

POLITIQUES MONÉTAIRES : LA MARCHÉ À SUIVRE

Département analyse et prévision de l'OFCE

Le principal changement dans la politique monétaire au cours des six derniers mois est le resserrement des taux directeurs américains, marquant la fin d'une longue période d'attentisme. Préparés à l'avance, les marchés obligataires ont bien réagi à ce changement. Cependant, la politique monétaire est à présent rendue délicate par la flambée des prix du pétrole. Celle-ci appellerait plutôt à une hausse des taux, peu souhaitable quand les ménages sont fortement endettés et le boom immobilier susceptible de se retourner violemment. La Réserve fédérale et la Banque centrale européenne (BCE) semblent avoir décidé de privilégier la voie de la croissance, tout en restant vigilantes à toute information venant remettre en cause leur diagnostic d'une accélération temporaire de l'inflation. La Banque d'Angleterre a moins de souci à se faire quant au risque inflationniste et reste focalisée sur le dégonflement de la bulle immobilière. Pour la Banque du Japon, toute source d'inflation est la bienvenue.

Le scénario central retenu est celui d'une hausse du taux directeur de la Réserve fédérale d'au minimum 125 points de base, étalée sur toute la période de prévision; d'une hausse du taux directeur de la Banque d'Angleterre d'au maximum 50 points de base d'ici le premier trimestre 2005, puis d'une stabilisation; d'une hausse du taux directeur de la BCE de 25 points de base en début d'année prochaine; et d'une absence de changement de la politique monétaire japonaise.

■ Département analyse et prévision

Le grand changement en matière de politique monétaire au cours des six derniers mois est l'engagement de la Réserve fédérale dans un cycle de resserrement. Cette nouvelle orientation marque la fin d'une longue période d'attentisme, qui aura duré un an. Préparés longtemps à l'avance, les marchés obligataires ont bien réagi à ce changement, alors motivé par une poussée de l'inflation. Le premier cap est donc passé. Mais, un nouvel obstacle est apparu : la flambée des prix du pétrole. Déjà délicate compte tenu du niveau d'endettement élevé des ménages et d'un boom immobilier susceptible de virer à la bulle, la marche à suivre pour les grandes banques centrales est devenue encore moins évidente. Doivent-elles augmenter plus vite leur taux directeur pour prévenir une accélération néfaste de l'inflation au risque de fragiliser plus encore une croissance déjà affaiblie ? Doivent-elles au contraire les baisser pour soutenir au mieux cette croissance au risque d'alimenter une spirale prix-salaires ? Peuvent-elles tolérer l'accélération de l'inflation et poursuivre leur route comme si de rien n'était ?

La réponse réside, en partie, dans leur diagnostic sur l'origine de l'accélération de l'inflation et l'existence de signes (ou l'évaluation du risque) d'une inflation dite de second rang (c'est-à-dire la transmission aux salaires de l'accélération des prix). La réponse dépend aussi des objectifs propres à chaque banque centrale en termes de croissance et de cible (explicite ou implicite) d'inflation. Dans le cas présent, elle dépend donc de leur tolérance à l'égard d'un dépassement de leur cible d'inflation et de l'inquiétude qu'elles manifestent quant à la pérennité de la croissance. À l'automne 2004, et compte tenu des informations disponibles, la Réserve fédérale et la Banque centrale européenne (BCE) semblent avoir décidé de privilégier la troisième voie, celle de la croissance. Elles s'annoncent néanmoins vigilantes à toute information venant remettre en cause leur diagnostic d'une accélération mécanique et temporaire de l'inflation due au pétrole, et donc prêtes à des hausses supplémentaires de taux. La Banque d'Angleterre a, apparemment, moins de souci à se faire quant au risque inflationniste, et reste focalisée sur le dégonflement de la bulle immobilière. Pour la Banque du Japon, toute source d'inflation est la bienvenue.

Le scénario central retenu est celui d'une hausse du taux directeur de la Réserve fédérale d'au minimum 125 points de base, étalée sur toute la période de prévision (il passerait ainsi de son niveau actuel de 1,75 % à 3 % fin 2005) ; d'une hausse du taux directeur de la Banque d'Angleterre d'au maximum 50 points de base d'ici le premier trimestre 2005 puis d'une stabilisation (à 5,25 %) ; d'une hausse du taux directeur de la BCE de 25 points de base en début d'année prochaine (le portant

à 2,25 %); et d'une absence de changement de la politique monétaire japonaise. Face à ce resserrement des politiques monétaires et compte tenu des perspectives associées de croissance d'inflation et de redressement des finances publiques, les taux longs sur les obligations publiques ne remonteraient guère: d'un point de pourcentage à partir de leur niveau début octobre de 4,1 % pour les taux américains (ce qui les amènerait un peu au dessus de 5 % fin 2005); de 0,5 point pour les taux européens (ce qui les amènerait à 4,5 %); et de 0,8 point pour les taux britanniques (ce qui les amènerait à 5,5 %). Déçus par le tassement de la croissance, les taux longs japonais feraient le chemin inverse, perdant 0,3 point pour revenir vers 1,2 %.

L'assurance de la Réserve fédérale

Introduite dans le communiqué du FOMC (*Federal Open Market Committee*) du 12 août 2003, l'expression d'une politique monétaire accommodante durant une « période de temps considérable » avait alors interpellé la communauté des économistes et des *Fed watchers*. Qu'était-ce donc une période de temps considérable? On connaît désormais la réponse: un an, si l'on prend comme point de départ le 25 juin 2003, date de la dernière baisse du taux directeur de la Réserve fédérale (d'un quart de point à 1 %), et comme point d'arrivée le 30 juin 2004, date de la première hausse du taux directeur de la Réserve fédérale (d'un quart de point). Première hausse depuis 5 ans (la précédente remontant au 30 juin 1999), elle a déjà été suivie de deux autres, d'un quart de point chacune les 10 août et 21 septembre. Le taux des *Federal Funds* se situe ainsi à 1,75 %. Il ne s'agit pas d'un durcissement au sens strict de la politique monétaire mais d'un début de correction du caractère exceptionnellement accommodant de cette politique.

L'attentisme laxiste de la Réserve fédérale répondait à une succession de chocs qui ont frappé l'économie américaine (éclatement de la bulle Internet en mars 2000, attentats terroristes du 11 septembre 2001, scandales comptables de l'hiver 2001 à l'été 2002, guerre en Irak en mars-avril 2003). À situation exceptionnelle, réponse exceptionnelle. La Réserve fédérale avait fait de même suite de la crise des *Savings and Loans* au tournant des années 1980-1990. À la phase de baisse du taux directeur (- 6,75 points entre février 1989 et septembre 1992) avait succédé une période de deux ans et demi pendant laquelle le taux des *Federal Funds* était resté inchangé à 3 %. L'épisode actuel est comparable en ampleur et en durée: parti de 6,5 % en mai 2000, le taux des *Federal Funds* n'était plus que de 1 % en juin 2003 (soit - 5,5 points en l'espace de 3 ans). Le point d'arrivée est par contre sensiblement plus bas. La grande différence entre les deux épisodes est surtout la réaction des marchés obligataires: autant ils avaient été surpris en janvier 1994

■ Département analyse et prévision

par le resserrement monétaire, autant ils étaient préparés à celui de juin 2004. Le moins que l'on puisse dire, c'est que la Réserve fédérale a été patiente et qu'elle opère pour le moment à un rythme mesuré.

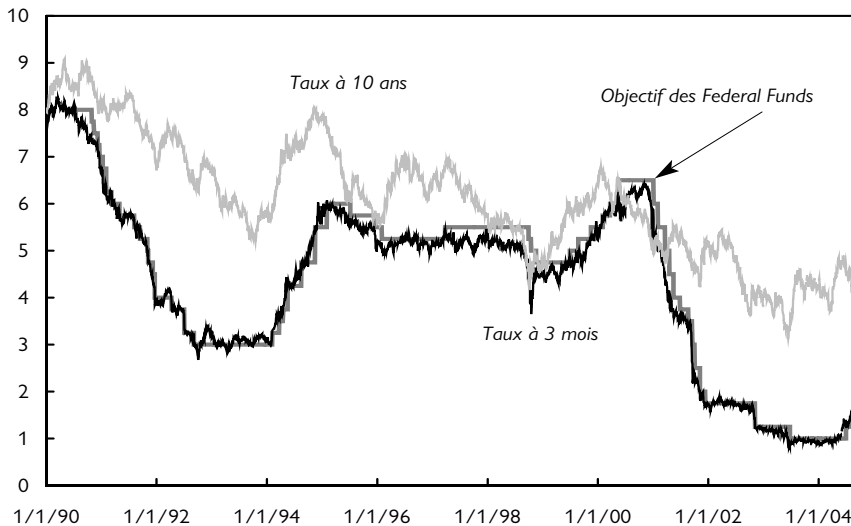
Le timing du resserrement est un peu plus rapide qu'anticipé au printemps du fait de la poussée imprévue de l'inflation depuis le début de l'année, alors que la seule évolution du taux de chômage justifiait de temporiser encore jusqu'à l'automne. En glissement annuel, mesurée par le déflateur implicite de la consommation hors énergie et alimentation, l'inflation est passée de 1,1 % en décembre 2003 à 1,6 % en avril 2004, avant de se stabiliser autour de 1,5 %. Y compris énergie et alimentation, l'accélération est évidemment plus nette encore puisque le glissement du déflateur est passé de 1,6 % en décembre 2003 à 2,4 % en mai 2004 (chiffre connu par la Réserve fédérale au moment de sa réunion des 29-30 juin), puis à 2,5 % en juin avant de redescendre à 2,1 % en août. À taux d'intérêt inchangé, cette hausse des prix rendait *de facto* la politique monétaire plus accommodante encore. Cette évolution des prix a motivé la Réserve fédérale à durcir un peu le ton de ces discours, signalant qu'elle était prête, si besoin, à passer à la vitesse supérieure, c'est-à-dire à augmenter ses taux plus souvent et/ou plus. En l'espace de six mois, la Réserve fédérale a aussi apuré ses discours de toute référence à un quelconque rythme de resserrement. Elle a désormais toute liberté d'agir et de réagir au gré des indicateurs conjoncturels.

C'est d'ailleurs grâce à cette marge de manœuvre retrouvée qu'elle a pu faire varier la tonalité de ses discours sans perdre sa crédibilité et la confiance des marchés obligataires. Lorsqu'elle semblait plus agressive (*hawkish*) dans son approche parce qu'inquiète du rythme de l'inflation, les taux longs sur les obligations publiques réagissaient à la hausse. Lorsque, au contraire, son discours était plus rassurant sur la nature maîtrisable et temporaire de l'accélération de l'inflation et du ralentissement de l'activité (le *soft patch*), et qu'il confortait un durcissement mesuré de la politique monétaire, les marchés obligataires rebondissaient. Les chiffres ayant donné jusqu'à présent raison à la Réserve fédérale et son assurance ayant prédominé, les taux longs se retrouvent à environ 4 % début octobre, à peine au-dessus de leur niveau du début de l'année alors même que le taux directeur a gagné 75 points de base (graphique 1). L'écart de taux s'en trouve diminué d'autant. En fait, les taux longs ont d'abord bien réagi à la hausse à l'approche du resserrement de fin juin (gagnant 1 point, de 3,7 à 4,8 %, entre la fin mars et juste avant le FOMC). Mais une fois celui-ci intégré, ils sont repartis à la baisse jusque début octobre.

S'il n'y avait eu que la baisse de régime de la croissance américaine durant l'été, l'impression serait celle d'une surréaction des marchés obligataires à cet infléchissement, qui n'est qu'un retour à son rythme potentiel. L'élément déterminant est que les titres publics ont joué leur

rôle de valeur refuge face aux incertitudes politiques et géopolitiques diverses. Il faut néanmoins s'attendre à une correction de cette réaction, mais dans quelle ampleur et à quelle vitesse, là est l'incertitude et le risque pour l'activité.

1. Taux d'intérêt nominaux aux États-Unis

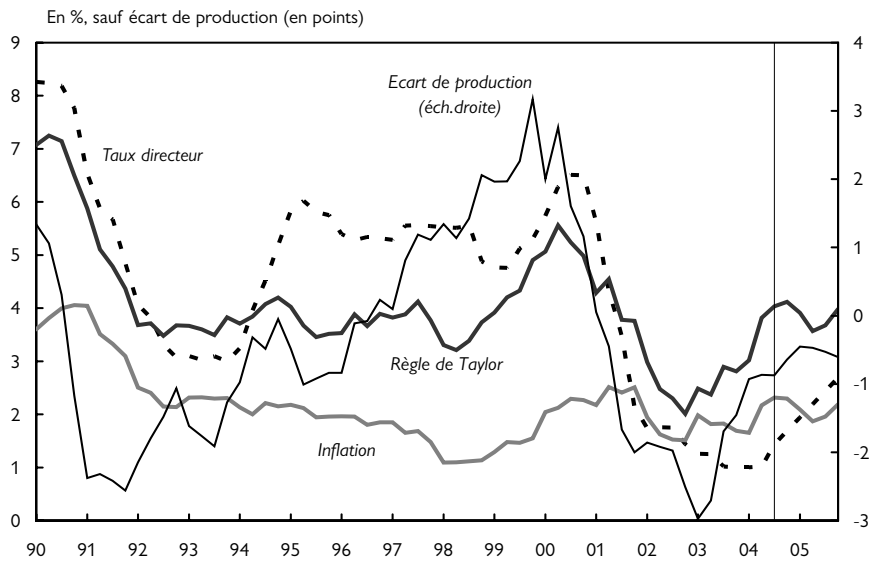


Source : Global Insight.

Le resserrement à attendre de la politique monétaire américaine ne doit pas être interprété comme une action délibérée de freinage de l'inflation et encore moins de la croissance, mais bien comme une simple opération de normalisation de la politique monétaire accompagnant la consolidation de la croissance autour de son rythme potentiel. L'orientation de la politique monétaire indiquée par la règle de Taylor n'est donc d'aucune utilité, si ce n'est dans la convergence du taux directeur vers le taux suggéré par cette règle (graphique 2). L'objectif de la Réserve fédérale est de ramener son taux directeur non pas au niveau du taux neutre (dont l'estimation, qui plus est, varie entre 3,5 et 5,5 %) mais au moins au-dessus de l'inflation. Ce devrait être chose faite dans les premiers mois de 2005 en prévoyant une hausse d'un quart de point par trimestre à partir du niveau actuel du taux directeur (soit en tout 125 points de base). Un tel scénario intègre implicitement l'hypothèse que chaque FOMC ne se conclut pas automatiquement par une hausse de taux. Au minimum, la Réserve fédérale ramènerait son taux directeur à 3 % d'ici la fin 2005, ce qui correspond à une hausse très mesurée. La répercussion quasi intégrale de la hausse des taux courts sur les taux longs amènerait ceux-ci juste au-dessus de 5 %.

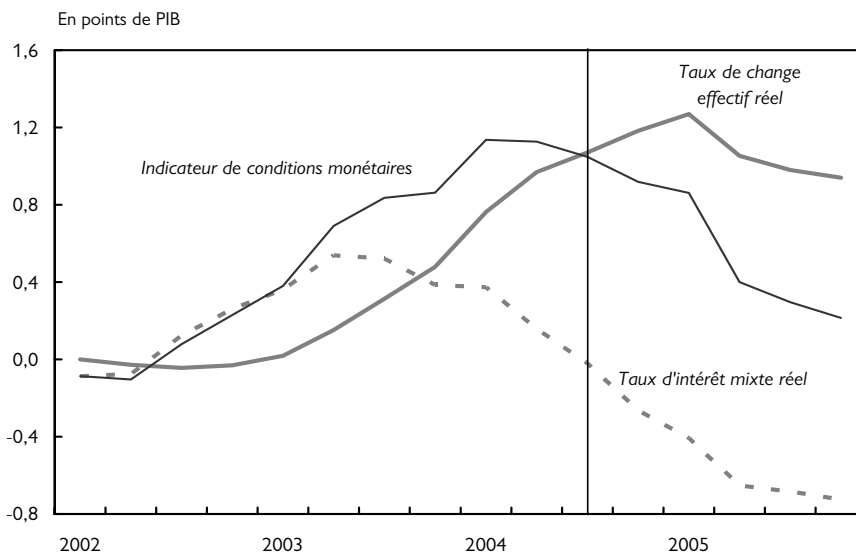
■ Département analyse et prévision

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 le déflateur du PIB ; $(\dot{p} - 2)$ l'écart de l'inflation à la cible implicite de 2 % de la Réserve fédérale ; gap l'écart au PIB potentiel (tel que mesuré par l'OCDE).
Sources : BEA, Réserve fédérale, OCDE, calculs et prévision OFCE octobre 2004.

3. Composantes de l'indicateur de conditions monétaires pour les États-Unis



Sources : calculs et prévision OFCE octobre 2004.

Compte tenu des délais d'action de la politique monétaire et du canal du taux de change, les conditions monétaires seraient, logiquement, progressivement moins favorables à la croissance (graphique 3). Les effets stimulants de l'expansion monétaire passée s'épuisent en effet depuis le début 2004 et le resserrement attendu mordrait sur la croissance surtout au tournant 2004-2005. En l'absence de mouvement sur les taux de change, la dépréciation passée du dollar contribuerait encore positivement à la croissance, mais de moins en moins à partir du début 2005.

BCE: pas de suivisme

La BCE est désormais la seule des grandes banques centrales, en dehors de la Banque du Japon, à ne pas avoir encore entamé de cycle de resserrement. Le taux directeur de la BCE est inchangé à 2 % depuis maintenant presque un an et demi (puisque la baisse de taux qui avait amené à ce niveau remonte au 6 juin 2003). Ce n'est pas surprenant compte tenu des performances économiques de la zone euro dans son ensemble. En 2003, avec une inflation très proche de la cible de 2 % et un taux directeur aussi de 2 %, la politique monétaire était à peu près neutre en termes réels. Avec la poussée de l'inflation sur les huit premiers mois de l'année (le glissement de l'IPCH est en effet passé de 1,8 % en janvier à 2,4 % en août), la politique monétaire européenne est devenue plus accommodante.

Si on la juge en écart à une règle de Taylor, elle serait également plutôt accommodante. Ce qui est positif pour la croissance européenne. La politique monétaire de la BCE serait adaptée à la situation économique actuelle, n'eût été le problème posé par la hausse des prix du pétrole et son impact « direct manifeste » sur l'inflation (selon termes mêmes de la BCE). Jusqu'à il y a peu, la BCE pouvait se féliciter de ce que l'inflation sous-jacente évoluait en deçà de sa cible: elle était de 1,7 % en glissement annuel en janvier et de 1,8 % en juillet. A 2 % en août, la BCE pourrait à première vue paraître plus inquiète. Dans sa déclaration introductive du communiqué de presse du 7 octobre, elle se déclare très vigilante face à la matérialisation des risques sur la stabilité des prix, tout en affichant une certaine confiance. Celle-ci réside, d'une part, dans son diagnostic que le risque d'une inflation de second rang est contenu du fait du niveau encore élevé du chômage et grâce à la maîtrise des coûts salariaux unitaires, et, d'autre part, dans le léger infléchissement de l'inflation en septembre puisque l'estimation provisoire l'annonçait à 2,2 %.

Cette problématique de possibles effets de second tour est plus explicitement exposée dans les discours de la BCE que dans ceux de la Réserve fédérale. La BCE n'hésite pas à interpeller directement les

■ Département analyse et prévision

partenaires sociaux par un appel à la solidarité et à la discipline (ils « peuvent contribuer au maintien de la stabilité des prix en se concentrant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme plutôt que sur les taux d'inflation observés » à court terme, attitude qui « serait également de nature à favoriser la croissance de l'emploi ») ou, de manière plus directive encore, par un (r)appel à l'ordre les prévenant d'avoir des « réactions inadéquates telles que celles observées lors des périodes antérieures de fortes poussées des cours du pétrole ».

Autant la BCE donne un avis tranché sur le risque de tensions inflationnistes sous-jacentes, autant elle a un ton plus neutre sur le risque de voir le boom immobilier dans certains pays de la zone euro virer à la bulle. Elle constate que la croissance des crédits hypothécaires est élevée (9,2 % en juillet en glissement annuel) et s'accélère (elle était de 7,2 % au deuxième trimestre 2003). Et elle qualifie de forte hausse l'évolution récente des prix de l'immobilier résidentiel¹. L'intérêt qu'elle manifeste est celui de toute autorité monétaire s'interrogeant sur les canaux de transmission de sa politique aux prix d'actifs, sur le lien entre les prix d'actifs et les évolutions monétaires, sur l'incidence indirecte de l'évolution des prix d'actifs sur les prix de consommation². Mais la BCE ne semble pas, pour le moment, particulièrement inquiète de ce qu'elle constate, ni soucieuse d'y remédier, comme par exemple peut l'être la Banque d'Angleterre. Sur cette question, la Réserve fédérale a une analyse intermédiaire, reconnaissant la dynamique des prix immobiliers mais la considérant justifiée par leurs déterminants fondamentaux : ce serait un boom et non une bulle. C'est donc un moindre souci pour elle que pour la Banque d'Angleterre, mais c'est tout de même un élément dont elle tient explicitement compte dans la conduite de sa politique. La BCE peut éventuellement encore passer outre du fait de la diversité des situations nationales.

La BCE s'inquiète, en revanche, plus ouvertement du rythme soutenu de la croissance de M3 et du renforcement au cours de l'été de sa dynamique de court terme. Le taux de croissance annualisé sur six mois est en effet passé de 4,5 % en avril à 6,5 % en juillet. Retrouvée au milieu du printemps, la valeur de référence de la croissance de M3 (4,5 %) est donc de nouveau dépassée. Cette progression serait stimulée par le niveau historiquement bas des taux d'intérêt et par la faible confiance des consommateurs. Mais si cette dernière se raffermirait avec l'amélioration des perspectives de croissance, une part importante de ces actifs liquides pourrait alors être transformée en encaisses de transaction, exacerbant, du point de vue monétaire, le risque inflationniste. Et si l'excès de liquidités devait s'amplifier, il pourrait alimenter, avec la forte croissance des crédits, une vive hausse du prix des actifs.

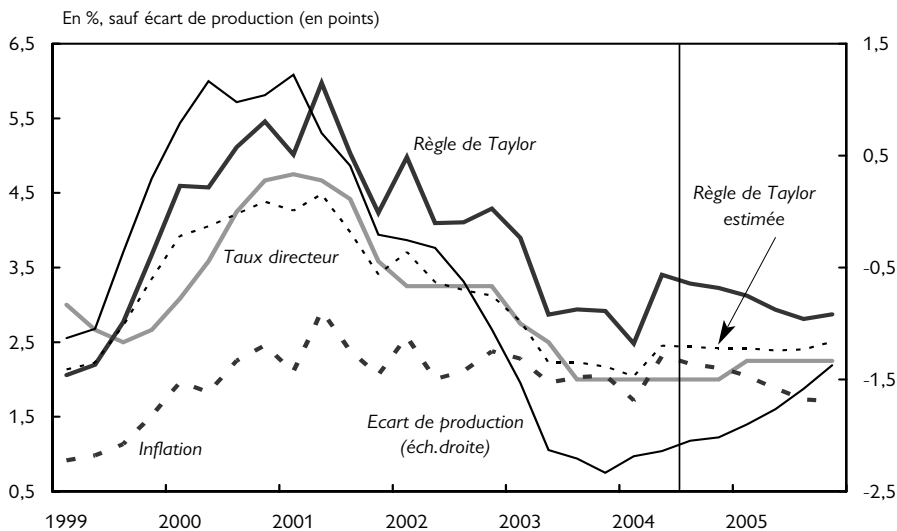
1. Voir dans ce dossier « Logement : toujours plus haut ? ».
2. Bulletin mensuel de la BCE, septembre 2004.

POLITIQUES MONÉTAIRES : LA MARCHÉ À SUIVRE ■

Pour la BCE, l'évolution de ces derniers ne serait donc pas particulièrement préoccupante aujourd'hui, mais pourrait l'être demain.

L'ensemble de ces éléments rend particulièrement difficile la tâche de la BCE à l'horizon 2005. Si pour la Réserve fédérale le chemin du resserrement semble désormais tout tracé, il n'en est pas de même pour la BCE. Elle semble prête à tolérer que le rythme d'inflation ne revienne pas en deçà de 2 % d'ici la fin 2004 mais, en 2005, elle devra naviguer entre l'absence de tensions inflationnistes et un écart de production qui tendrait à se refermer (graphique 4). La BCE pourrait poursuivre sa politique attentiste, avec une hausse symbolique d'un quart de point fin 2004 ou début 2005. En conservant cette orientation, elle ferait le choix de la croissance, au risque de dynamiser un peu plus les marchés immobiliers qui n'en ont pas besoin. Il est possible qu'à partir du moment où la Réserve fédérale aura ramené son taux directeur au niveau de celui de la BCE (soit à partir du début 2005), la pression pour suivre le mouvement général soit plus forte. Notre scénario suppose qu'elle résiste à cette pression, et que la politique monétaire européenne se démarquera des autres, une fois n'est pas coutume, par une orientation plus accommodante.

4. Règle de Taylor dans la zone euro *



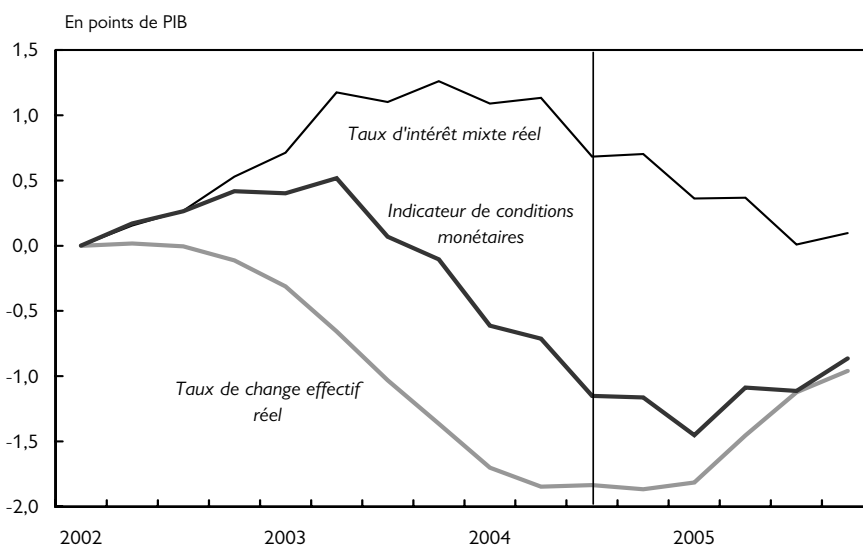
* La règle est calibrée sur la base des coefficients indiqués par Taylor : $i = 2 + \dot{p} + 0,5(\dot{p} - 2) + 0,5gap$ avec i le taux directeur de la BCE ; 2 le taux d'intérêt réel d'équilibre de longue période ; \dot{p} l'inflation, en glissement sur un an, mesurée par l'IPCH ; $(\dot{p} - 2)$ l'écart de l'inflation à la cible de 2 % de la BCE ; gap l'écart au potentiel (tel que mesuré par l'OCDE). La règle estimée est la suivante : $i = 2,2 + 0,6\dot{p} + 0,6gap$.

Sources : Eurostat, OCDE, calculs et prévision OFCE octobre 2004.

■ Département analyse et prévision

Malgré ce *statu quo* sur les taux directeurs et la stabilité attendue du taux de change de l'euro, les conditions monétaires de la zone euro cesseraient au mieux de se durcir, la ponction exercée par l'appréciation passée de l'euro s'amenuisant, comme le soutien apporté à la croissance par la politique monétaire (graphique 5).

5. Composantes de l'indicateur de conditions monétaires pour la zone euro



Sources : calculs et prévision OFCE octobre 2004.

La Banque d'Angleterre monte la garde

L'économie britannique est apparemment proche du plein emploi, avec un taux de chômage de 4,7 % seulement au sens du BIT au deuxième trimestre 2004, toujours en baisse légère (0,3 point de moins en un an). Pourtant, les signes d'une accélération de l'inflation ne sont guère visibles, que ce soit du côté du marché du travail ou de ceux des biens, à l'exception du marché de l'immobilier. Les salaires nominaux affichaient une hausse d'à peine 4 % sur un an au deuxième trimestre, soit une hausse de 0,5 point de pourcentage en un an, mais un rythme identique à celui de 2003. Il n'y a donc pas d'augmentation sensible des salaires, dont l'évolution reste par ailleurs compatible avec l'augmentation de la productivité apparente du travail (de l'ordre de 2 %) et des prix (3 % pour le déflateur du PIB). L'inflation mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) reste très modérée: elle n'était que de 1,3 % sur un an en août 2004, soit bien en deçà de la cible de 2 % de la politique monétaire.

POLITIQUES MONÉTAIRES : LA MARCHÉ À SUIVRE ■

Les prix de l'immobilier ont cependant continué à croître à des rythmes annuels compris entre 10 et 20 %, soit un doublement depuis le début de leur accélération en 1996, entraînant la poursuite de la hausse du taux d'endettement des ménages, qui a atteint au deuxième trimestre 2004, 130 % de leur revenu disponible, niveau historiquement très élevé (voir dans ce dossier la fiche « Royaume-Uni: comme une image »). Ceci, conjugué à la proximité du plein-emploi, a conduit la Banque d'Angleterre à poursuivre la hausse des taux entamée en novembre 2003. Le taux directeur était de 4,75 % en août 2004, soit une hausse cumulée de 1,25 point en neuf mois (0,25 point en novembre, février, mai, juin, juillet et août). La Banque d'Angleterre a été l'une des premières grandes banques centrales à relever ses taux, de façon très graduelle, comme à son habitude. Elle espère que les hausses de taux réduiront le recours à l'endettement des ménages et, partant, freineront la hausse des prix de l'immobilier.

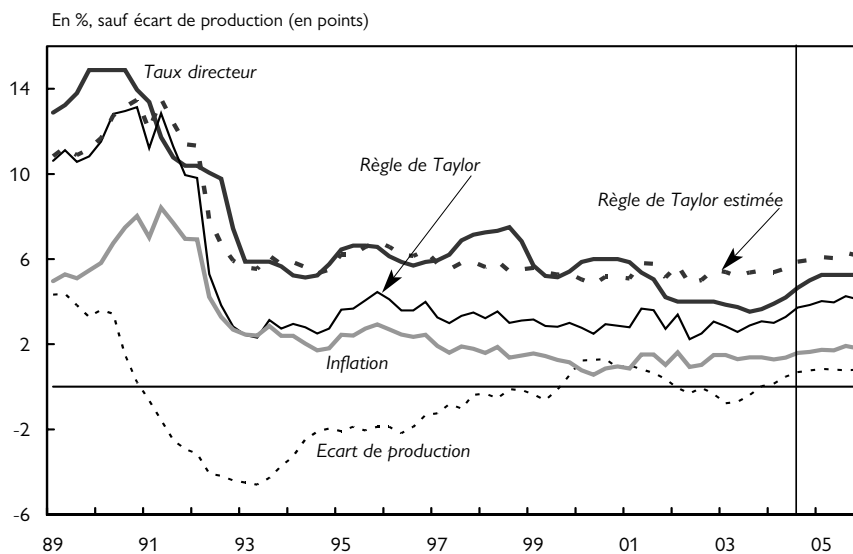
Les premiers signes de tassement des indicateurs conjoncturels apparus pendant l'été, notamment en ce qui concerne les ventes de détail en septembre, ainsi que la légère baisse des prix de l'immobilier en août suggèrent peut-être que la politique monétaire a commencé à mordre sur l'endettement des ménages et que le ralentissement tant attendu des prix de l'immobilier est enclenché. La politique monétaire reste cependant probablement accommodante en septembre 2004. Les taux d'intérêt restaient inférieurs d'environ 1,25 point à ceux suggérés par une fonction de réaction estimée sur la période allant du début 1993 à la mi-2004 (graphique 6). Les coefficients de cette fonction de réaction sont proches de ceux de Taylor pour l'écart de production (0,5) et l'inflation (1,5), mais la constante est de 4 (au lieu de 2), ce qui donne un taux approprié à la situation conjoncturelle de 6 % au troisième trimestre 2004. En appliquant les coefficients indiqués par Taylor pour les États-Unis, ce taux ne serait que de 3,75 %.

Sous nos hypothèses de croissance et d'inflation, la Banque d'Angleterre serait amenée à relever ses taux au maximum de 0,5 point d'ici le premier trimestre 2005 (0,25 point au quatrième trimestre 2004 et 0,25 au trimestre suivant) puis les stabiliserait à 5,25 %. Lors de sa réunion de début septembre, le Comité de politique monétaire a voté unanimement pour une stabilité des taux. La remontée des taux serait moins rapide si le ralentissement de la hausse des prix de l'immobilier se confirmait.

L'appréciation du taux de change effectif réel de la livre sterling depuis l'automne 2003 (+ 8 %), parallèle à la remontée des taux d'intérêt réels, conduit par ailleurs à un durcissement des conditions monétaires extérieures, qui contribuera aussi à freiner la croissance (graphique 7). La stabilité du taux de change effectif nominal envisagée dans notre prévision maintiendrait la pression sur les marges à l'exportation des producteurs britanniques à l'horizon 2005, prolongeant le mouvement de perte de parts de marché.

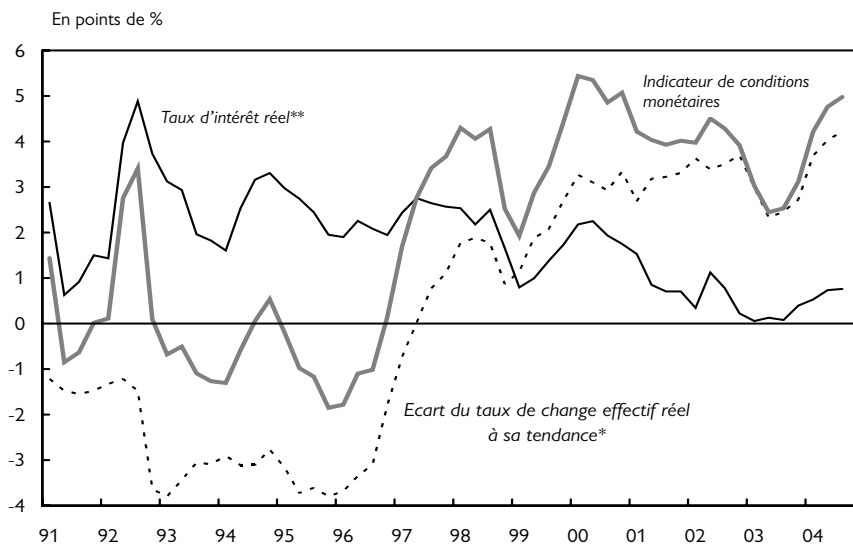
■ Département analyse et prévision

6. Règle de Taylor au Royaume-Uni *



* 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 Banque d'Angleterre ; 2 le taux d'intérêt réel d'équilibre de longue période ; \dot{p} l'inflation, en glissement sur un an, mesurée par l'IPCH ; $(\dot{p} - 2)$ l'écart de l'inflation à la cible de 2% de la Banque d'Angleterre ; gap l'écart au potentiel (tel que mesuré par l'OCDE). La règle estimée est la suivante : $i = 4 + 1,25\dot{p} + 0,25gap$.
Sources : Banque d'Angleterre, OCDE, ONS, estimations et prévision OFCE octobre 2004.

7. Conditions monétaires au Royaume-Uni



* Moyenne sur 1991-2003, pondérée par son poids dans l'indicateur (0,2).

** (Moyenne taux longs-taux courts) – glissement annuel des prix à la consommation – croissance lissée du PIB
Sources : Banque d'Angleterre, OCDE, ONS, estimations OFCE.

Banque du Japon: attentive mais peu efficace

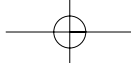
Les autorités monétaires nippones ont annoncé en septembre 2004 qu'elles garderont leur cible de liquidités entre 30 000 et 35 000 milliards de yen, comme affiché en début d'année. La politique de taux directeurs effectifs nuls serait aussi maintenue, en dépit des tensions récentes sur les taux longs.

Mais les importantes injections de liquidités des quatre dernières années n'ont pas encore eu raison de la déflation. En dépit du dynamisme de l'activité (+ 2,5 % de croissance en 2003 et + 3,9 % en 2004 selon nos prévisions), la croissance des déflateurs du PIB et de l'investissement privé demeure négative (égale, respectivement, à - 2,8 et - 3,5 % au deuxième trimestre 2004 en glissement annuel). Par contre, la variation des prix à la consommation se rapproche de zéro (-1 % en moyenne sur les six premiers mois de 2004).

Certes, le cas japonais prouve qu'une fois installé, le processus déflationniste est bien difficile à éradiquer. Neuf trimestres consécutifs de croissance du PIB ne sont pas venus à bout de la déflation. Mais quelle solution envisager? Les autorités monétaires poursuivent une politique très souple depuis longtemps, mais elles n'ont pas encore osé mener une politique explicite ni de cible d'inflation ni de cible de taux de change. Comptent-elles sur la remontée du prix du pétrole pour sortir le pays de la déflation?

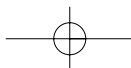
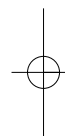
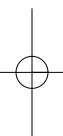
Les achats importants de dollars américains de la part de la Banque du Japon (qu'on estime à environ 20 000 milliards de yen en 2003 – soit 4 points de PIB, et 15 000 milliards de yen au premier trimestre 2004 – soit 3 points de PIB) ont freiné l'appréciation du yen vis-à-vis du dollar (106 yen pour un dollar au début 2004). Le yen, actuellement échangé aux environs de 110 yen pour un dollar, se déprécierait encore vis-à-vis du dollar, se situant aux environs de 114 yen pour un dollar fin 2005. Selon nos prévisions, les taux d'intérêt longs, qui étaient remontés (1,8 % au deuxième trimestre 2004) dans l'attente d'un durcissement de la politique monétaire, redescendraient pour se situer aux environs de 1,2 % en fin 2005.

La situation financière des grandes banques s'est améliorée. Mais les banques régionales ont plus de difficultés à assainir leurs créances douteuses et font toujours preuve d'une piètre performance. Entre septembre 2002 et août 2004, la Banque du Japon aurait acheté des actions des banques commerciales pour 20 000 milliards de yen. Ce programme révolutionnaire, lancé en septembre 2002, se terminerait au 30 septembre 2004, en dépit du fait que les achats réalisés sont inférieurs à la cible fixée à 30 000 milliards de yen. La Banque du Japon considère qu'elle a atteint ses objectifs du fait que la bourse de Tokyo est remontée et que les banques ont reconstitué leurs réserves.



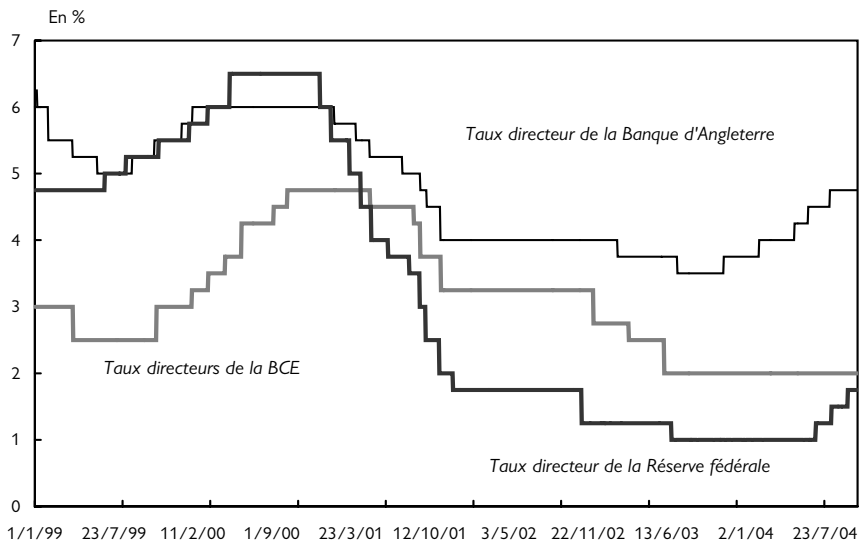
■ Département analyse et prévision

Un nouveau programme de vente et rachat d'obligations publiques aux institutions de crédit ayant pour but de faciliter les injections de liquidités et les placements d'obligations publiques a été lancé en avril 2004.



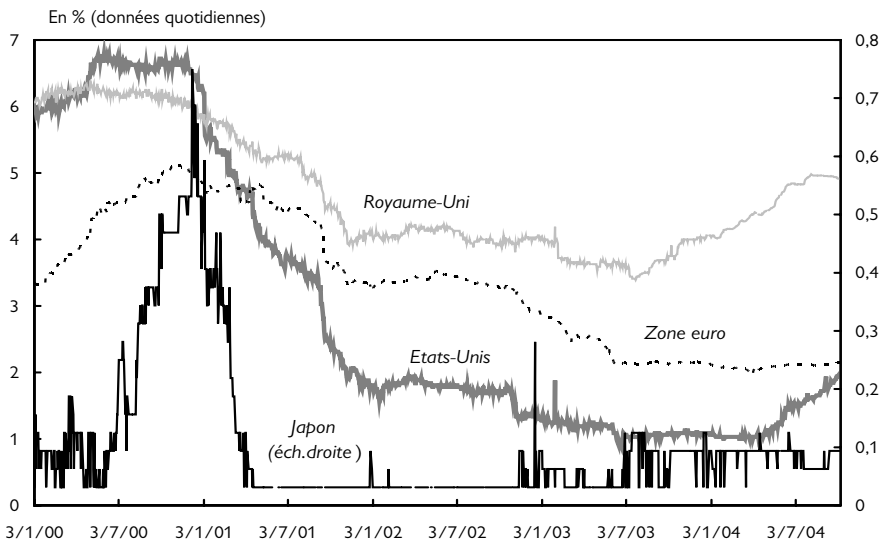
ANNEXE

A1. Taux d'intérêt directeurs



Sources : Global Insight, Datastream.

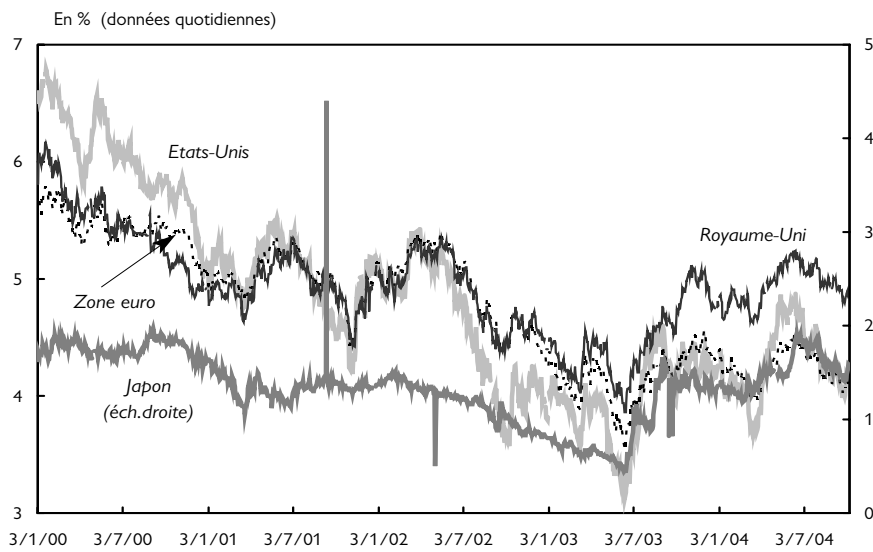
A2. Taux d'intérêt nominaux à 3 mois



Source : Global Insight.

■ Département analyse et prévision

A3. Taux d'intérêt nominaux publics à 10 ans



A4. Écart de taux nominaux 10 ans – 3 mois

