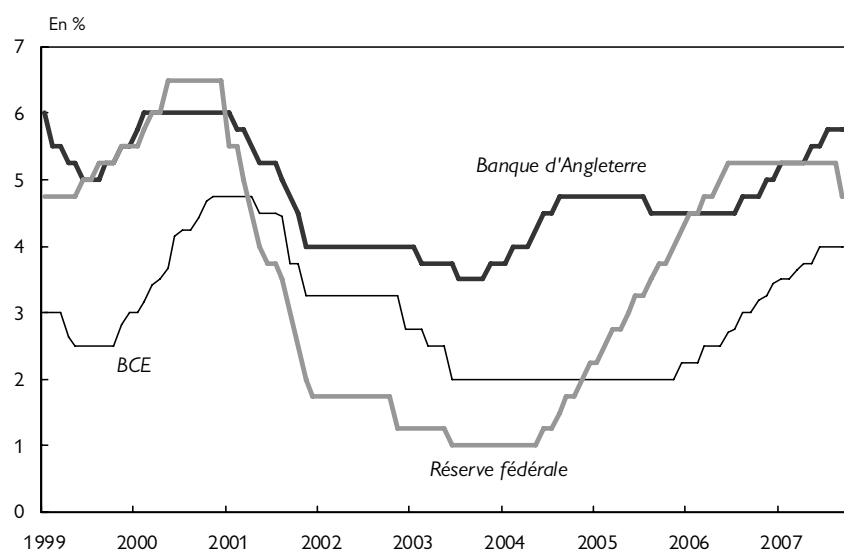
La BCE semblait pourtant bien décidée à procéder à un nouveau tour de vis en septembre. Comme à son habitude, elle l'avait laissé entendre à l'issue du Conseil des gouverneurs du mois d'août mais les événements de l'été l'ont obligée à reconsidérer son point de vue. Si le Président de la BCE pointe toujours l'existence de risques pesant sur la stabilité des prix, il admet également qu'il est prématuré de statuer sur l'issue de la crise. Celle-ci s'inscrivant dans la durée, la BCE renoncera au relèvement qu'elle avait initialement envisagé. Elle serait même amenée à baisser ses taux d'un quart de point en fin d'année 2008 pour contrer l'envolée de l'euro et réduire l'écart de taux d'intérêt qui se sera creusé avec les États-Unis.

Au Royaume-Uni, la dernière hausse du taux de base de la banque d'Angleterre a eu lieu en juillet, marquant très probablement la fin de la phase de resserrement monétaire enclenchée à l'été 2006. L'inflation a en effet nettement décéléré depuis mars dernier pour revenir légèrement en deçà de 2 % à l'été 2007, soit au centre de la cible d'inflation de la politique monétaire. La crainte d'une crise bancaire constitue un autre facteur de risque qui rend improbable une hausse des taux directeurs dans un avenir proche. Enfin, le risque d'une baisse des prix de l'immobilier rendra aussi les autorités monétaires prudentes. Le taux directeur serait abaissé de 5,75 % à 5 % à la fin 2008.

La crise bancaire et financière de l'été a mis un terme au dilemme de la Réserve fédérale qui devait jusque là composer avec des informations pointant les risques pesant sur la croissance sans parvenir à écarter le maintien de tensions sur les prix. L'assouplissement de la politique monétaire était probable même si la Réserve fédérale se gardait bien de l'annoncer. Il est maintenant acquis avec la baisse d'un demi-point du taux des *fed funds* le 18 septembre. La perspective d'un ralentissement plus marqué de la croissance devrait inciter la Réserve fédérale à poursuivre dans cette voie avec une baisse rapide des taux jusqu'au deuxième trimestre 2008.

À l'instar de son homologue de la zone euro, la Banque du Japon afficherait plutôt une préférence pour la hausse des taux, qui sont pour l'instant maintenus à 0,5 %. Le report de la sortie de déflation et l'incertitude sur l'évolution de la crise financière freineront les ardeurs des autorités monétaires qui décideraient néanmoins d'une hausse des taux au deuxième trimestre 2008.

1. Taux directeurs



Source: Banques centrales nationales.

Zone euro: la dernière tentation de la BCE

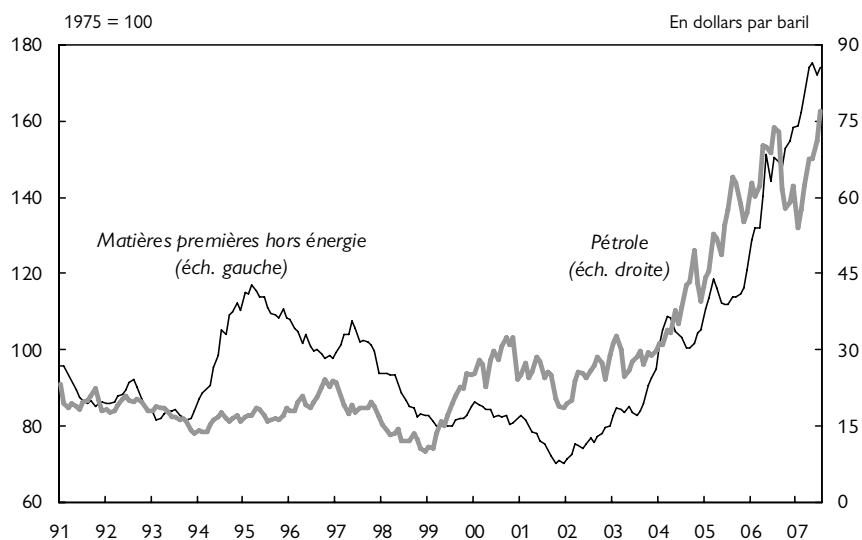
Plongée au cœur de la tourmente financière, la BCE a dû renoncer à la hausse des taux qu'elle avait implicitement annoncée pour septembre. Jean-Claude Trichet ne manque certes jamais de répéter que les décisions de la BCE ne sont pas préparées, il n'en demeure pas moins que depuis décembre 2005, les huit hausses de taux avaient été largement anticipées par les analystes décortiquant le jargon propre aux banquiers centraux. Pour autant, la BCE n'a sans doute pas encore complètement capitulé malgré les pressions répétées ne venant plus uniquement des responsables politiques français. La tonalité des interventions de Jean-Claude Trichet témoigne d'un biais haussier de la politique monétaire puisqu'il continue de pointer les risques pesant sur la stabilité des prix, arguant à nouveau de possibles nouvelles hausses des taxes indirectes, de l'augmentation des prix du pétrole et des matières premières, et des évolutions des agrégats monétaires.

■ Département analyse et prévision

De fait, le contexte monétaire sera encore marqué, pendant quelques mois, par les incertitudes entourant l'issue de la crise bancaire et financière, Jean-Claude Trichet ayant déclaré récemment qu'il était « trop tôt pour tirer les leçons » de la crise. À court terme, la question est donc de savoir si la BCE privilégiera le risque supposé de tensions inflationnistes ou les craintes de répercussions plus fortes de la crise pénalisant la croissance de la zone euro.

L'évolution de l'inflation sera encore fortement influencée par les mouvements passés et présents du pétrole et des matières premières. Les effets de base qui ont contribué à la baisse du taux d'inflation depuis septembre 2006 vont disparaître. Dans le même temps, le cours du pétrole bat de nouveaux records et les prix des matières premières continuent de grimper (graphique 2). Depuis janvier, le pétrole a augmenté de 42,9 % et les matières premières hors énergie d'un peu moins de 10 %. Il faut toutefois souligner que l'appréciation de l'euro permet de limiter la hausse de ces produits libellés en dollars. Sur la même période, l'appréciation de 5,5 % de l'euro a ramené l'augmentation du prix du pétrole exprimée en euros à 35,4 %. L'inflation globale pourrait repartir à la hausse et s'écarter à nouveau de l'inflation sous-jacente (hors énergie, tabac, alcool et produits alimentaires) vers laquelle elle avait pourtant convergé.

2. Matières premières et pétrole



Source : Datastream.

En effet, les deux taux d'inflation s'étaient progressivement rapprochés pour s'établir autour de 1,9 % (graphique 3) au cours du deuxième trimestre 2007. Les effets de base ont réduit l'inflation globale alors que dans le même temps, l'augmentation de la TVA allemande entraînait une accélération de l'inflation sous-jacente en Allemagne et, mécaniquement, dans la zone euro. Outre-Rhin, l'indice excluant les composantes énergie, tabac et produits alimentaires a progressé de 2 % en août 2007 contre 0,9 % en novembre 2006 tandis que ce même taux d'inflation restait stable dans les autres grands pays de la zone euro. Au total, pour l'ensemble de zone, l'inflation sous-jacente s'élevait à 1,9 % en août dernier contre 1,5 % en novembre 2006. Toutefois, l'effet lié à la TVA allemande se dissipera progressivement réduisant l'inflation sous-jacente de 0,5 point en Allemagne entre le second semestre 2007 et la fin 2008. Sachant par ailleurs que la France a repoussé l'idée de l'instauration d'une même TVA sociale, les craintes sur une accélération de l'inflation liée à des hausses de fiscalité indirecte devraient être levées.

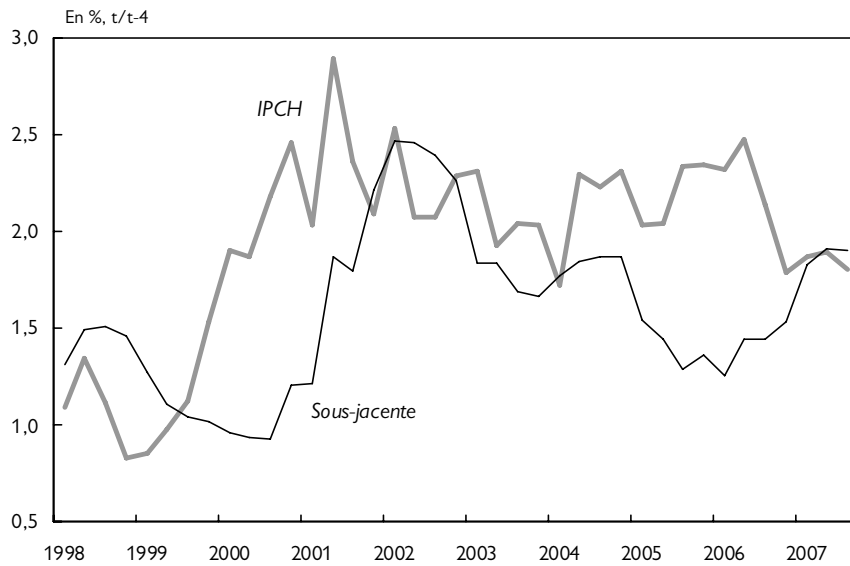
Malgré la poursuite de la baisse du chômage qui s'est établi à 6,9 % en juillet, aucune pression sur les salaires n'apparaît. La progression des rémunérations accompagne celle des gains de productivité évitant tout dérapage des coûts unitaires. Nos prévisions de croissance du PIB permettront la poursuite de la baisse du taux de chômage, prévu à 6,5 % à la fin 2008. Il se rapprocherait alors progressivement du NAIRU (Non-accelerating Inflation rate of Unemployment) estimé à 6,5 % lors de notre prévision d'avril¹. Les risques de tensions inflationnistes liées à l'évolution de la croissance et à la situation du marché du travail seraient donc limités en 2008.

Dans un contexte toujours marqué par l'insertion croissante des pays à bas salaires dans le commerce mondial, la mondialisation continuerait d'apporter une contribution à la désinflation. Le phénomène serait accru dans la zone euro du fait de l'appréciation de l'euro. Le mouvement est certes avant tout lié à la baisse du dollar mais il n'en demeure pas moins que l'euro assume une large part de l'ajustement. Depuis janvier 2006, son appréciation est de plus de 15 % vis-à-vis du dollar ou du yen (graphique 4). Elle atteint près de 13 % par rapport au dollar de Taïwan et un peu plus de 7 % contre le won coréen et le yuan. Rares sont les monnaies, comme la livre sterling, à s'apprécier à peu près dans les mêmes proportions que l'euro sur la période récente. De telles évolutions réduisent le coût des produits importés et favorisent par ce biais la désinflation.

1. Voir « NAIRU en zone heureuse » page 227-234 dans la Revue de l'OFCE d'avril 2007.

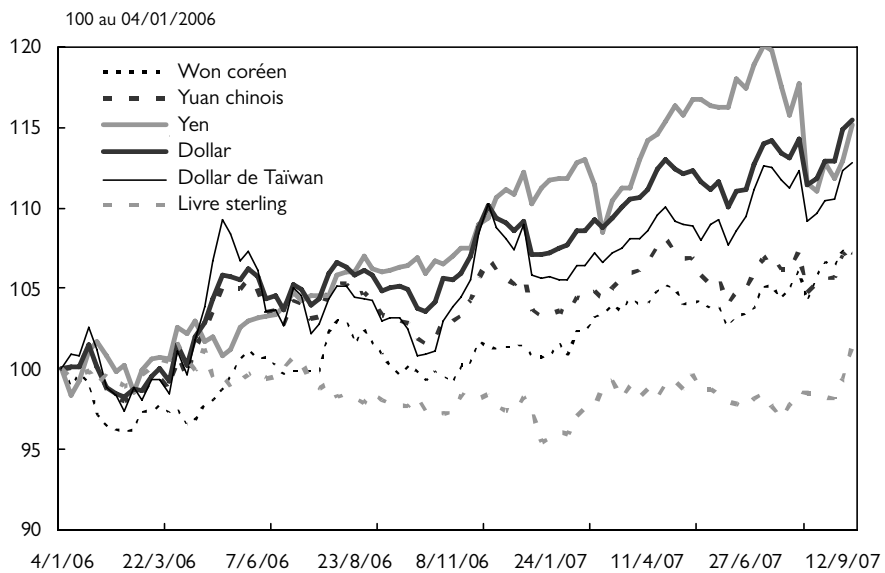
■ Département analyse et prévision

3. Inflation (IPCH) et inflation sous-jacente en Europe



Source : Eurostat.

4. L'euro par rapport à quelques devises clés

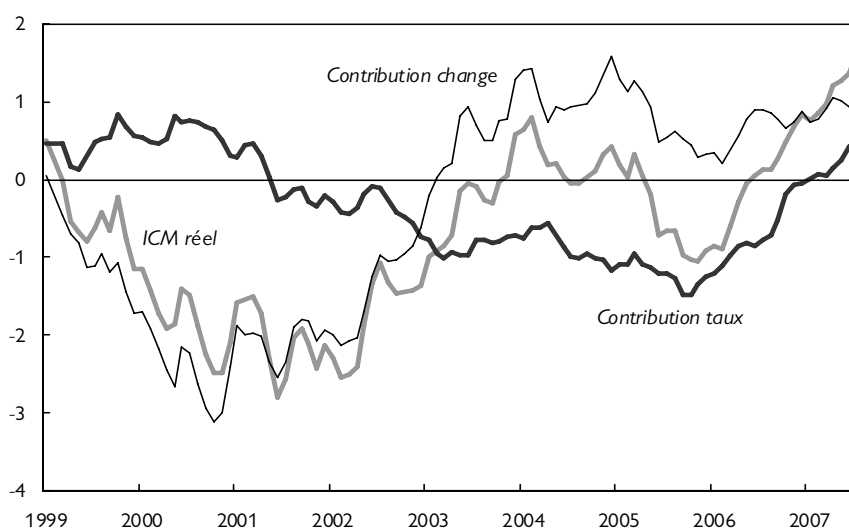


Source : Datastream.

La phase de resserrement monétaire qui s'est poursuivie en 2007 avec deux nouvelles hausses des taux de 25 points de base en mars et en juin, et la hausse de l'euro font que les conditions monétaires au sein de la zone euro n'auront jamais été aussi restrictives depuis le lancement de la monnaie unique européenne (graphique 5). Elles pourraient se durcir à nouveau avec le maintien des taux directeurs de la BCE et l'envolée de l'euro. C'est le scénario que nous envisageons pour le début de l'année 2008.

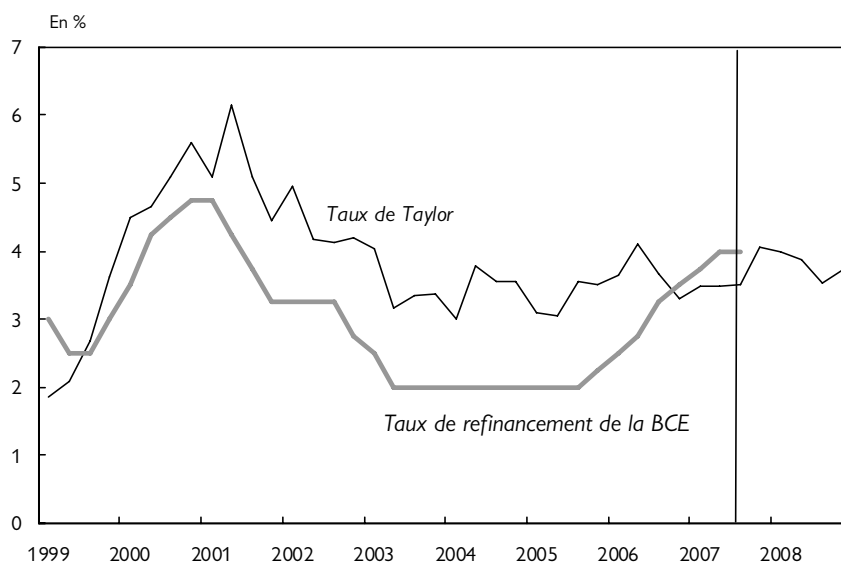
L'incertitude qui pèse sur l'issue de la crise annihile les velléités de la BCE qui avait enclenché l'arme monétaire et attendait de bénéficier d'une fenêtre de tir favorable pour procéder à une dernière offensive. Toute hausse reviendrait aujourd'hui à jeter de l'huile sur le feu. L'institut de Francfort ne prendra pas un tel risque et préférera, dans un premier temps, maintenir son taux à 4 %, justifiant de risques d'inflation en hausse dans un contexte conjoncturel encore favorable. Avec le changement de régime opéré par la Réserve fédérale, le décalage des politiques monétaires s'accélère entre la zone euro et les États-Unis. L'évolution des rendements relatifs et des performances de croissance pousseront inévitablement l'euro vers de nouveaux sommets. Il pourrait atteindre 1,50 dollar au deuxième trimestre 2008. Le recul de l'inflation sur la fin de l'année 2008 et la hausse de l'euro finiraient par convaincre la BCE d'infléchir sa politique monétaire. Elle porterait son principal taux de refinancement à 3,75 % en fin d'année 2008. La politique monétaire se rapprocherait ainsi de celle qui serait issue d'une règle de Taylor (graphique 6).

5. Indice des conditions monétaires en zone euro *



* L'ICM est calculé à partir du taux de change effectif réel et des taux d'intérêt de court et de long terme.
Sources : FMI, OCDE, calculs et prévision OFCE octobre 2007.

6. Règle de Taylor pour la zone euro *



* La règle est définie sur la base des coefficients calibrés par Taylor pour les États-Unis.
Sources: BCE, calculs et prévision OFCE octobre 2007.

Royaume-Uni: crise de confiance

La conduite de la politique monétaire s'est singulièrement compliquée au Royaume-Uni en 2007. Jusqu'à la fin juillet, la question principale était de savoir si la hausse passée des taux d'intérêt suffirait à freiner l'activité et à maintenir l'inflation proche de la cible de la politique monétaire, 2 % en termes d'IPCH. Le Comité de politique monétaire (CPM) avait porté le taux directeur à 5,75 % début juillet, soit une hausse cumulée de 100 points de base en un an, par pas de 0,25 point (en août et novembre 2006, puis en janvier, mai et juillet 2007).

Le gouverneur de la Banque d'Angleterre avait dû faire face en mars à une situation inédite depuis la mise en place d'une cible d'inflation et la création d'un CPM indépendant en 1997. L'inflation avait franchi en février 3 %, le haut de la fourchette de la cible. Ceci, conformément aux textes qui régissent la politique monétaire britannique, avait déclenché l'envoi immédiat par le gouverneur d'une lettre ouverte au chancelier de l'Échiquier, expliquant les raisons pour lesquelles le mandat donné à la Banque en terme de cible d'inflation n'était pas respecté, et les mesures prises pour y remédier. L'inflation avait accéléré en un an de 1,8 % à 3,1 % en partie sous l'effet de hausses

des prix de l'énergie, dont on savait qu'elles étaient temporaires. Effectivement, l'inflation a ensuite rapidement ralenti et n'était plus que de 1,9 % en août.

Quinze ans de croissance ininterrompue, une économie proche du plein emploi avec un taux de chômage voisin de 5,5 % depuis 2000, n'ont pas conduit à la montée de tensions inflationnistes sur les marchés des biens et du travail. Sur les marchés des biens, l'inflation est freinée par le maintien d'un taux de change élevé de la livre et l'importation de produits industriels à bas coût. Sur le marché du travail, la progression des salaires est restée modérée: 3,5 % sur un an au deuxième trimestre 2007 en termes nominaux, tandis que la productivité était en hausse de 2,7 %. L'afflux de main-d'œuvre en provenance des nouveaux pays membres de l'Union européenne (UE) depuis l'élargissement de 2004 a contribué à réduire les tensions sur le marché du travail britannique, à la fois en termes d'offre de travail et de niveau de salaires.

Un risque monte cependant inexorablement depuis le milieu des années 1990: celui d'une bulle immobilière et de son possible éclatement. Les prix de l'immobilier ont augmenté d'environ 250 % en douze ans et sont à des niveaux historiquement élevés. Cette hausse a largement reposé sur des facteurs structurels d'insuffisance de l'offre, qui suggèrent qu'un retournement brutal à la baisse est peu probable à court terme. Néanmoins, les ménages sont désormais plus sensibles à une hausse des taux d'intérêt: leur taux d'endettement approche 160 % du revenu au lieu de 100 % en 1995. Ce taux d'endettement ne pose jusqu'ici pas problème au regard de la richesse nette des ménages, qui est passée dans le même temps de 550 % à 800 % du revenu, là aussi un niveau exceptionnellement élevé. Le poids des charges de remboursement d'intérêt des ménages a cependant commencé à s'alourdir, même s'il reste bien en deçà de son point haut de la fin des années 1980 et le resterait selon notre scénario de taux d'intérêt. La montée du poids des charges d'intérêt est par ailleurs en partie compensée par des intérêts reçus plus élevés. Le taux d'épargne des ménages est cependant historiquement faible, à 3 % au deuxième trimestre 2007 et c'est là que se trouve le principal élément de vulnérabilité des ménages en cas de hausse des taux d'intérêt.

Un risque nouveau s'est ajouté cet été: celui d'une crise bancaire. Alors que la Banque d'Angleterre maintenait son taux de base inchangé à 5,75 %, le taux du marché interbancaire à trois mois a augmenté de 90 points de base entre le début du mois d'août et le 12 septembre, où il a atteint 6,9 % (graphique 7). L'annonce, le 14 septembre, de la crise de la Northern Rock a conduit à des retraits massifs de dépôts et le chancelier de l'Échiquier a annoncé, pour enrayer cette crise de confiance, que l'ensemble des dépôts auprès de la Northern Rock serait garanti par l'État. Au moment où nous achevons notre prévision, le taux du marché interbancaire à trois mois est revenu à 6,3 %, et la

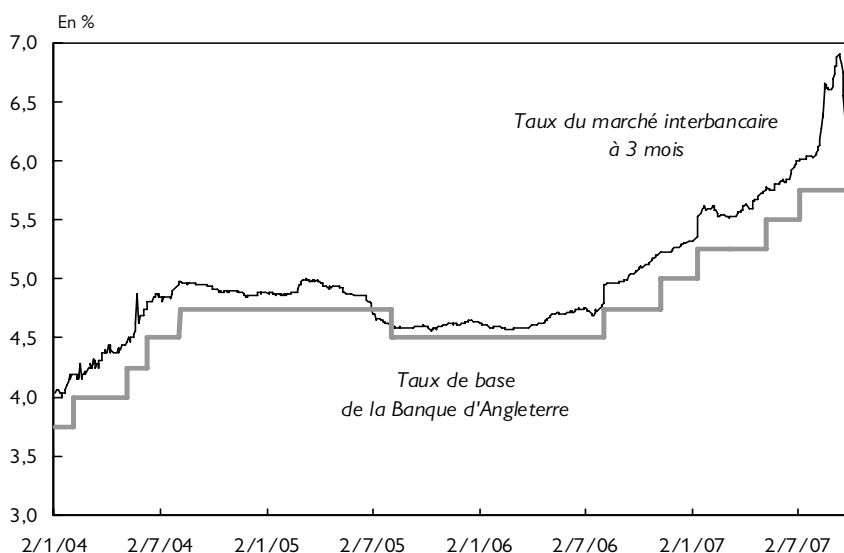
■ Département analyse et prévision

crise semble ne pas s'étendre à d'autres établissements. Les indicateurs conjoncturels restent orientés favorablement, et nous n'avons pas retenu l'hypothèse d'un scénario catastrophe où la crise de liquidités serait durable et aurait un impact macroéconomique notable.

La politique monétaire peut être jugée restrictive en ce début d'automne au regard d'une règle de Taylor: avec une constante de 2,75 %, supposée refléter le taux d'intérêt réel d'équilibre, une inflation de 2 %, égale à la cible de la politique monétaire, et un écart de production à peine négatif selon les estimations du gouvernement, le taux neutre serait proche de 4,5 %. Nous faisons l'hypothèse que la Banque d'Angleterre abaissera son taux directeur de 0,75 point de la fin 2007 à la fin 2008, constatant le maintien de l'inflation à un niveau proche de 2 % et le ralentissement de la croissance.

La livre sterling a atteint cet été des niveaux record par rapport au dollar américain, franchissant le seuil de 1 livre pour 2 dollars (soit une hausse de 15 % par rapport au début 2006), niveau jamais atteint depuis l'été 1992, juste avant la sortie de la livre du système monétaire européen. La devise britannique s'est légèrement appréciée par rapport à l'euro et est aussi élevée qu'elle l'était à l'été 1992 par rapport au panier de monnaies qui constituent l'euro aujourd'hui: la livre vaut près de 1,5 euro, soit l'équivalent de 3 deutschemarks, niveau jugé insoutenable en 1992. Le taux de change effectif réel de la livre est au plus haut depuis plus de trente ans.

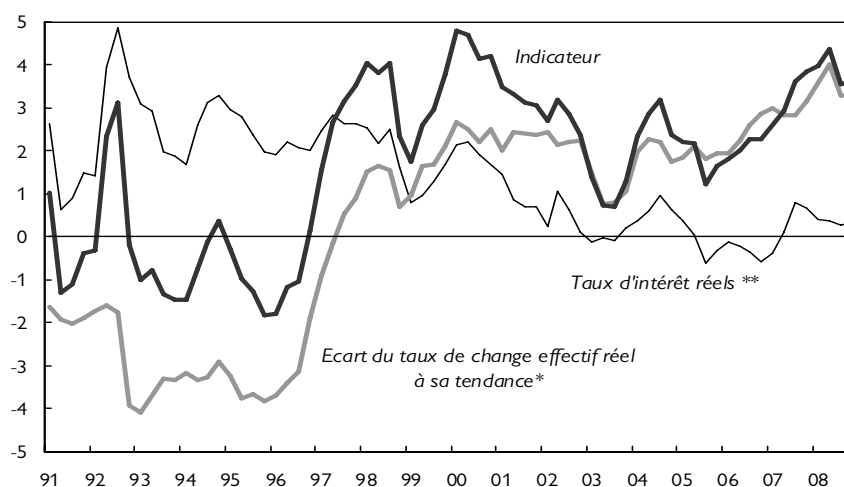
7. Taux d'intérêt à court terme au Royaume-Uni



Source : Banque d'Angleterre.

Au total, les conditions monétaires resteraient restrictives d'ici la fin 2008, surtout pour leur composante externe (graphique 8). Le taux de change effectif réel s'apprécierait jusqu'à la mi-2008 et baisserait ensuite. La baisse des taux d'intérêt réels contribuerait à assouplir les conditions monétaires sur l'ensemble de la période.

8. Indice des conditions monétaires au Royaume-Uni



* 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 octobre 2007.

États-Unis: une nouvelle ère monétaire commence

Si au premier semestre 2007, on savait la fin des hausses de taux proche aux États-Unis, un biais haussier dans les anticipations subsistait à la veille des réunions du *Federal Open Market Committee* (FOMC). Malgré la crise immobilière depuis le début de 2006 et le ralentissement de la croissance, la consommation des ménages restait ferme et l'inflation, sensiblement supérieure à 2 %. La crise financière du mois d'août a renversé les anticipations. La Réserve fédérale doit désormais prévenir un risque de récession dont elle ne soupçonnait pas la vigueur et retrouver les rênes de la politique monétaire, aujourd'hui entre les mains des marchés. La tâche de Ben Bernanke n'est pas aisée, pris en étau entre la hausse des défauts de paiements des ménages qui va persister en 2008 du fait des *resets*² de taux aussi élevés qu'en 2007,

2. Ce sont les réactualisations de taux dès lors que les ménages qui ont contracté des prêts ayant des taux extrêmement bas en début de période, arrivent au terme de cette période. La normalisation des taux d'intérêt peut faire varier les mensualités de 30 % voire 50 %.

■ Département analyse et prévision

une offre de crédits contrainte par la crispation des marchés financiers et un risque croissant d'entrée en récession. L'art de Ben Bernanke devra être à la fois d'éviter un ajustement trop violent de l'économie et de laisser le marché corriger lui-même ses propres excès passés.

Depuis le déclenchement de la crise financière de cet été, la Réserve fédérale a pris le parti de la prudence et de l'efficacité. Soucieuse jusqu'au début de l'été de ne pas donner prise aux risques inflationnistes qu'elle considérait comme tangibles, elle a maintenu le doute sur une éventuelle et ultime hausse de son taux directeur. Depuis, elle demeure vigilante quant au risque inflationniste qu'elle considère toujours comme réel, même si son poids est désormais minime dans sa prise de décision. Mais cette prudence ne signifie pas laxisme. Pour ne pas exacerber la crise de liquidités, la Réserve fédérale, comme la BCE, ont massivement injecté depuis le 9 août des facilités de refinancement sur les marchés monétaires. Puis le 17 août, face à de nouvelles perturbations sur les marchés financiers, la Réserve fédérale s'est décidée à desserrer son taux d'escompte de 0,5 point à 5,75 %. Elle a autorisé également le renouvellement des refinancements, le rallongement de la durée des termes de financement jusqu'à 30 jours et élargi la gamme d'actifs laissés en dépôts (actifs hypothécaires, ...).

Enfin, lors de sa réunion du 18 septembre, le FOMC a décidé d'une baisse de 0,5 point du taux objectif des *fed funds* et du taux d'escompte, maintenant le différentiel de taux à 0,5 point. Cette baisse marque la fin du cycle de resserrement monétaire et l'entrée dans une nouvelle phase.

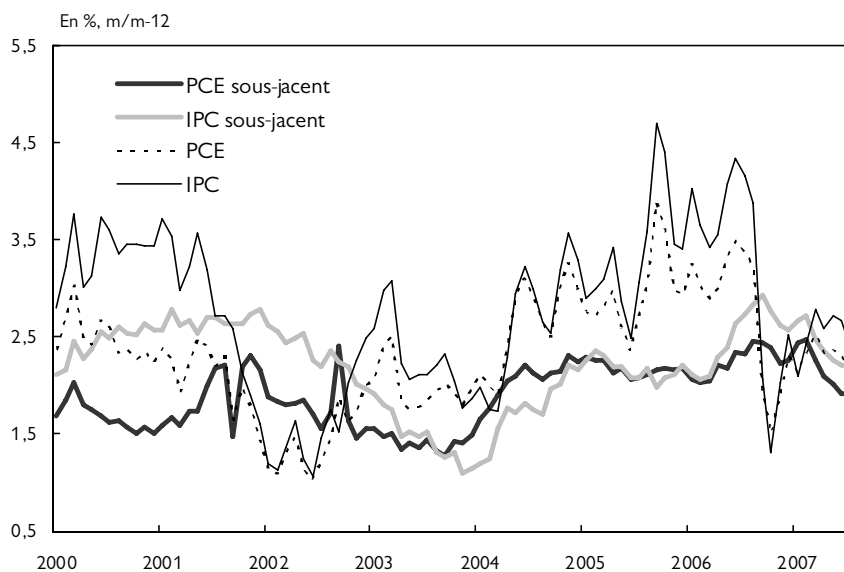
Il faut dire que les risques désormais sont clairement ceux d'un enchaînement récessif de l'économie, sur fond de crise de liquidité et de *credit crunch*, entraîné par la crise immobilière. À l'exception de ceux liés au marché du travail, les indicateurs conjoncturels se sont nettement dégradés ces dernières semaines. Ce qui pouvait être pris comme un épiphénomène en août est désormais perçu comme une crise bancaire, avec un fort potentiel systémique. L'heure est davantage à éviter le chaos en contrôlant l'impact des dysfonctionnements financiers sur l'activité, qu'à se préoccuper de la persistance des risques inflationnistes, comme cela était encore souligné dans le dernier rapport du FOMC.

En effet, le risque inflationniste ne paraît désormais plus de mise. L'indice des prix à la consommation (IPC) a progressé de 1,9 % sur un an en août après un pic à 2,8 % en mars, et l'indice des prix des dépenses de consommation des ménages (PCE), associé au déflateur de la consommation, de 1,8 %, après un pic à 2,5 % (graphique 9). Si la contribution du prix des produits pétroliers à l'inflation reste globalement positive, elle est moins élevée que l'année dernière à la même époque, et l'on peut supposer que les tensions sur le marché pétrolier s'apaiseront avec le ralentissement de la demande mondiale en 2008.

Hors prix des produits pétroliers et alimentaires, les deux indicateurs ont également ralenti à respectivement 2,1 % et 1,8 %. L'inflation sous-jacente bénéficie du ralentissement de 0,8 point du prix des loyers (graphique 10) entre janvier et août 2007: 1 point de baisse des loyers fait baisser l'IPC core de 0,42 point. Cet effet devrait continuer à jouer en 2008, au moins tant que les prix des ventes de logements ne se seront pas stabilisés.

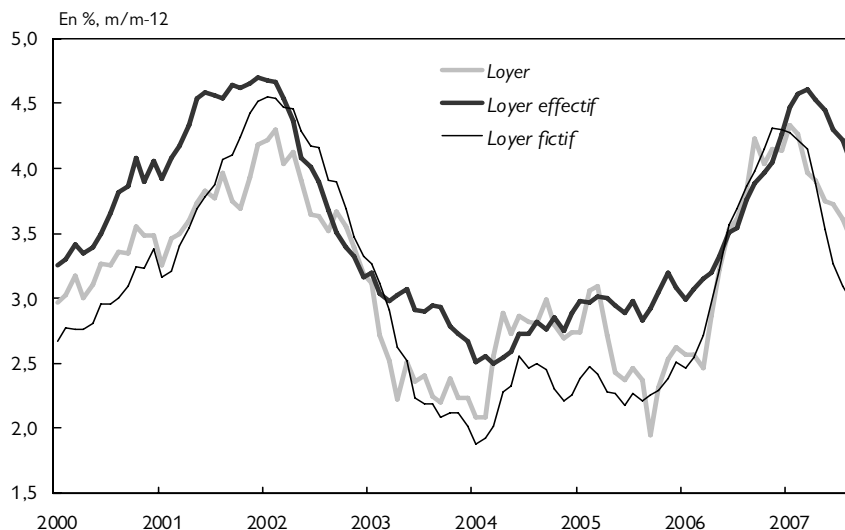
Du côté des coûts de production, les coûts salariaux unitaires dans les entreprises ont pâti du net ralentissement des gains de productivité depuis fin 2006. Ils se sont accélérés sans que l'ajustement sur l'emploi ne soit véritablement engagé. Le taux de chômage reste bas et les créations d'emplois sont encore relativement élevées. Cela pourrait effectivement donner quelques arguments à la Réserve fédérale pour freiner la baisse des taux d'intérêt mais il est probable que l'approfondissement du retournement conjoncturel en cours, lié à la crise financière, l'emportera dans sa prise de décision.

9. Inflation aux États-Unis



Source: BEA.

10. Composante logement de l'IPC aux États-Unis

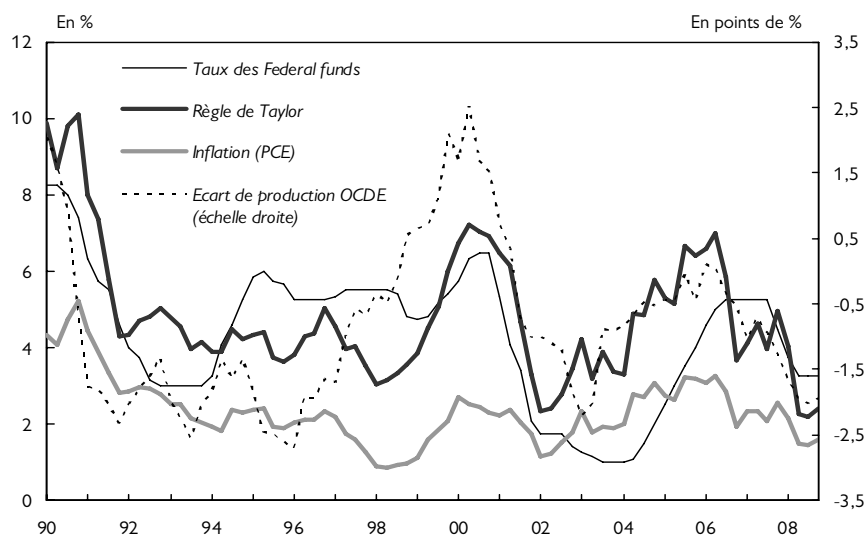


Source: BEA.

Compte tenu de nos hypothèses de croissance et d'inflation, le taux d'intérêt issu d'une règle de Taylor et qui permettrait de ramener l'inflation vers sa cible de 2 % et le PIB, vers son niveau potentiel, devrait baisser de 2 points jusqu'au début de 2008 puis se stabiliser (graphique 11). C'est ce que nous inscrivons dans nos prévisions de taux. Nous ne pensons pas que la Réserve fédérale aille au-delà de ce que suggère la règle, c'est-à-dire au-delà de ce que le retournement de l'économie nécessite pour empêcher les ajustements en cours. Elle ne devrait pas se substituer aux marchés pour absorber les pertes, ni resolvabiliser les ménages trop fragiles. Le gouverneur Bernanke ne devrait pas renouveler l'expansionnisme monétaire de son prédécesseur qui avait permis de financer le dernier cycle de croissance à crédit, de nourrir une bulle et d'encourager la prise de risque par les acteurs financiers. La dette des ménages est passée de 98 % du revenu disponible début 2000 à 136,5 % début 2007, exclusivement sous le poids de la dette hypothécaire, et surtout cette dette est allée de pair avec une montée des risques de défaut pour une partie importante de la population.

Dès que la confiance sera revenue sur les marchés financiers et que les primes de risque se seront dégonflées, la baisse du taux directeur devrait se transmettre directement aux marchés monétaires et assouplir l'accès aux crédits par les banques. En s'ajoutant à celle de 0,5 point en septembre, la baisse de 1,5 point des taux des *Fed funds* et des taux à trois mois que nous prévoyons d'ici au premier trimestre 2008, devrait se répercuter rapidement sur les charges financières des

11. Règle de Taylor pour les États-Unis



Sources : Réserve fédérale, BLS, OCDE, calculs OFCE.

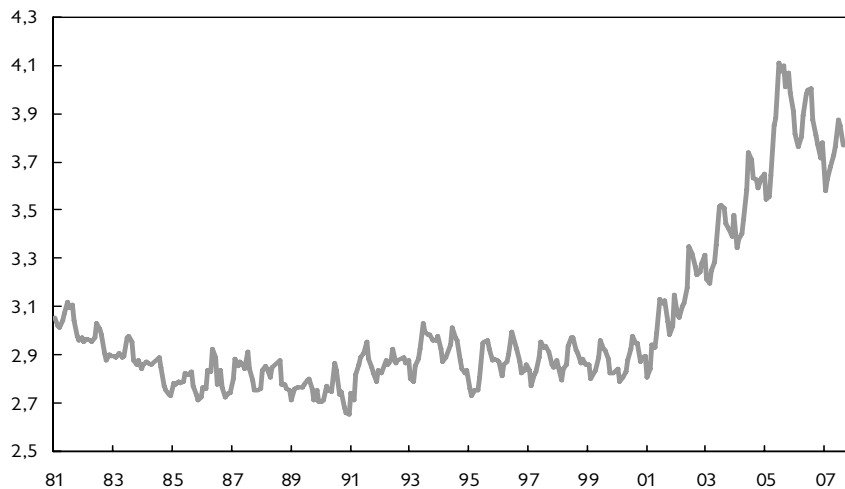
ménages, notamment ceux ayant recouru aux prêts exotiques (prêts non traditionnels et *subprimes*) et qui sont endettés à taux variables. La baisse des taux devrait donc les aider sensiblement. Pour autant, l'ajustement sur le marché de l'immobilier n'est pas fini. Retrouver une demande solvable prendra du temps. Actuellement, les prix restent encore très élevés au regard du revenu des ménages (graphique 12) et les banques devraient être beaucoup plus sélectives dans leur attribution de prêts.

En matière de taux de change, le dollar a continué à se déprécier tout au long de l'année, poursuivant sa tendance commencée en 2002 et interrompue en 2005 (graphique 13). Au total, la devise américaine a perdu 6,6 % de sa valeur par rapport à l'euro et 2,4 % par rapport à la livre sterling depuis janvier 2007 soit respectivement 36,5 % et 28,3 % depuis janvier 2002. Tirée vers le bas en grande partie à cause du déséquilibre extérieur croissant (graphique 14), la monnaie américaine peine désormais à attirer des capitaux alors que le ralentissement conjoncturel se durcit en 2007 et que le resserrement monétaire est arrivé à son terme. Le décalage conjoncturel bénéficie à la zone euro qui offre des perspectives de rendements supérieurs à l'horizon de la mi-2008. Néanmoins, l'amélioration des gains de parts de marché à l'exportation observée en 2007 et liée à la baisse de 20 % du taux de change réel effective sur les sept dernières années, ainsi que le repli conjoncturel devraient finir par mordre sur les déséquilibres externes

■ Département analyse et prévision

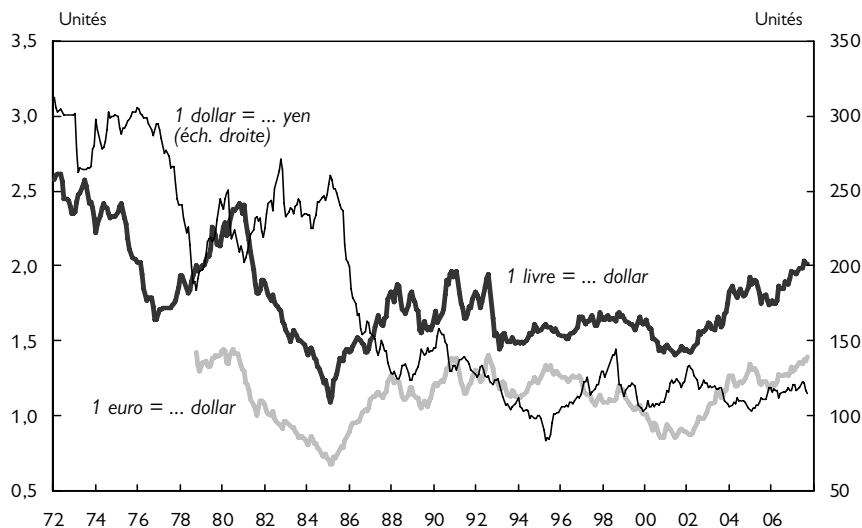
et réduire les besoins de financement. L'amélioration du solde courant américain et la stabilisation des taux d'intérêt à la différence des taux de la zone euro qui tendraient à baisser jouerait alors positivement sur l'évolution du dollar. Celui-ci, après être passé à 1,50 dollar pour 1 euro se réapprécierait légèrement jusqu'à 1,4 dollar pour 1 euro.

12. Prix médian/revenu médian d'une famille pour l'achat d'un logement ancien



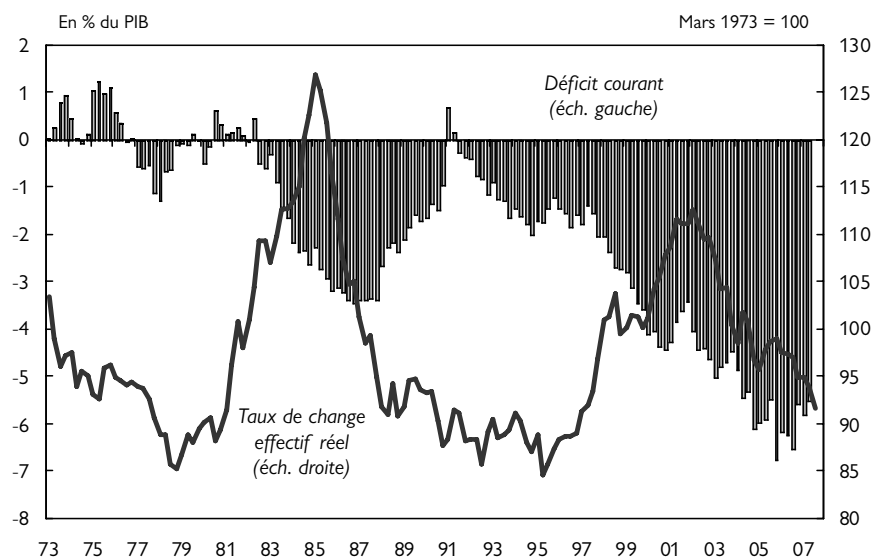
Source : National of Realtors Builders.

13. Taux de change bilatéraux du dollar



Source : Datastream.

14. Taux de change effectif réel et déficit courant aux États-Unis



Source : Federal Reserve Board.

Japon: en attendant des jours meilleurs

Sorti temporairement de la déflation en 2006, le Japon connaît de nouveau une évolution négative de l'indice des prix à la consommation (IPC) depuis février 2007 (- 0,1 % en août), comme nous l'avions anticipé lors de la précédente prévision. La contribution à l'IPC des prix de l'énergie est passée de 0,5 point en moyenne en 2006 à 0,2 point depuis mars 2007. L'indice sous-jacent continue de baisser, bien qu'à des rythmes de plus en plus faibles: la baisse était de 0,9 % au quatrième trimestre 2005 et est revenue à - 0,3 % au deuxième trimestre 2006. L'amélioration sur le marché de l'emploi devrait tirer les salaires vers le haut, mais les nouvelles recrues sont pour la plupart embauchées sur des contrats précaires, moins bien rémunérés. D'autre part, la structure démographique joue défavorablement sur les salaires: la tranche d'âge des *baby-boomers*, actuellement la mieux rémunérée, commence à partir à la retraite, entraînant un rajeunissement de la population active et donc une baisse du salaire moyen. Nous anticipons cependant la poursuite de la baisse du chômage qui retrouverait un niveau proche de celui qui prévalait avant la crise, entraînant le redressement de l'inflation sous-jacente qui redeviendrait positive vers la mi-2008.

■ Département analyse et prévision

Le gouverneur de la Banque du Japon, Toshihiko Fukui, a déclaré qu'il jugeait encore très souple la politique monétaire dans l'Archipel, et qu'une hausse des taux pourrait avoir lieu même si les prix restaient temporairement en territoire négatif. Mais la performance décevante de la croissance au 2^e trimestre 2007 ainsi que la baisse des taux d'un demi de point de la Réserve fédérale le 18 septembre dernier ont freiné les velléités restrictives de la Banque du Japon : les taux d'intérêt ont été maintenus inchangés à 0,5 % lors de la dernière réunion de politique monétaire. Étant donné l'environnement international hautement incertain, la crise de liquidité sur les marchés monétaires en août et la récente appréciation du yen suite au débouclage des opérations de *yen carry trade*, une hausse des taux n'est pas encore d'actualité. Nous anticipons qu'une hausse des taux de 0,25 point aura lieu au deuxième trimestre 2008 avec le retour de l'inflation en territoire positif et la fin des turbulences sur les marchés financiers.

Malgré sa récente appréciation, la monnaie nippone enregistrait en août une baisse de 13 % en taux de change effectif depuis début 2005. Cependant, bien que les écarts de taux d'intérêt continueront à justifier la rentabilité des opérations de *carry trade*, la tendance baissière devrait s'interrompre. En effet, l'important excédent courant japonais soutiendra le yen tandis que le ralentissement de l'économie américaine pèsera sur le dollar. L'appréciation du yen sera sans doute contenue par des interventions de la Banque du Japon, afin d'éviter toute pression déflationniste supplémentaire. Ainsi, la monnaie nippone pourrait revenir autour de 110 yen pour un dollar mi-2008, une évolution compensée en taux de change effectif par la hausse de l'euro et du yuan.