

POLITIQUES MONÉTAIRES: LE GRAND ÉCART *

Département analyse et prévision de l'OFCE

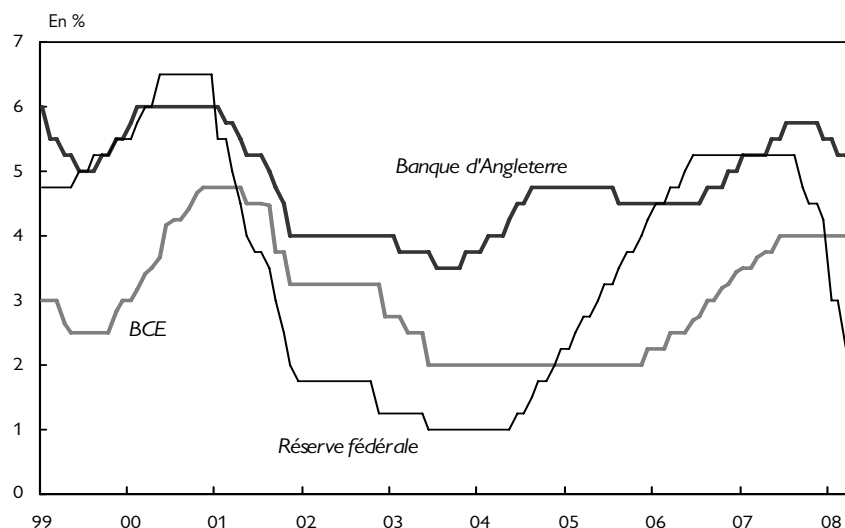
Les banques centrales sont dans une position délicate face à une crise financière de grande ampleur, car elles doivent composer avec un regain de l'inflation résultant essentiellement de la flambée du pétrole et des produits alimentaires. Les réponses apportées par la Réserve fédérale, la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre ont jusqu'ici été conditionnées par leur analyse de l'impact de la crise et par les mandats qui leur ont été attribués. Les États-Unis sont logiquement les plus touchés par la crise dont ils sont l'épicentre ce qui justifie la forte réactivité de la Réserve fédérale renforcée par le fait que son objectif est autant la croissance et l'emploi que l'inflation. Les baisses de taux ont été massives, trois points depuis août 2007. Nous anticipons leur stabilisation à 1,75 % à partir de la fin avril 2008. La BCE privilégie de son côté une interprétation stricte de son mandat centré sur l'inflation. Le contexte conjoncturel est en outre plus marqué par l'incertitude que par des signes tangibles de ralentissement. En conséquence, la BCE maintiendrait ses taux à 4 % et ne compenserait pas le resserrement monétaire déguisé qu'a entraîné la forte appréciation de l'euro. La Banque d'Angleterre est dans une situation intermédiaire. Sa stratégie de ciblage de l'inflation lui donne des marges d'appréciation supplémentaires comparativement à la BCE. Les taux directeurs ont été réduits trois fois de 0,25 point depuis août 2007, s'établissant à 5 % en avril. Le niveau actuel des taux directeurs laisse des marges de manœuvre au Conseil de politique monétaire pour assouplir sa politique si la crise bancaire continuait à prendre de l'ampleur. Enfin, le Japon maintient son positionnement spécifique avec un taux d'intérêt à 0,5 % et un taux d'inflation qui vient d'atteindre un pic à seulement 1 %, ce qui masque une tendance déflationniste toujours présente. Le mode de fonctionnement de la politique monétaire s'en trouve profondément modifié ce qui contraindra la Banque du Japon au statu quo.

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

■ Département analyse et prévision

La Réserve fédérale des États-Unis avait déjà marqué les esprits en annonçant le 22 janvier une baisse exceptionnelle de son taux directeur de 0,75 point ; elle a récidivé le 29 janvier avec une baisse de 0,5 point puis le 18 mars avec une nouvelle baisse de 0,75 point. Ces décisions témoignent de la capacité de la Réserve fédérale à réagir rapidement aux évolutions économiques et financières ainsi que sa détermination à tout mettre en œuvre pour éviter que la débâcle financière ne dégénère en récession. Son attitude contraste nettement avec celle de la BCE qui n'est pour l'instant pas décidée à infléchir sa politique monétaire. Jean-Claude Trichet a fait preuve de fermeté à plusieurs reprises, privilégiant systématiquement la lutte contre les risques d'inflation. Ce faisant, le décalage s'accroît entre les deux banques centrales puisque les taux directeurs sont de 2,25 % aux États-Unis contre 4 % dans la zone euro (graphique 1). De son côté, la Banque d'Angleterre n'a pas fait preuve d'autant d'activisme que la Réserve fédérale, mais a emboîté le pas des baisses de taux craignant aussi les effets de la crise financière, qui a déjà fait une victime, la Northern Rock, parmi les banques du pays. Le taux directeur a été baissé de 0,25 point en décembre 2007, puis en février et en avril 2008. Enfin, la dérive des prix énergétiques et alimentaires a relancé l'inflation au Japon avec des prix qui augmentaient en rythme annuel de 1 % en février. La progression de l'indice sous-jacent reste négative, témoignant de ce que le Japon n'est pas totalement sorti de la déflation. La Banque du Japon serait, dans ce contexte, contrainte au *statu quo* et maintiendrait son taux directeur à 0,5 %.

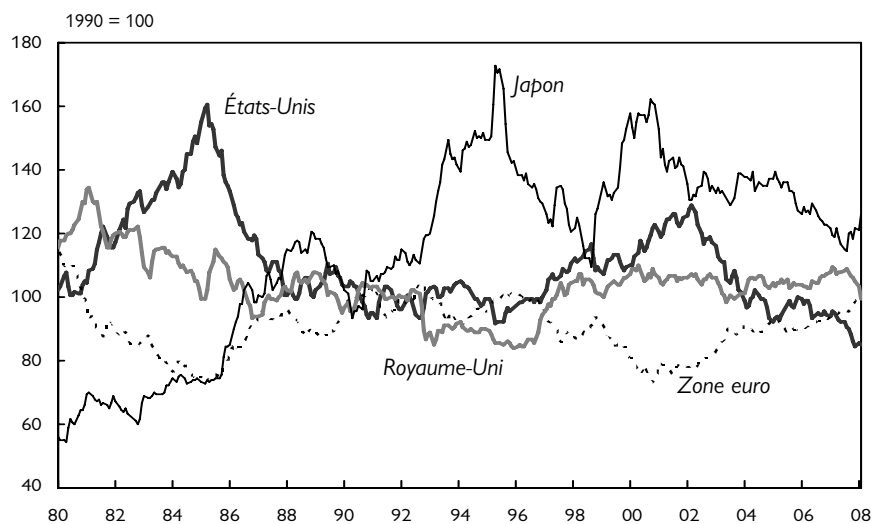
1. Taux directeurs



Source : Banques centrales nationales.

Ce grand écart des politiques monétaires, entre d'une part les États-Unis et le Royaume-Uni, dans une moindre mesure, et d'autre part la zone euro et le Japon, s'est logiquement répercuté sur les taux de change effectifs. Ainsi, depuis le déclenchement de la crise, le dollar a poursuivi sa chute, se dépréciant de 6 % (graphique 2). La baisse de la livre est encore plus nette (8 %) malgré une baisse des taux d'intérêt beaucoup moins prononcée. Inversement, l'euro et le yen se sont appréciés respectivement de 4 et 10 %.

2. Taux de change effectifs nominaux



Source: FMI.

États-Unis : la Réserve fédérale monte au front

La Réserve fédérale, dont la mission officielle est de préserver la croissance et l'emploi dans un contexte de stabilité des prix à moyen terme, vise clairement à éviter un ajustement trop violent de l'économie par une politique offensive de baisse des taux. Pour être efficace, elle doit cependant faire en sorte que les taux retrouvent leur rôle pivot auprès des agents et donc que les problèmes de liquidité soient levés. Or depuis le mois d'août, les pressions sur les marchés financiers sont restées vives. Les mauvaises nouvelles concernant les résultats des banques se sont succédées, confirmant les craintes des marchés financiers que la crise ne soit pas finie. Le rachat *in extremis* de la banque d'investissement Bear Stearn, fin février par la JP Morgan, ne fait que rappeler que les pertes engendrées par la crise des *subprime* exposent les banques au risque de faillite, et donc de défaut de

■ Département analyse et prévision

paiement. Dès lors, la crise de liquidité demeure forte et la Réserve fédérale ne cesse d'intervenir sur le marché interbancaire pour contrer les effets de cette défiance.

Un marché sous perfusion...

Depuis août dernier, la Réserve fédérale fait preuve d'une réactivité exemplaire pour prévenir le risque d'une entrée en récession de l'économie américaine et, à très court terme, contrer les effets de la crise de liquidité qui empêche le refinancement des banques sur le marché interbancaire et peut générer une raréfaction des crédits distribués.

Entre septembre 2007 et mars 2008, le taux des *fed funds* est passé de 5,25 % à 2,25 %. Après une baisse de 0,5 point de pourcentage le 18 septembre 2007, il a été réduit à 0,25 point le 31 octobre puis le 12 décembre. Depuis décembre, la forte dégradation des indicateurs conjoncturels a mis en avant le risque d'une entrée en récession dès le début d'année. La Réserve fédérale a alors réagi en abaissant de façon inattendue de 0,75 point son taux objectif le 22 janvier, suivie d'une autre baisse de 0,5 point le 30 janvier lors de la rencontre du FOMC (Federal Open Market Committee). Les inquiétudes restent présentes et la Réserve fédérale a encore, le 18 mars dernier, lors de son meeting, décidé d'une nouvelle baisse de 0,75 point à 2,25 %. L'accélération récente du rythme de baisse des taux rappelle l'intensité du relâchement qui avait prévalu en 2001. Si l'on met en regard les baisses de taux avec les points de retournements cycliques datés par le NBER, il apparaît que la baisse du taux des *feds funds* avait été concomitante avec le retournement du PIB lors de la récession de 1990 (daté de juillet 1990 pour un resserrement intervenu à la même date) et de 2001 (daté de mars 2001 pour un resserrement intervenu en janvier 2001). En intervenant dès le mois de septembre 2007, la Réserve fédérale a été particulièrement réactive, anticipant les risques que faisait courir la crise des *subprime* sur l'économie réelle.

Si la baisse du taux directeur de référence vise à contrer les effets du ralentissement conjoncturel, la gestion de la crise de liquidités interbancaires implique l'utilisation d'autres outils. Dans le cadre de ses interventions régulières sur l'*open market* et des facilités de refinancement, la Réserve fédérale a dû ajuster les termes de ses opérations. Depuis le mois d'août, elle a élargi la gamme des titres qu'elle accepte en dépôt et a allongé la durée de ses crédits. En décembre dernier, elle a également introduit de nouvelles procédures de prêts, sur le modèle des opérations d'escompte (*Term Auction Facility-TAF*). Entre le 17 décembre 2007 et le 21 avril 2008, dix opérations de ce type auront eu lieu portant chacune sur un montant de 20 milliards de dollars en décembre, 30 milliards en janvier et février puis 50 milliards en mars et avril. Ces prêts, d'une durée de vingt-huit jours, restent encore très

en-deçà des offres soumises par les banques. De même, toujours en décembre, des lignes de *swaps* de devises ont été introduites entre la Réserve fédérale et la BCE pour un montant initial de 20 milliards de dollars et la Swiss National Bank pour 4 milliards. Le 11 mars, ces montants ont été relevés à respectivement 30 milliards et 6 milliards et le terme de l'accord, initialement fixé fin mars, a été reporté à fin septembre. Enfin, en plus de relever le montant des *swaps* de devises, la Réserve fédérale a également élargi son programme d'échange de titres (elle accepte d'échanger pour une période donnée des titres de moyenne qualité contre des titres publics) dans le cadre du *Term Securities Lending Facility*, et ce jusqu'à un montant de 200 milliards de dollars.

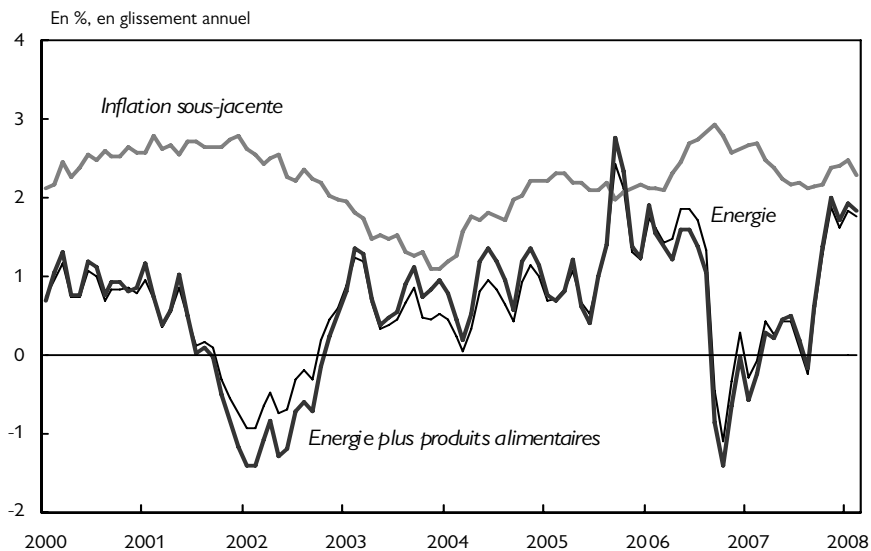
En même temps que le taux objectif sur les *fed funds* baissait, l'écart avec le taux d'escompte (*discount rate*) traditionnellement de 1 point se réduisait afin de faciliter l'accès aux crédits des établissements bancaires éligibles. Il est passé à 0,50 point le 20 août dernier puis à 0,25 point le 18 mars 2008.

... et une économie traitée en profondeur

Au-delà de la crise financière qui pourrait fragiliser davantage encore le secteur bancaire américain et freiner la distribution du crédit, l'économie réelle donne depuis plusieurs mois des signes de récession. La crise sur le marché de l'immobilier n'est pas finie, les prix des logements devraient continuer de baisser pendant toute l'année 2008, et la demande finale intérieure pourrait reculer au premier trimestre. Fin janvier, la Réserve fédérale, qui a revu ses prévisions de croissance à la baisse à 1,3-2 % en 2008 contre 2,5-2,75 % en juillet dernier et 1,8-2,5 % en octobre, a accentué son mouvement de baisse des taux directeurs. Si ces décisions privilégient le soutien à la croissance, elles ne sont pas prises sans une certaine vigilance face à l'accélération de l'inflation.

L'accélération des prix depuis septembre-octobre, dont la hausse a atteint 4,4 % en janvier, s'explique en grande partie par l'augmentation du prix de l'énergie et des matières premières alimentaires (graphique 3). La hausse des prix des produits énergétiques a accéléré depuis novembre et a atteint 20 % sur un an en janvier contre 2,5 % en moyenne sur les neuf premiers mois de l'année 2007. Elle participe à hauteur de 1,3 point à l'inflation récente et explique environ 1 point de l'accélération de l'indice des prix à la consommation (IPC). L'accélération de la hausse des prix des produits alimentaires est plus ancienne. Elle date du début de l'année dernière et demeure nettement moins importante que celle des produits pétroliers. Mais la part des produits alimentaires dans l'IPC n'est pas négligeable (14,9 %) et bien plus élevée que celle des produits pétroliers (9,7 %).

3. Indices des prix à la consommation : sous-jacent, énergie et alimentaire aux États-Unis

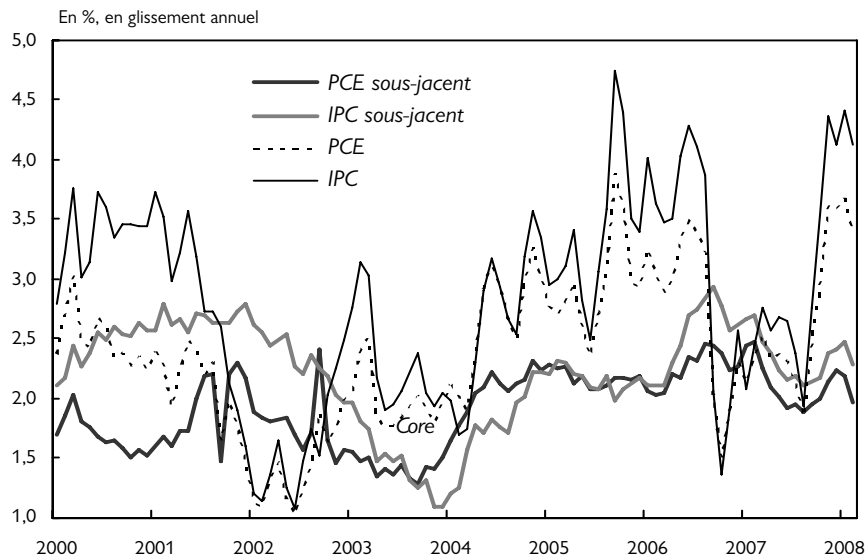


Source : Bureau of economic analysis (BEA).

Hors ces deux composantes, l'inflation sous-jacente, qui avait ralenti sur 2007, a de nouveau accéléré en fin de période pour atteindre 2,5 % sur un an, en janvier après 2,1 % en septembre. Elle est redescendue à 2,3 % en février. Le déflateur des dépenses personnelles de consommation, hors énergie et produits alimentaires, a augmenté un peu moins vite que l'inflation sous-jacente mesurée par les prix de détails (graphique 4). Dans cette situation, les autorités espèrent que le prix du pétrole et des matières premières progressera moins rapidement dans les trimestres à venir et que l'inflation reviendra à des rythmes plus modérés.

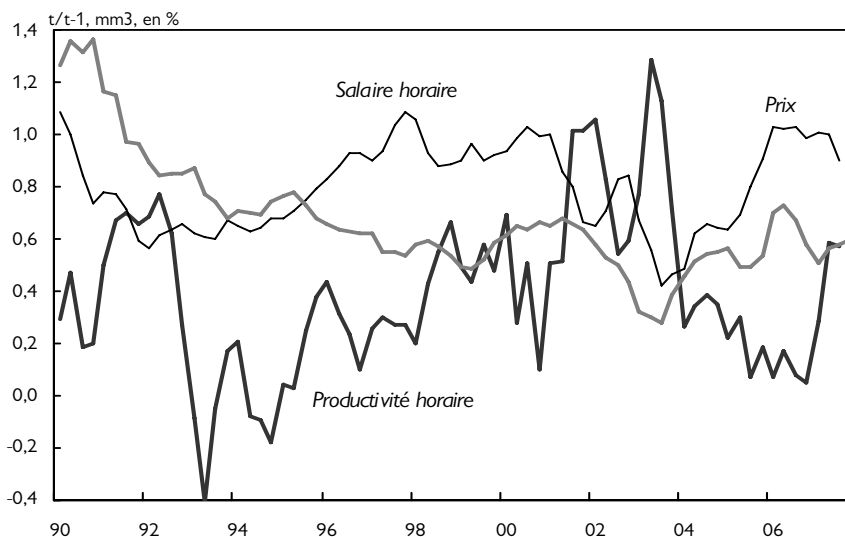
Derrière ces mouvements de hausse de l'inflation, les anticipations à un an, telles qu'elles ressortent des enquêtes de mars auprès des ménages, font état d'une forte révision à la hausse et sont à leur plus haut niveau depuis deux ans. Les anticipations à plus long terme restent par contre quasiment inchangées. Les autres facteurs de hausse semblent sous contrôle, tout au moins pour le moment. Ainsi, les tensions sur le marché des biens et services reflétées par le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie restent modérées. Le taux, qui était voisin de sa moyenne de long terme jusqu'en septembre 2007, baisse depuis octobre, avec un repli plus marqué en février à 80,4 %.

4. Différentes mesures d'inflation aux États-Unis



Du côté des coûts salariaux, l'accélération des salaires nominaux au moment où la productivité plafonne à des rythmes de 2 % l'an tend à renchérir les coûts des entreprises (graphique 5). Mais cette progression est conforme à cette phase du cycle d'activité, d'autant que l'on commence à voir l'impact de la montée du taux de chômage sur les négociations salariales. En hausse de la mi-2003 au début 2006 pour plafonner à des rythmes de 1 % par trimestre jusqu'à la mi-2007, le salaire horaire dans le secteur privé non-agricole progressait au quatrième trimestre à 0,7 % par rapport au trimestre précédent. En même temps, les gains de productivité horaire, très faibles jusqu'en début d'année 2007, se sont fortement accélérés aux deuxième et troisième trimestres avant de retomber à 0 % en fin d'année. Sur un an, la hausse des coûts salariaux nominaux a sensiblement ralenti durant les trois derniers trimestres de 2007, passant de 3,9 % sur un an au début de 2007 à 2 % en fin d'année et la chute de la productivité en fin d'année ne devrait pas remettre en cause cette évolution. Il n'y a donc pour le moment aucun signe d'inflation de second tour, l'inflation finale restant très liée au renchérissement du prix des matières premières.

5. Inflation, salaire et productivité aux États-Unis

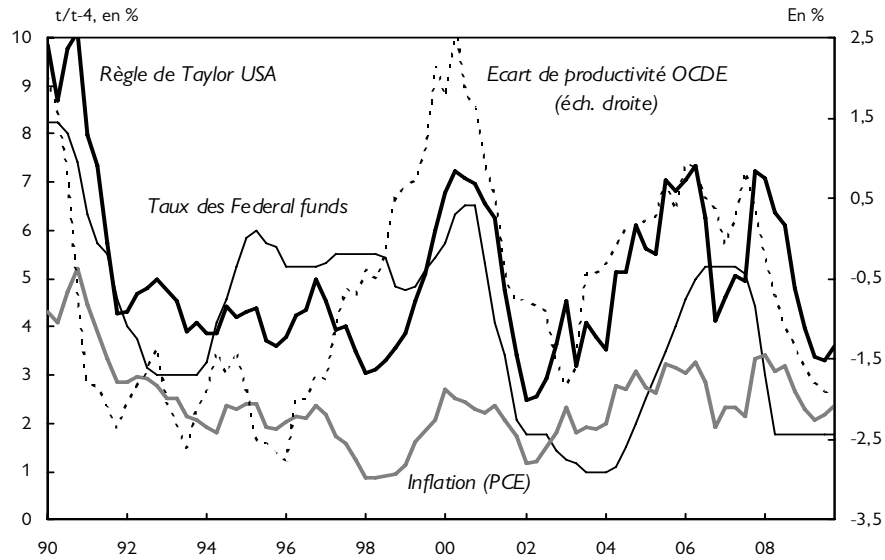


Sources : BLS, BEA.

Si les décisions de baisser le taux objectif de la Réserve fédérale n'ont pas été prises à l'unanimité lors des dernières réunions du FOMC, les prochaines rencontres devraient cependant poursuivre la tendance. Conformément à ce que nous indique une règle de Taylor classique, sur la base de nos hypothèses de croissance et d'inflation mesurée par le déflateur de la consommation, les taux pourraient descendre à 1,75 % lors de la réunion des 29-30 avril et y rester jusqu'à la fin 2009. (graphique 6). L'inflation ralentirait dès le deuxième trimestre 2008, surtout à partir de la fin d'année (2,7 % pour le déflateur de la consommation au quatrième trimestre 2008). On voit bien néanmoins que jusqu'ici, l'accélération des prix, liée à des chocs exogènes, n'a pas été un frein à la baisse des taux. La baisse des taux a davantage accompagné l'écart de production qui s'est amplifié à partir des derniers mois de 2007.

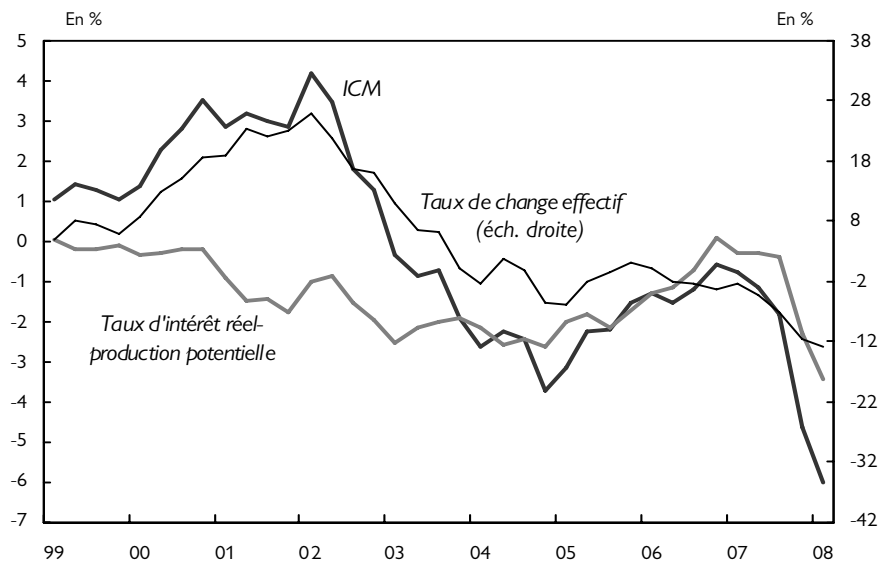
L'évolution des taux d'intérêt réels, à court et à long terme, combinée avec la baisse du dollar vis-à-vis des autres monnaies, crée un environnement monétaire particulièrement favorable à l'économie réelle (graphique 7). En 2001, alors que la politique de taux de la Réserve fédérale avait déjà été très offensive, l'évolution du taux de change créait un contexte globalement restrictif. Au contraire, au premier trimestre 2008, la chute du taux de change effectif réel du dollar de près de 9 % depuis le deuxième trimestre 2007 (et 30 % depuis le début de 2002) explique près de 40 % de la détente des conditions monétaires sur la période.

6. Règle de Taylor pour les États-Unis



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

7. Indicateur de conditions monétaires aux États-Unis



Une hausse de l'indicateur signifie un durcissement des conditions monétaires ; une baisse, un assouplissement.
Sources : Réserve fédérale, BLS, FMI, OCDE, calculs et prévision OFCE avril 2008.

Zone euro : entre le marteau et l'enclume

Le *statu quo* semble être le nouveau credo de la BCE depuis que la crise des crédits hypothécaires à risque l'a contrainte à mettre fin au cycle de hausses de taux entamé en décembre 2005. Dans un contexte marqué par une incertitude grandissante sur les perspectives de croissance et par la résurgence de l'inflation liée à l'envolée des cours des produits alimentaires et du pétrole, la BCE est tiraillée entre sa volonté de lutter contre l'inflation et sa crainte d'attiser les tensions qui subsistent sur le marché interbancaire. Les récentes déclarations des membres du Conseil des gouverneurs témoignent de ce dilemme, Jean-Claude Trichet reconnaissant que l'incertitude pesant sur la croissance est « inhabituellement élevée »¹, tandis qu'Axel Weber, représentant allemand du Conseil des gouverneurs, déclarait² que les anticipations de baisse de taux ne « cadrent pas avec le point de vue d'une banque centrale qui est attachée à la stabilité des prix ». Les dernières prévisions de la BCE, publiées en mars, illustrent cette situation délicate. La croissance du PIB en 2008 est attendue entre 1,3 et 2,1 % contre une fourchette de 1,8 à 2,8 % en juin 2007 avant le déclenchement de la crise. Concernant l'inflation, les anticipations de la BCE pour 2008 sont maintenant comprises entre 2,6 et 3,2 % contre une fourchette de 1,4 à 2,6 % neuf mois auparavant. Le pilotage des taux d'intérêt pour 2008 et 2009 sera donc délicat pour la BCE qui devra arbitrer entre un objectif affiché de stabilité des prix et la prise en compte du ralentissement de la croissance.

Depuis novembre 2006, l'indice de prix des matières premières alimentaires et le prix du pétrole, libellé en euros, ont progressé de près de 50 %, propulsant les indices de prix de l'énergie et des produits alimentaires de la zone euro vers de nouveaux pics, à respectivement 10,4 % et 5,7 % en glissement annuel en février 2008. En conséquence, l'inflation a nettement accéléré dès septembre 2007, passant de 1,7 % à 3,0 % en novembre puis à 3,5 % en mars.

La crainte désormais exprimée par la BCE est que ces tensions entraînent des effets de second tour, c'est-à-dire de nouvelles hausses de prix liées à une hausse des coûts de production qui se répercuterait sur les prix finaux, ou à une boucle prix-salaire³. Mais jusqu'ici, aucun effet de second tour n'est observé. L'inflation sous-jacente reste maîtrisée (1,9 % au dernier trimestre 2007 comme lors des deux trimestres précédents) et n'est pas entraînée à la hausse à la suite des mouvements de prix du pétrole. En outre, aucune accélération des rémunérations n'est observée, la progression des salaires étant toujours

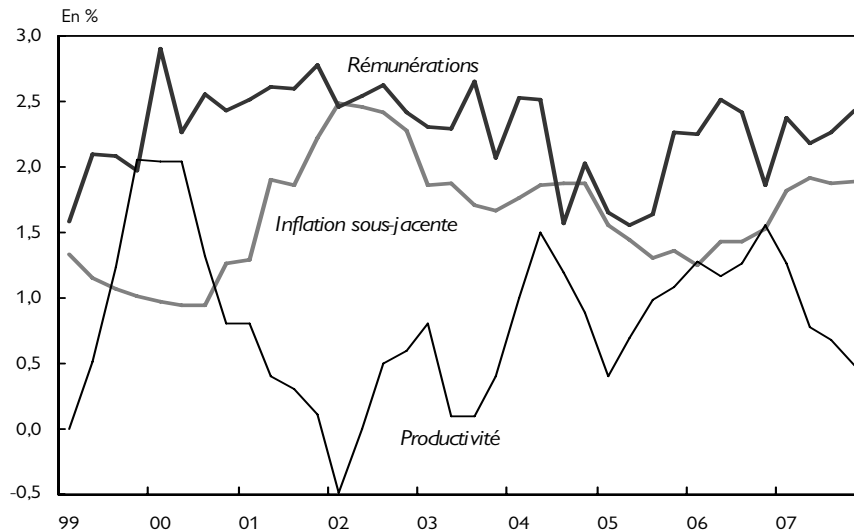
1. Voir « La dégradation de l'économie européenne inquiète la BCE », dans *Le Monde* daté du 9 février 2008.

2. Voir « Crispation sur l'euro avant la réunion de la BCE », dans *Le Monde* daté du 6 mars 2008.

3. Voir dans ce dossier « Inflation : prix au piège » pour une analyse plus développée de l'inflation et des risques d'effet de second tour.

en ligne avec l'évolution de la productivité (graphique 8). Il reste que la BCE continue à redouter un dérapage et n'hésite pas à mettre en garde les organisations syndicales en les invitant à faire preuve de modération.

8. Inflation, salaire et productivité dans la zone euro

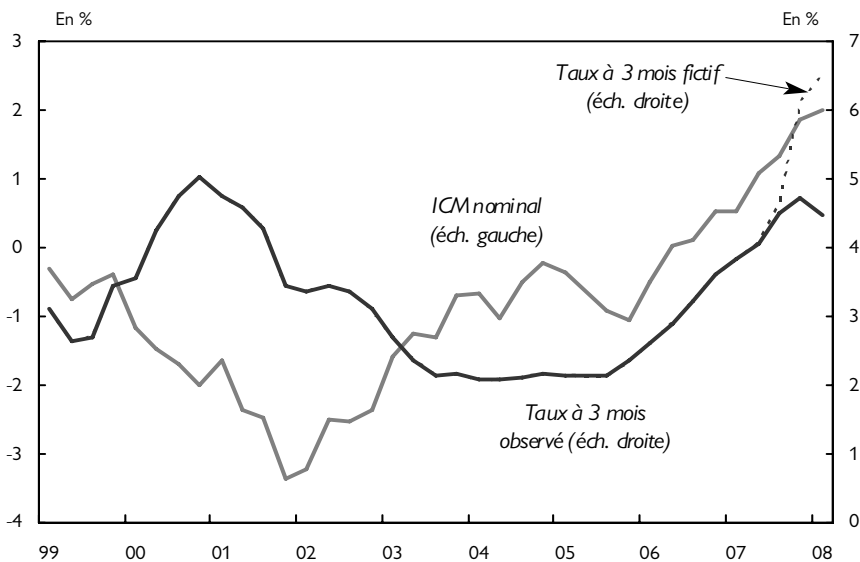


Source : Eurostat.

S'il n'est plus question depuis la dernière hausse des taux directeurs intervenue en juin 2007, d'un tour de vis supplémentaire, la fermeté de la BCE, équivaut à un resserrement monétaire *de facto* dès lors que l'on prend en compte l'évolution du taux de change. Les écarts de perspectives de croissance entre la zone euro et les États-Unis, ainsi que la réaction des politiques monétaires face à la crise financière, ont contribué à l'appréciation de l'euro. Conformément à notre dernière prévision, le seuil de 1,5 dollar a bien été franchi mais plus tôt que prévu (fin février au lieu d'avril). Les conditions monétaires se sont donc sensiblement dégradées au cours des derniers mois et s'avèrent être les moins favorables depuis le lancement de la monnaie unique. Si la dégradation des conditions monétaires observées depuis juin 2007 avait résulté de la poursuite de la hausse des taux de la BCE et non de l'appréciation de l'euro, le taux à trois mois aurait été, « toutes choses égales par ailleurs ⁴ », de 4,65 % au troisième trimestre 2007, de 6,1 % au quatrième trimestre 2007 et de 6,5 % au premier trimestre 2008 (graphique 9).

4. Ce taux est le taux fictif qui aurait conduit aux mêmes conditions monétaires en l'absence d'une appréciation de l'euro depuis juin 2007.

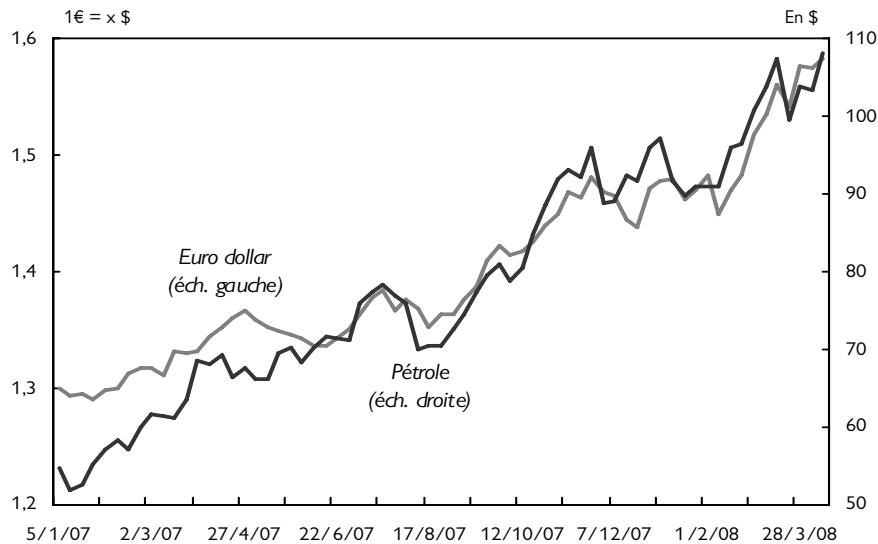
9. Conditions monétaires dans la zone euro *



* 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 avril 2008.

Si la BCE se défend d'avoir un objectif de taux de change, elle ne peut nier avoir tiré parti de l'appréciation de l'euro afin d'atténuer les effets de la hausse du pétrole sur l'inflation. L'évolution des conditions monétaires de la zone euro montre que ce faisant, elle procède à un resserrement monétaire déguisé. Cette position devrait cependant tenir compte du fait que l'évolution du cours du pétrole n'est pas totalement déconnectée de celle de l'euro. En effet, souhaitant préserver leur pouvoir d'achat face aux autres monnaies, les pays producteurs de pétrole intègrent la dépréciation du dollar. De fait, on observe depuis plusieurs mois une corrélation positive entre la montée de l'euro par rapport au dollar et celle du pétrole (graphique 10). Depuis janvier 2007, le prix du pétrole s'est accru de plus de 70 % et l'euro s'est apprécié de 15 % vis-à-vis du dollar. La fermeté de la BCE entretient un cercle vicieux où l'absence de baisse de taux dans la zone euro pousse l'euro à la hausse, ce qui influence le cours du pétrole, alimente l'inflation empêchant toute baisse des taux d'intérêt. Si on ne peut pas en déduire qu'un assouplissement de la politique monétaire entraînerait un ralentissement de l'inflation, il n'est pas évident qu'une baisse des taux accroîtrait les pressions inflationnistes, d'autant plus que, par rapport à notre précédente prévision, nous anticipons un ralentissement de la croissance pour 2008 et 2009.

10. Pétrole et taux de change euro/dollar

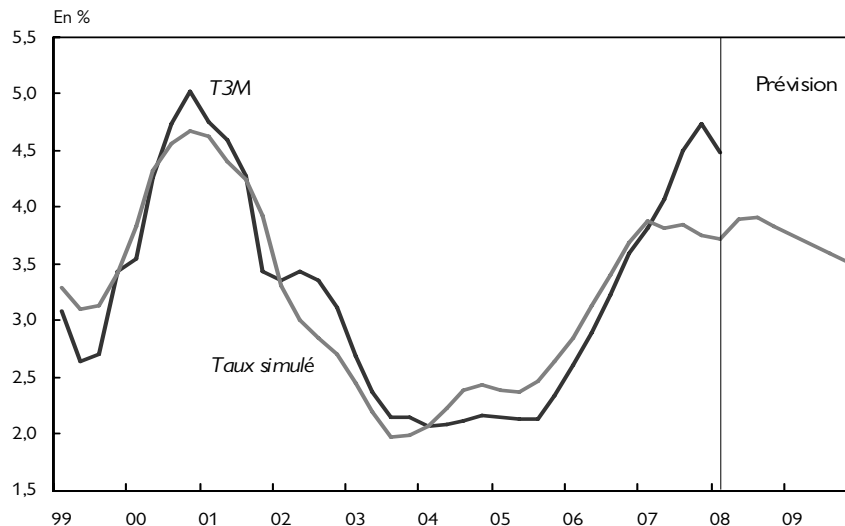


Source : Datastream.

Actuellement, les tensions inflationnistes sont avérées mais elles s'atténueraient à l'horizon visé par la politique monétaire. Pour la zone euro, le pic d'inflation serait atteint au premier trimestre 2008, culminant à 3,3 % en glissement sur un an. L'inflation reviendrait ensuite rapidement à 2,4 % au troisième trimestre 2008 avant de passer sous le seuil de 2 % au deuxième trimestre 2009. Parallèlement, les perspectives de croissance, passeraient de 2,7 % au troisième trimestre 2007 en rythme annuel à 1,9 % au premier trimestre 2008 avant de revenir progressivement vers 2,2 % fin 2009. Sur la base de ces hypothèses, la simulation d'une règle de Taylor estimée sur le comportement observé de la BCE indique que le taux à trois mois⁵ auraient dû s'établir à 3,7 % au lieu des 4,5 % observés pour le quatrième trimestre 2007 (graphique 11). Précisons cependant que le taux à trois mois intègre une prime de risque particulièrement forte relativement au taux directeur de la Banque centrale qui sont restés à 4 %. En l'absence de cette prime de risque que l'on peut difficilement quantifier, l'écart entre le taux suggéré par la règle de Taylor et le taux à trois mois⁵ n'aurait pas été aussi important. Enfin, la même règle de Taylor suggère une baisse progressive des taux à partir du troisième trimestre 2008 afin de les porter à 3,5 %. Une dégradation plus franche de l'activité réduirait le taux déduit de la règle de Taylor et inversement pour une persistance accrue des tensions inflationnistes.

5. Bien que n'étant pas précisément l'instrument opérationnel de la politique monétaire, la variable utilisée pour les estimations de règle de Taylor est le taux à trois mois.

11. Règle de Taylor estimée pour la zone euro*



* : Règle estimée sur la période 1998Q1 - 2007Q1.
Sources : BCE, calculs et prévision OFCE avril 2008.

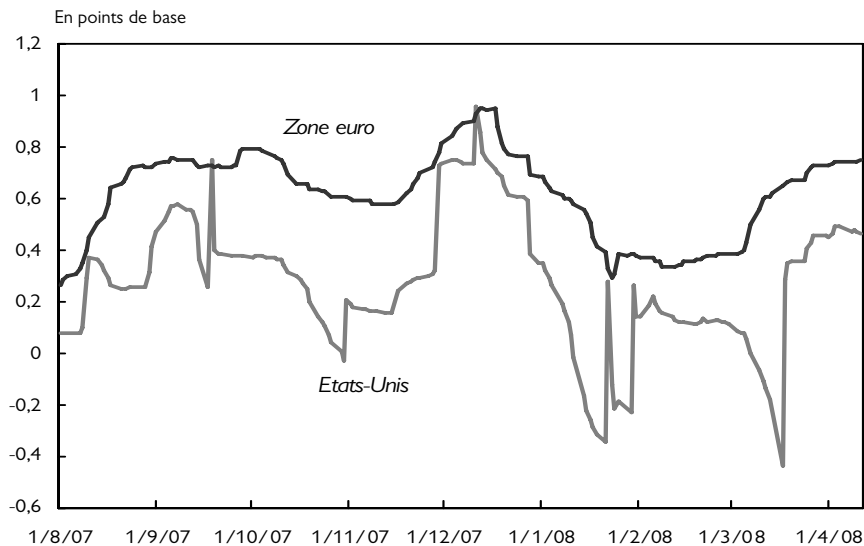
Le contexte actuel est marqué par une forte incertitude. Mais c'est tout l'enjeu de la politique monétaire que de faire une évaluation de la « balance des risques » pour reprendre l'expression des banquiers centraux. Il y a un arbitrage à faire entre un risque avéré mais aux conséquences relativement bénignes — il n'y a fondamentalement pas de raison de s'inquiéter d'une augmentation temporaire de l'inflation à 3 % — et une probabilité faible de ralentissement brutal de l'économie mais dont les conséquences seraient franchement néfastes. Entre le marteau et l'enclume, la BCE choisit le marteau, écartant l'idée de sacrifier sa crédibilité au nom de l'emploi et de la croissance. Le retour de l'inflation sous la barre de 2 % coïncidant avec le retour de la croissance vers son potentiel, la BCE ne jugerait plus utile de baisser son taux directeur, qui restera fixé à 4 % en 2008 et 2009.

Contrairement à la Réserve fédérale, la BCE continuerait à opérer une distinction entre la gestion de la liquidité interbancaire, en vue de rétablir la confiance, et une action sur les taux. Ainsi, depuis le déclenchement de la crise en août, la BCE n'a pas failli à son rôle de prêteur en dernier ressort. Elle n'a jamais hésité à intervenir sur les marchés en menant une gestion active de la liquidité. Elle a multiplié les interventions, par le biais des opérations principales de refinancement ou d'opérations de réglage fin⁶, afin d'apporter ou de retirer des liquidités en fonction du besoin du système bancaire. En outre, depuis août 2007,

6. Voir l'encadré p.171-172 de la Revue de l'OFCE n° 103 pour un rappel des principaux modes d'intervention des banques centrales.

elle a alloué plus de 350 milliards d'euros au système bancaire dans le cadre d'opérations supplémentaires de refinancement à plus long terme, c'est-à-dire des prêts dont l'échéance est de trois mois. Mais, en ce qui concerne les taux d'intérêt, la BCE semble considérer que leur pilotage doit uniquement répondre à l'évolution de l'inflation et de la croissance. Sur ce point, elle juge que la situation conjoncturelle dans la zone euro ne présente pas les mêmes risques qu'aux États-Unis et qu'il n'est pas nécessaire d'assouplir sa politique monétaire. Pourtant, l'action sur les taux est complémentaire de l'action sur la liquidité. Elle permettrait d'atténuer la prime de risque observée sur le marché interbancaire et qui peut s'interpréter comme un resserrement monétaire non désiré. Cette dernière s'était réduite en début d'année 2008 mais s'établit depuis mars autour de 0,7 point après que des annonces ont fait état de nouvelles difficultés dans le secteur bancaire et financier. Ce nouvel accès de fièvre montre que la situation est loin d'être rétablie et que, de fait, les banques subissent un surcoût lié à la persistance de la défiance. Si la baisse massive des taux aux États-Unis n'a pas effacé complètement cette prime de risque, il est indéniable qu'elle a au moins réussi à la contenir ou à l'atténuer depuis le mois d'août 2007 (graphique 12).

12. Écart entre les taux interbancaires à 3 mois et les taux directeurs



Source : Datastream.

Royaume-Uni : risques contraires

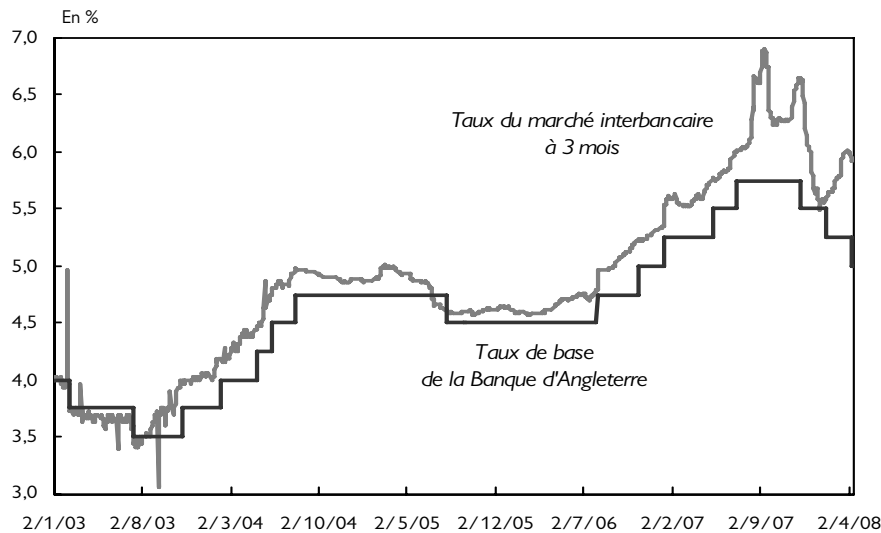
Le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre est confronté depuis l'été dernier à la montée de risques opposés. Les risques financiers et bancaires viennent bien entendu en tête de liste. Mais s'y ajoutent des signaux contradictoires émis par la sphère réelle. Ainsi, l'activité n'a jusqu'ici que modérément ralenti. Le principal risque à la baisse pour la croissance est cependant celui d'un ajustement rapide à la baisse des prix des actifs, notamment immobiliers. L'inflation mesurée selon l'indice des prix harmonisé à la consommation (IPCH) était de 2,5 % sur un an en février, soit à l'intérieur de la cible de la politique monétaire. Le CPM a en effet pour mission de faire en sorte que l'inflation reste proche de 2 %, dans une fourchette comprise entre 1 % et 3 %. L'inflation est néanmoins en cours d'accélération et risque de dépasser 3 % au deuxième trimestre. La livre sterling a chuté par rapport à l'euro au cours des derniers mois, ce qui contribuera à augmenter l'inflation importée mais aidera enfin les exportateurs britanniques à reconquérir des parts de marché vis-à-vis de leurs concurrents de la zone euro.

Lorsque la crise financière s'est révélée au mois d'août, la Banque d'Angleterre était engagée dans un cycle de hausse du taux directeur : le taux de base avait été augmenté de 0,25 point au début du mois de juillet, portant la hausse à 1,25 point sur un an et portant le taux d'intérêt à un niveau élevé : 5,75 % (graphique 13). Les risques macro-économiques étaient ceux d'une croissance trop soutenue — le PIB était depuis un an sur un rythme de croissance de 3 %, supérieur à la croissance tendancielle (estimée proche de 2,75 %) — tandis que l'inflation était voisine de 3 %. De ce fait, le CPM a laissé ses taux directeurs inchangés lors des premiers mois de la crise.

L'écart entre les taux du marché interbancaire à 3 mois et le taux de base de la Banque d'Angleterre a commencé à augmenter au début du mois d'août pour atteindre jusqu'à 1 point. L'écart s'est nettement réduit avec la première baisse du taux directeur, de 0,25 point, décidée en décembre. Les indicateurs conjoncturels s'étant dans l'ensemble dégradés à partir de septembre, l'inflation avait ralenti à 2 %. Le taux directeur a de nouveau été abaissé de 0,25 point en février 2008 puis d'autant en avril. Le CPM a donc, pendant cette période de crise, procédé comme à son habitude, à des baisses de taux petits pas par petits pas. À la fin janvier, le taux du marché interbancaire à 3 mois avait rejoint le taux directeur. Mais l'écart s'est à nouveau creusé depuis lors, montrant que les conditions de financement sur le marché interbancaire restent tendues.

À 5 %, le taux directeur est légèrement inférieur à celui d'une règle de Taylor : avec une constante de 2,75 %, supposée refléter le taux d'intérêt réel d'équilibre, une inflation de 2,5 % pour une cible de 2 %,

13. Taux directeurs et taux du marché interbancaire au Royaume-Uni



Sources : Banque d'Angleterre, FMI.

et un écart de production proche de 0 selon les estimations du gouvernement, le taux neutre serait de 5,5 %. La difficulté pour le CPM est, comme il y a neuf mois, de peser les risques respectifs d'accélération d'inflation et de ralentissement de l'activité.

Les informations en provenance de la sphère réelle ont été plutôt meilleures que l'on pouvait le craindre au début de la crise. La croissance n'a que légèrement ralenti. Les indicateurs conjoncturels se sont redressés depuis le début de l'année. L'inflation reste pour le moment à l'intérieur de la cible de la politique monétaire, mais est en cours d'accélération. La Banque d'Angleterre a signalé dès février que le gouverneur devrait probablement écrire une lettre ouverte au chancelier de l'Échiquier au deuxième trimestre pour expliquer le dépassement de 3 % pour l'indice des prix à la consommation harmonisé. L'accélération de l'inflation ne résulte jusqu'ici que des hausses des prix des matières premières et, plus particulièrement pour les premiers mois de 2008, de celles des prix du gaz et de l'électricité. Selon nos hypothèses d'arrêt de la hausse des prix des matières premières et de ralentissement de la croissance, l'inflation redeviendrait proche de 2,2 % à l'horizon 2009. Sur le marché du travail, bien que le taux de chômage soit seulement de 5,2 %, aucun signe d'accélération des salaires n'est perceptible. La progression des salaires, hors primes, était en fin d'année de 3,7 %, comme au cours des douze mois précédents. La productivité du travail a crû à un rythme de 2,6 % en 2007 soit plus rapidement que les salaires réels. Un facteur important de la modération de l'inflation depuis plusieurs années est cependant en train de s'estomper.

■ Département analyse et prévision

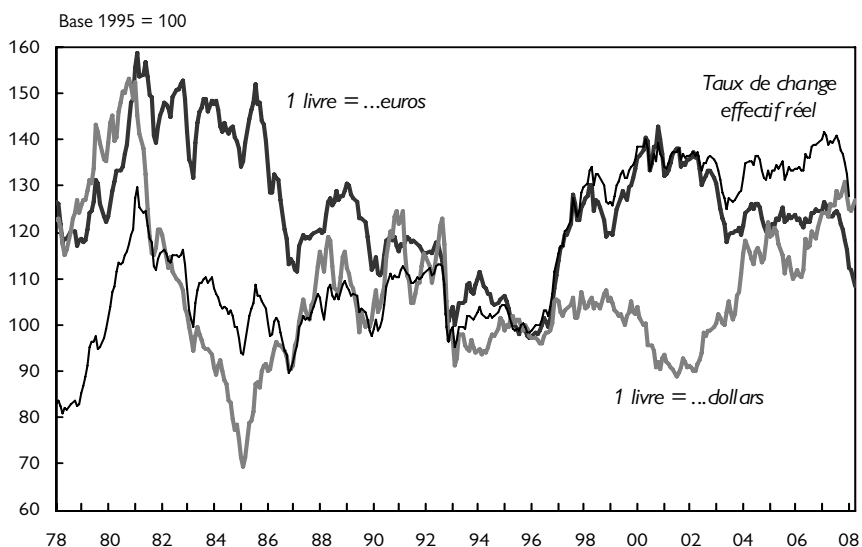
La livre s'est en effet dépréciée de près de 15 % par rapport à l'euro depuis septembre dernier, ce qui contribuera à augmenter l'inflation importée, bien que le maintien de la livre à un niveau historiquement élevé par rapport au dollar américain limitera le choc (graphique 14).

Les conditions monétaires se sont donc nettement assouplies depuis l'été dernier (graphique 15). Nous avons fait l'hypothèse de la poursuite d'une légère baisse du taux de change effectif réel de la livre jusqu'à l'été 2008 et d'une stabilisation par la suite. Le CPM abaisserait très progressivement son taux directeur, attendant les signaux de confirmation de ralentissement de l'inflation et de la croissance : une baisse de 0,25 point serait décidée au début de l'été, puis au quatrième trimestre et enfin au début 2009. La baisse des taux d'intérêt réels contribuerait à assouplir les conditions monétaires jusqu'à cet automne. Les taux d'intérêt réels augmenteraient ensuite de 0,5 point sous l'effet du ralentissement de l'inflation.

Au total, les conditions monétaires resteraient plus favorables à la croissance britannique que depuis dix ans. La baisse du taux de change effectif réel contribuerait à point nommé au rééquilibrage des composantes externe et interne de la croissance.

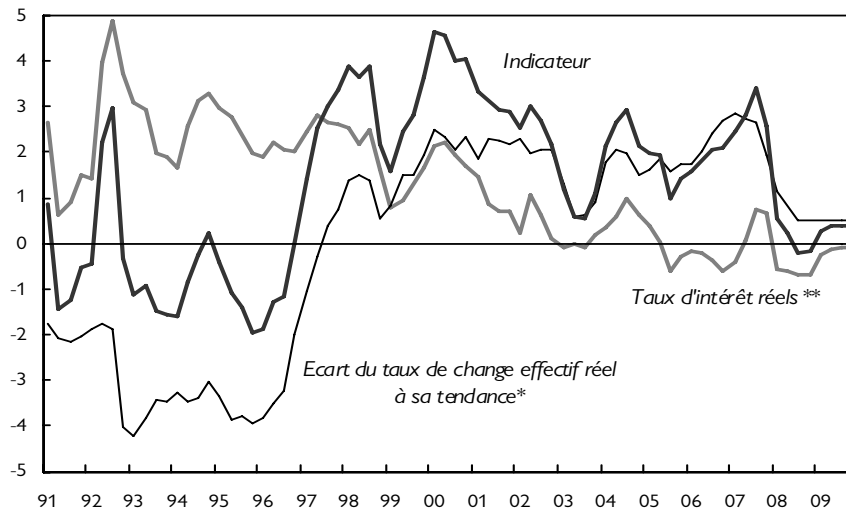
Étant donné le niveau actuel des taux directeurs, le CPM dispose néanmoins de marges importantes pour assouplir sa politique, notamment si la crise bancaire continuait à prendre de l'ampleur. Un autre risque est celui d'une chute des prix de l'immobilier : ceux-ci semblent s'être stabilisés en fin d'année 2007 à de très hauts niveaux

14. Évolution du taux de change de la livre sterling



Sources : Banque d'Angleterre, FMI.

15. 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 avril 2008.

après plusieurs années de forte hausse : faut-il craindre une forte chute des prix de l'immobilier, aux effets importants sur le comportement de consommation et d'investissement des ménages ? Nous n'avons pas retenu cette hypothèse dans notre prévision centrale⁷. Mais si les prix de l'immobilier chutent, la Banque d'Angleterre disposera de marges pour baisser son taux directeur et éviter un alourdissement trop important des charges d'intérêt des ménages britanniques, dont la dette représente déjà plus de 160 % du revenu annuel.

Japon : *statu quo* sous la contrainte

Au Japon, l'envolée des prix de l'énergie et des matières premières agricoles et industrielles a conduit l'IPC à des niveaux jamais atteints depuis 1994 : + 1 % en glissement annuel en février. L'accélération a été brutale car le pays était encore en déflation en septembre 2007. Cependant, le sous-jacent reste négatif (- 0,1 % en février) et les salaires nominaux sont orientés à la baisse. La hausse pourrait donc être temporaire si les prix des matières premières et de l'énergie se stabilisent.

7. Une étude de l'impact d'une baisse des prix de l'immobilier sur la consommation des ménages « La finance mondiale discréditée » est présentée dans ce dossier.

■ Département analyse et prévision

Surtout qu'un effet de second tour *via* les salaires est peu probable étant donné la tendance à la réduction des coûts salariaux par les entreprises dont les marges sont comprimées (voir dans ce dossier la fiche « Japon : sur le fil du rasoir »). Mais la hausse du prix des *inputs*, si elle est durable, pourrait finir par se répercuter sur les prix de ventes et « réveiller » le sous-jacent. Nous tablons sur une inflation de 0,8 % en 2008 et 0,3 % en 2009 sous l'hypothèse d'un prix du pétrole qui ne dépasserait pas 105 dollars le baril.

Ce retour de l'IPC à la hausse pourrait inciter la banque du Japon à normaliser sa politique monétaire, mais le contexte international dégradé et les craintes de ralentissement de l'économie japonaise la conduisent à adopter une attitude prudente. Du côté du prix des actifs, le rebond des prix immobiliers donne des signes d'essoufflement tandis que l'indice Nikkei a décroché de près de 30 % depuis son point haut atteint en juillet 2007. Par ailleurs, l'appréciation du yen de plus de 20 % face au dollar conduit à un durcissement *de facto* des conditions monétaires, réduisant l'incitation à une hausse de taux. D'autant plus qu'une telle hausse ne ferait qu'accentuer les pressions à l'appréciation du yen, dont pâtissent déjà les exportateurs japonais. Les enquêtes laissent percevoir un tassement de l'investissement productif qui semble avoir atteint un haut de cycle. La consommation des ménages ne pourra redémarrer que si les salaires se redressent, ce que nous n'anticipons pas à court terme. Si la situation conjoncturelle se dégrade de façon plus marquée que ne l'indique notre scénario, le nouveau gouverneur de la Banque du Japon, Masaaki Shirakawa, pourrait même envisager une baisse des taux d'intérêt. Mais avec un taux directeur à 0,5 %, les marges de manœuvre sont très limitées, et il hésitera à revenir à une politique de taux zéro. L'attentisme semble donc la seule issue possible pour la Banque centrale, qui ne devrait pas modifier ses taux d'intérêt à l'horizon de notre prévision.

La violente appréciation de la monnaie nippone face au dollar relance la question des interventions de change, largement utilisées par la Banque du Japon jusqu'en 2004 pour contrecarrer la hausse du yen. Le taux de change, passé sous la barre des 100 yens pour 1 dollar en mars 2008, pourrait avoir franchi un seuil de tolérance pour les exportateurs japonais. Il semble cependant peu probable que la Banque du Japon procède à des interventions de change de façon unilatérale et non concertée. Elle craint en effet de s'attirer les foudres des Européens, qui pâtissent également de la forte appréciation de l'euro, et des Américains, pour qui la chute de leur monnaie contribue au rééquilibrage bienvenu du déficit courant. Seule une action conjointe, initiée par les États-Unis en cas de dérapage non contrôlé du dollar, semble donc envisageable. D'autant que des interventions isolées des autorités japonaises auraient peu de chance d'aboutir à une inflexion significative du cours de la monnaie nippone.