

Quelques outils d'évaluation de l'orientation de la politique monétaire

H. De Doncker
M. Hradisky
Q. Wibaut*

Cet article traite de l'évaluation de l'orientation de la politique monétaire, d'un point de vue général et d'un point de vue européen. Il met d'abord l'accent sur la difficulté de l'exercice, qui tient à la complexité de l'environnement dans lequel opère la politique monétaire et au caractère indirect de son action. Il présente ensuite une description, une application à la zone euro et une analyse critique de divers outils généralement utilisés pour décrire ou juger l'orientation de la politique monétaire: agrégats monétaires, taux d'intérêt réels à court terme, indice des conditions monétaires, règle de Taylor, anticipations d'inflation.

Évaluer l'orientation de la politique monétaire est essentiel non seulement pour les observateurs mais aussi pour les autorités monétaires elles-mêmes. Le Conseil des gouverneurs de la BCE évalue et, le cas échéant, réoriente son action dans le cadre de la stratégie annoncée dès 1998, qui comprend une définition quantifiée de l'objectif de stabilité des prix et une analyse organisée en deux piliers. Le présent article est aussi l'occasion d'évoquer les précisions apportées à cette stratégie le 8 mai 2003.

De la difficulté d'une évaluation

Il n'est pas simple d'évaluer l'orientation de la politique monétaire parce que celle-ci opère dans un environnement complexe et mouvant et qu'une grande distance sépare les instruments des objectifs: la banque centrale agit dans la sphère financière de l'économie, où elle ne contrôle assez étroitement que les taux d'intérêt à très court terme du marché monétaire, alors qu'elle a pour

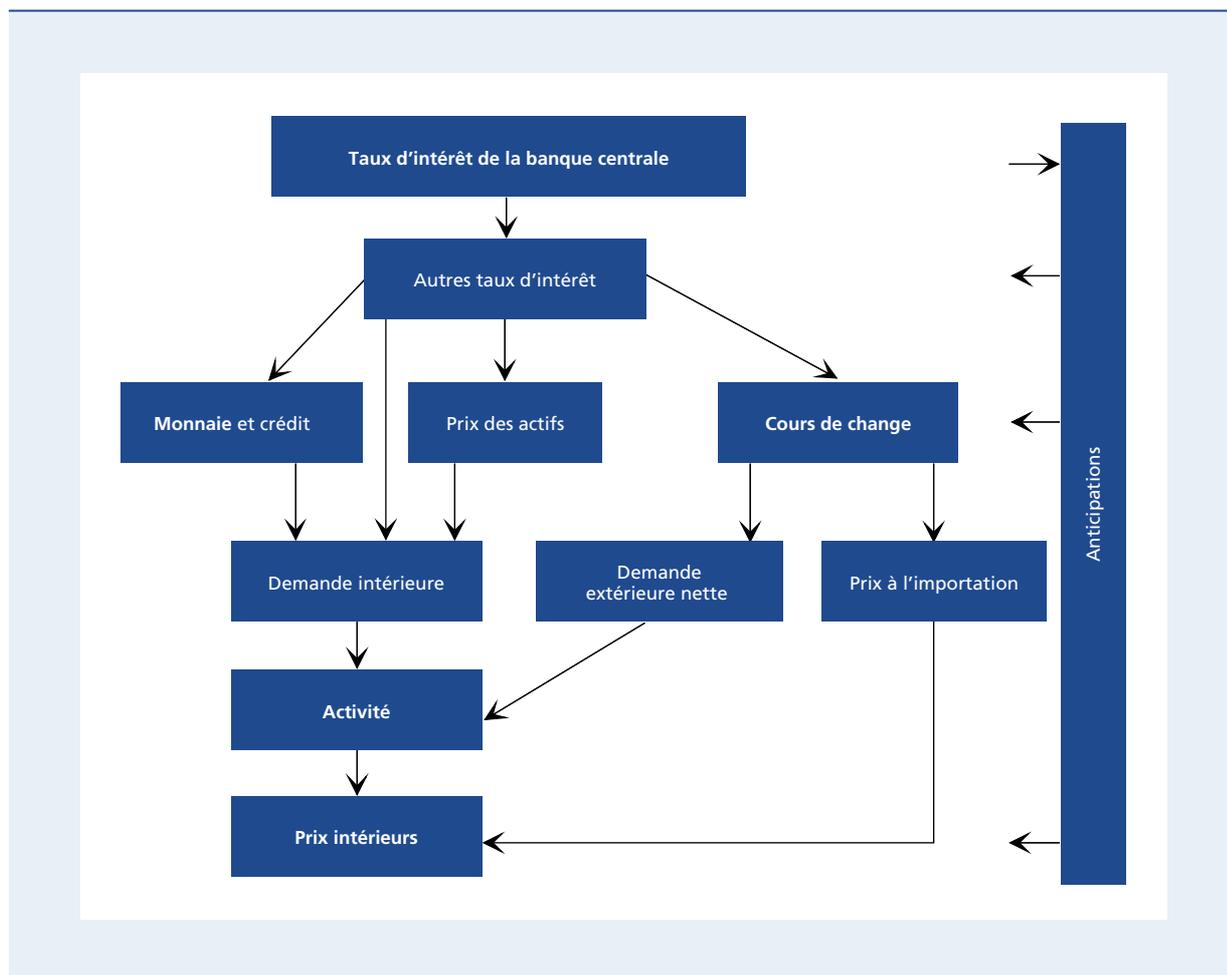
objectif principal la stabilité à moyen terme du niveau général des prix des biens et services, ce qui n'exclut pas la recherche d'une stabilisation de la croissance de l'activité.

Pour décrire l'orientation de la politique monétaire, il est naturel de partir de l'utilisation, par la banque centrale, des instruments qui sont à sa disposition. À cet égard, à la suite de l'abandon, par la plupart des banques centrales des pays industrialisés, des mesures d'ordre réglementaire, telles que l'encadrement du crédit, et des objectifs opérationnels quantitatifs, tels que l'évolution des réserves libres des banques, il est devenu relativement courant de synthétiser l'utilisation de ces instruments par un taux d'intérêt directeur – le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement dans le cas de l'Eurosystème – ou par un taux d'intérêt annoncé comme cible opérationnelle – le taux des fonds fédéraux aux États-Unis. Par extension, l'évolution des taux d'intérêt à très court terme du marché monétaire peut être considérée comme reflétant pour l'essentiel l'action de la banque centrale.

Toutefois, un même niveau de ces taux d'intérêt peut avoir une signification très différente selon le contexte. C'est, par exemple, ce que la critique monétariste de la politique monétaire américaine au début des années septante a mis en évidence: si, en dépit du relèvement des taux d'intérêt, la masse monétaire et les prix s'accroissent, la politique monétaire doit être qualifiée de trop

* Les auteurs remercient A. Durré, Ph. Moës et V. Périlleux pour leurs commentaires.

GRAPHIQUE 1 PROCESSUS DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE : PRINCIPALES VARIABLES UTILISÉES DANS LES INDICATEURS SYNTHÉTIQUES



accommodante. Dans la mesure où il existe une relation stable entre la croissance monétaire et l'évolution des prix, le suivi des agrégats monétaires permet d'évaluer si le niveau de la liquidité dans l'économie est conforme à l'objectif de stabilité des prix.

Par ailleurs, ce ne sont pas tant les taux d'intérêt nominaux qui influencent le comportement des agents économiques que les taux d'intérêt réels, déduction faite de l'inflation anticipée.

En outre, l'évaluation peut être compliquée par le rôle grandissant des réactions des opérateurs des marchés financiers dans la transmission des impulsions de politique monétaire. En effet, un même mouvement des taux d'intérêt à très court terme du marché monétaire peut produire des résultats différents selon les réactions sur les marchés d'obligations, d'actions et de change. De plus, les taux d'intérêt à plus long terme, les taux bancaires, les cours des actions et les cours de change sont soumis

à d'autres influences. Certains indicateurs synthétiques, comme les indices de conditions monétaires, combinent les taux d'intérêt réels à court terme avec d'autres variables financières.

Ensuite, d'un point de vue normatif, on ne peut juger de l'adéquation du taux d'intérêt contrôlé par la banque centrale aux objectifs poursuivis sans se référer à l'état de l'économie. Dans la quête d'un taux d'intérêt optimal déterminé par une règle simple, les travaux de Taylor (1993) ont eu un retentissement certain. Pour évaluer l'orientation de la politique monétaire, bon nombre d'observateurs utilisent des règles inspirées de celle de Taylor, qui relie le taux d'intérêt à court terme à l'écart de production et à l'inflation. Toutefois, aucune banque centrale n'a adopté de règle aussi simple.

Enfin, la banque centrale pourrait être jugée directement sur la réalisation de ses objectifs, mais une telle évaluation ne peut se faire qu'a posteriori, étant donné les délais de transmission de la politique monétaire, et elle doit faire abstraction des effets temporaires des multiples chocs qui affectent l'activité et les prix. L'évolution des anticipations d'inflation fournit des indications utiles à l'évaluation en temps réel de la politique monétaire.

Il semble donc qu'il n'existe pas d'indicateur unique permettant de décrire et surtout de juger l'orientation

de la politique monétaire. La conduite de cette politique est un art difficile, la banque centrale s'appuyant sur toute l'information disponible et sur les régularités observées dans le passé pour évaluer les risques affectant la stabilité des prix et réagir en conséquence. En même temps, l'annonce d'une stratégie de politique monétaire qui guide ces réactions peut influencer les anticipations relatives à l'évolution des prix et permet au public de juger l'action de la banque centrale. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté une telle stratégie en octobre 1998 et en a précisé certains aspects en mai 2003 (voir encadré ci-dessous).

Encadré – Révision de la stratégie de la politique monétaire de l'Eurosystème

Le traité instituant la Communauté européenne assigne à l'Eurosystème l'objectif principal de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de cet objectif, l'Eurosystème apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'UE, visant notamment à promouvoir la croissance et l'emploi.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé le 13 octobre 1998 la stratégie qu'il entendait mettre en œuvre, et qui comprenait une définition quantifiée de la stabilité des prix ainsi que deux piliers : un rôle de premier plan assigné à la monnaie, souligné par l'annonce d'une valeur de référence pour la croissance de l'agrégat monétaire large M3, et une évaluation, reposant sur une large gamme d'autres indicateurs, des perspectives d'évolution des prix et des risques pesant sur leur stabilité dans la zone euro.

À la fin de 2002, le Conseil des gouverneurs a jugé utile de procéder à une évaluation de cette stratégie, afin de vérifier si elle était toujours adaptée à l'environnement économique et monétaire et si la communication à son sujet pouvait être améliorée. L'exercice d'évaluation, qui a tenu compte du débat public suscité par la stratégie et d'une série d'études menées par les experts de l'Eurosystème, a été clôturé le 8 mai 2003. Le Conseil des gouverneurs a apporté des précisions quant à l'objectif de stabilité des prix et au rôle de l'analyse monétaire.

D'une part, le Conseil des gouverneurs a confirmé la définition de l'objectif de stabilité des prix comme une hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 p.c. l'an dans la zone euro, à atteindre à moyen terme, mais il a précisé qu'il visait une hausse proche de ce seuil. Cette clarification souligne son engagement à ménager une marge de sécurité suffisante pour se prémunir contre les risques de déflation. Elle entend également répondre à la question de l'existence possible d'un biais de mesure de l'IPCH et aux implications des écarts d'inflation au sein de la zone euro.

D'autre part, le Conseil a confirmé qu'il continuerait à prendre les décisions de politique monétaire sur la base d'une analyse détaillée et organisée en deux piliers des risques pesant sur la stabilité des prix. Il a cependant précisé que l'analyse monétaire permettait surtout de recouper, dans une perspective à moyen et long termes, les indications à court et moyen termes provenant de l'analyse économique. La déclaration introductive du président de la BCE, à l'issue des réunions du Conseil des gouverneurs traitant de la politique monétaire, commence désormais par une analyse économique, se poursuit par une analyse monétaire et s'achève par une évaluation globale. Afin de souligner le caractère à plus long terme de la valeur de référence annoncée pour la croissance de M3 – qui n'a jamais été un « objectif intermédiaire » –, le Conseil a aussi décidé de ne plus procéder chaque année au réexamen de cette valeur de référence.

Les agrégats monétaires

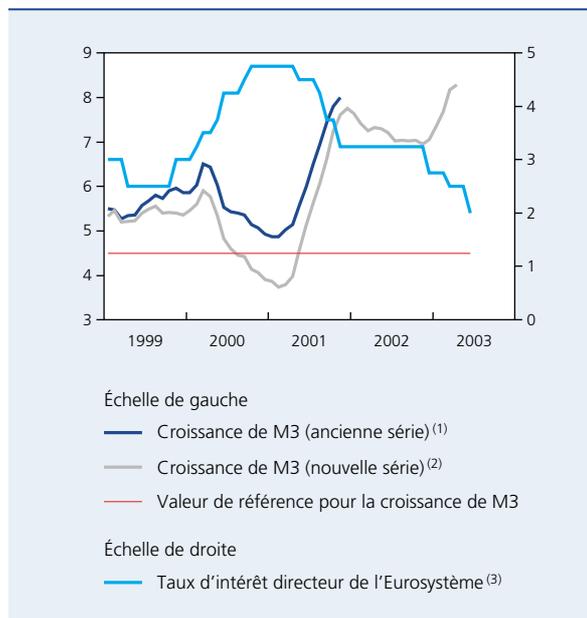
Parmi les indicateurs clés qui peuvent livrer des informations sur l'orientation de la politique monétaire se trouvent les agrégats monétaires. De la monnaie de base (billets et réserves des banques) aux agrégats larges, tel M3 (billets et pièces, dépôts à vue, à terme et à préavis et titres de créance négociables à deux ans au plus), l'influence des autorités monétaires diminue, mais le lien avec l'évolution des prix, objectif final de la politique monétaire, se renforce.

C'est en raison de la relative stabilité à moyen terme du rapport entre M3, l'activité et les prix et du caractère précurseur de M3 par rapport aux prix, observés par le passé, que le Conseil des gouverneurs de la BCE a fixé une valeur de référence pour la croissance annuelle de cet agrégat. Celle-ci est demeurée à 4,5 p.c. depuis l'entrée en vigueur de l'union monétaire. Son calcul repose sur des paramètres de moyen terme : une évaluation de la croissance potentielle de la zone euro, une estimation de la baisse tendancielle de la vitesse de circulation de M3 et l'objectif de stabilité des prix.

Conscient de ce que M3 peut subir des fluctuations de court terme sans conséquence pour la stabilité des prix et de ce que le changement de régime monétaire que constitue l'adoption de l'euro peut modifier les comportements, le Conseil des gouverneurs s'est gardé d'ériger la progression de M3 en objectif intermédiaire. Des écarts substantiels et de longue durée de la croissance de cet agrégat par rapport à la valeur de référence peuvent signaler que, dans des circonstances normales, des risques pèsent sur la stabilité des prix à moyen terme. Toutefois, il n'existe pas de corrélation mécanique simple entre l'écart par rapport à la valeur de référence et les décisions en matière de taux d'intérêt. En effet, c'est le jugement global porté sur les risques pesant sur la stabilité des prix, basé sur la mise en évidence des causes de l'écart constaté, sur les autres éléments de l'analyse monétaire dont il sera question ci-après et sur l'étude d'une large gamme de données économiques et financières, qui emportera la décision.

Ainsi, lorsque le Conseil des gouverneurs de la BCE a abaissé les taux d'intérêt en avril 1999, la progression de M3 était certes supérieure à la valeur de référence mais cela a été imputé à des facteurs particuliers qui tenaient à l'entrée en vigueur de l'union monétaire. À partir de novembre 1999, par contre, le Conseil a relevé à plusieurs reprises les taux d'intérêt, entre autres en raison d'une longue déviation de M3 par rapport à la valeur de référence, qui a été interprétée comme un signal de risques inflationnistes. L'abaissement des taux d'intérêt auquel il a été procédé en mai 2001 était également motivé en partie

GRAPHIQUE 2 CROISSANCE DE M3 ET TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEUR DE L'EUROSISTÈME



Source : BCE.

(1) Moyenne centrée sur trois mois des pourcentages de variation annuelle.

(2) La nouvelle série correspond à l'ancienne après déduction des avoirs de non-résidents en titres négociables à court terme.

(3) Taux des appels d'offres à taux fixe pour les opérations principales de refinancement jusqu'au 28 juin 2000, taux de soumission minimal pour ces opérations ensuite.

par l'évolution de M3 : la mise à disposition de nouvelles données, corrigées des titres négociables détenus par les non-résidents, a en effet montré que la progression de M3 était, depuis quelques mois déjà, inférieure à la valeur de référence. L'accélération de la croissance monétaire observée depuis la mi-2001 n'a toutefois pas suscité de hausses des taux d'intérêt, car elle était due à des réallocations de portefeuille, qui étaient liées notamment à l'incertitude affectant les marchés financiers et dont le Conseil des gouverneurs a estimé qu'elles ne constituaient pas une menace pour la stabilité des prix.

Le suivi de la croissance annuelle de M3 est complété par celui de l'écart monétaire, défini comme la différence entre M3 et le niveau qui aurait correspondu à une progression conforme à la valeur de référence à partir d'une période de base. À cette mesure simple de l'excédent ou du déficit de liquidité, on peut aussi substituer une mesure plus complexe, fondée sur une masse monétaire d'équilibre dérivée d'un modèle de la demande de monnaie. L'écart monétaire réel, quant à lui, corrige la variable précédente pour l'excédent d'inflation passé : pour autant que les chocs de hausse des prix n'aient que des effets secondaires limités, la croissance monétaire qu'ils provoquent ne contient guère de menace pour

l'évolution future des prix et l'écart monétaire réel devient un meilleur indicateur à cet égard.

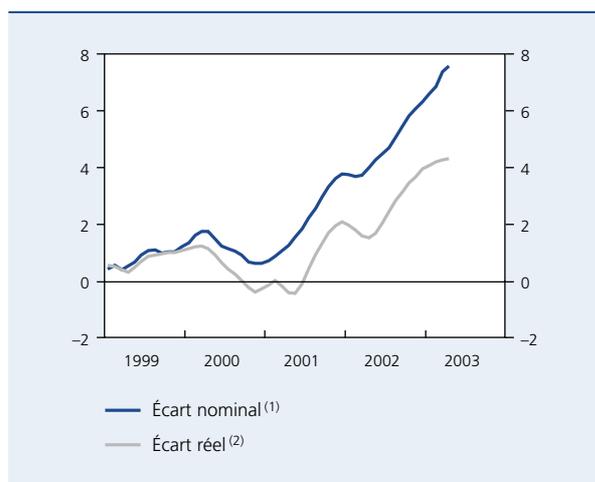
L'analyse monétaire s'étend aussi à l'étude des causes de la croissance de M3, notamment au moyen de modèles économétriques, et à l'examen de ses composantes et de ses contreparties.

Ainsi, la vive progression de M3 depuis l'automne 2001 ne s'explique que partiellement par les déterminants classiques que sont l'activité économique, les prix et le coût d'opportunité de la détention de monnaie ⁽¹⁾. Elle provient sans doute en grande partie d'une préférence accrue pour les actifs liquides à faible risque, dans un contexte marqué par une forte volatilité des marchés financiers.

L'hypothèse d'une influence déterminante des motivations financières est confortée par l'analyse des composantes de M3: alors qu'en 1999 la progression de cet agrégat était expliquée pour l'essentiel par l'expansion des actifs les plus liquides (M1), les dépôts à court terme et les titres négociables ont joué un rôle prépondérant dans l'accélération récente de M3. Certes, ces avoirs peuvent être aisément mobilisés pour l'achat de biens et services, mais le risque inflationniste qu'ils représentent est minime tant que les perspectives de croissance restent médiocres – ce qui met en exergue la complémentarité de l'information issue des deux piliers de la stratégie de politique monétaire.

GRAPHIQUE 3 ÉCARTS MONÉTAIRES NOMINAL ET RÉEL

(pourcentages de M3 de référence, moyennes centrées sur trois mois)

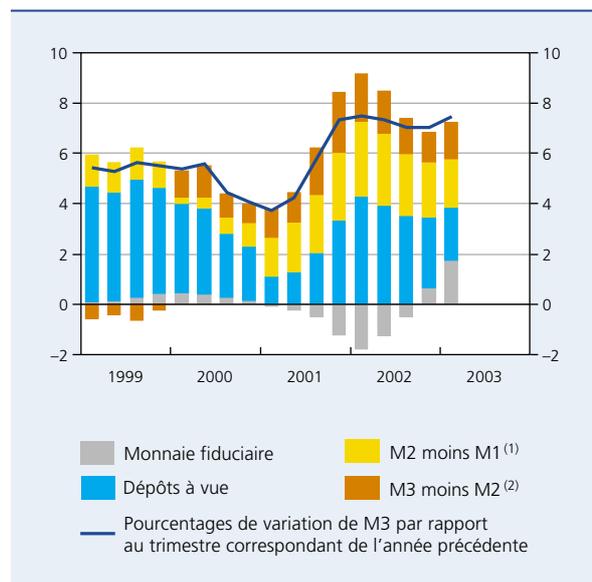


Source : BCE.

- (1) Écart entre M3 observé et M3 de référence, obtenu en augmentant l'encours observé à la fin de 1998 à un rythme de 4,5 p.c. par an.
- (2) Écart nominal corrigé pour la différence entre la hausse de l'IPCH et 1,5 p.c. par an.

GRAPHIQUE 4 COMPOSANTES DE M3

(contribution à la variation de M3, sauf mention contraire)



Source : BCE.

- (1) M2 moins M1 comprend les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les dépôts assortis d'un préavis de remboursement inférieur ou égal à trois mois.
- (2) M3 moins M2 comprend les autres engagements à court terme des IFM vis-à-vis des résidents de la zone euro, tels que les instruments négociables.

Enfin, l'examen de l'évolution des contreparties de M3 dans le bilan consolidé des institutions financières monétaires (IFM) peut également contribuer à l'interprétation des causes de la croissance monétaire. L'octroi de crédits au secteur privé est la principale contrepartie de M3 du point de vue quantitatif et celle dont la signification économique est la plus grande. Les prêts au secteur privé ont crû très vivement en 1999 et 2000, sous l'effet de la haute conjoncture, du niveau relativement bas des taux d'intérêt et d'une vague de fusions et acquisitions. Ils ont notamment servi à financer des investissements directs et de portefeuille hors de la zone euro, de sorte que leur croissance a non seulement stimulé celle de M3 mais aussi provoqué une diminution des avoirs extérieurs nets des IFM. Leur progression s'est nettement ralentie depuis lors, sans pour autant devenir exceptionnellement faible.

- (1) Le coût d'opportunité de la détention de monnaie est la perte de rendement encourue par un agent économique qui décide de détenir de la monnaie plutôt que d'autres actifs financiers plus rémunérateurs. Il est souvent mesuré par la différence entre, d'une part, les taux d'intérêt de titres de la dette publique à court et long termes et, d'autre part, le taux d'intérêt moyen des actifs compris dans l'agrégat monétaire concerné.

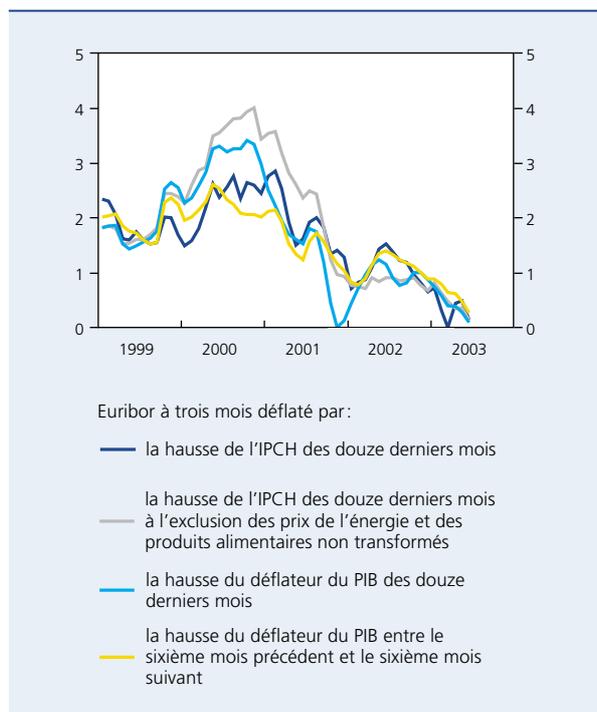
Le taux d'intérêt réel à court terme

Comme mentionné plus haut, la conduite de la politique monétaire est, dans la plupart des banques centrales, axée sur les taux d'intérêt du point de vue instrumental et opérationnel. L'analyse des mécanismes de transmission de la politique monétaire dans la zone euro fait en outre ressortir que le canal du taux d'intérêt est de loin le plus important ⁽¹⁾.

Toutefois, les variables-clés en ce qui concerne les décisions d'investissement et d'épargne des ménages et des entreprises ne sont pas tant les taux d'intérêt nominaux que les taux d'intérêt réels, c'est-à-dire déduction faite de l'inflation attendue. Contrairement aux premiers, ceux-ci ne sont pas directement observables, puisqu'ils dépendent des anticipations, par les divers agents économiques, des évolutions des prix qui les concernent.

Pour estimer le niveau réel des taux d'intérêt à court terme, divers indices de prix peuvent être utilisés (indice des prix à la consommation, le cas échéant à l'exclusion des prix les plus volatils, déflateur du PIB, etc.), et diverses estimations des attentes d'inflation peuvent être effectuées, la plus courante consistant à reprendre telle quelle l'inflation des douze derniers mois. À titre d'exemple, le

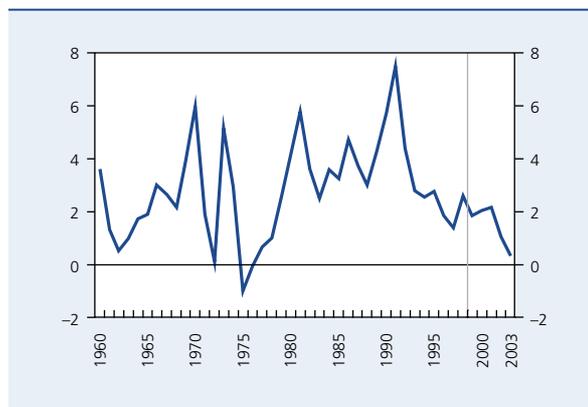
GRAPHIQUE 5 TAUX D'INTÉRÊT RÉELS À COURT TERME



Sources : BCE, CE, calculs propres.

GRAPHIQUE 6 TAUX D'INTÉRÊT RÉEL À COURT TERME ⁽¹⁾ EN ALLEMAGNE (1960-1998) ET DANS LA ZONE EURO (1999-2003) ⁽²⁾

(moyennes annuelles)



Sources : BRI, BCE, CE.

(1) Taux d'intérêt à trois mois déflaté par la hausse de l'indice des prix à la consommation des douze derniers mois.

(2) Six premiers mois.

graphique 5 montre la diversité des estimations que l'on peut obtenir en matière de taux d'intérêt réels selon l'indicateur de prix utilisé et la définition retenue pour son glissement annuel. Quelle que soit la mesure utilisée, les taux d'intérêt réels apparaissent cependant particulièrement bas actuellement dans la zone euro.

Dans une optique plus normative, le taux d'intérêt réel à court terme est parfois comparé à un taux d'intérêt réel d'équilibre, dit « neutre », compatible avec une croissance économique non inflationniste. Il est toutefois extrêmement difficile de déterminer le niveau de ce taux d'intérêt neutre. Le recours à des moyennes historiques est largement tributaire de la période retenue, comme le montre le graphique 6. D'autres méthodes consistent à se référer au taux de croissance potentielle de l'économie, au taux d'intérêt des obligations indexées ou à l'estimation de la constante d'une fonction de réaction de la banque centrale. Les estimations les plus fréquentes sont comprises entre 2 et 3 p.c. En fait, le niveau du taux neutre varie en fonction de déterminants tels que la productivité, l'offre de travail, ou la préférence pour le présent, et il est difficile de détecter ses modifications.

En matière de politique monétaire, le recours à l'indicateur des taux d'intérêt réels n'est donc pas aisé, compte tenu de l'incertitude qui caractérise la mesure des différents concepts. Il s'agit certes d'une information intéressante, mais qui doit être complétée par d'autres.

(1) McAdam et Morgan, (2001), Peersman et Smets, (2001), Van Els et al., (2001).

L'indice des conditions monétaires

L'indice des conditions monétaires (ICM) a été proposé au début des années nonante par la Banque du Canada comme une mesure synthétique de l'effet du taux d'intérêt et du cours de change sur l'activité économique et les prix. Si les banques centrales ont toujours été conscientes du rôle joué par ces deux variables dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire, la Banque du Canada voulait leur attacher un poids explicite afin d'obtenir une mesure quantitative des conditions monétaires dans l'économie.

La volonté d'inclure le cours de change dans l'évaluation de l'orientation de la politique monétaire se justifie par le fait que dans une économie ouverte, et dans une petite économie ouverte en particulier, avec un régime de change flottant et une mobilité des capitaux, le canal du cours de change exerce un effet non négligeable sur les variables économiques fondamentales. En effet, les marchés des changes peuvent renforcer, atténuer, voire neutraliser une action menée par la banque centrale. Par exemple, dans le cas d'un choc de demande positif, la hausse des taux d'intérêt permettra de freiner l'activité économique (effet direct via le canal du taux d'intérêt), cet effet négatif sur la demande globale pouvant être renforcé par l'appréciation de la monnaie nationale induite par la hausse des taux (effet indirect via le canal du cours de change). Par contre, si le marché des changes réagit de façon opposée, à savoir par une dépréciation de la monnaie en raison de facteurs exogènes, voire d'une interprétation paradoxale du changement de taux d'intérêt⁽¹⁾, le canal du cours de change viendra atténuer l'effet négatif de la hausse des taux directeurs sur la demande agrégée.

L'ICM est une combinaison linéaire des variations du taux d'intérêt et des variations du cours de change par rapport à une période de référence, fixée arbitrairement. Il permet d'évaluer dans quelle mesure les conditions monétaires se sont resserrées ou assouplies en comparaison avec cette situation initiale.

L'indice peut être calculé en termes réels ou nominaux. Les poids des variables peuvent avoir trait aux effets du taux d'intérêt et du cours de change sur l'activité économique ou sur les prix et doivent faire l'objet d'une estimation économétrique à partir de modèles structurels, de modèles restreints ou de modèles vectoriels autorégressifs (VAR).

En général, l'ICM est défini comme suit :

$$ICM_t = (i_t - i_0) + \lambda * \left[\left(\frac{e_t}{e_0} - 1 \right) * 100 \right]$$

Où :

- λ est le rapport entre les coefficients estimés du taux d'intérêt et du cours de change dans l'équation de demande réelle ou de prix et mesure ainsi leur importance relative dans le mécanisme de transmission (simplifié) de la politique monétaire ;
- i est le taux d'intérêt à court terme, généralement à trois mois, réel ou nominal, exprimé en points de pourcentage ;
- e est le cours de change effectif, réel ou nominal, exprimé en indice ;
- les indices t et 0 désignent, respectivement, la période courante et la période de référence.

Par exemple, si λ obtenu sur la base de l'estimation d'une équation de demande vaut 1/3, comme dans le cas du Canada⁽²⁾, cela signifie qu'une appréciation de 3 p.c. du cours de change effectif aura la même incidence sur l'activité économique qu'une hausse de 100 points de base (un point de pourcentage) du taux d'intérêt.

À partir de l'année 1991, la Banque du Canada a utilisé l'ICM comme cible opérationnelle dans sa stratégie de lutte contre l'inflation, à la place du taux d'intérêt à court terme. Par la suite, seule la Banque de Nouvelle-Zélande a conféré un tel statut à cet indice avant de l'abandonner peu après, comme la Banque du Canada.

Dans la pratique, l'utilisation de l'ICM en tant qu'objectif opérationnel se traduisait, sur la base de prévisions trimestrielles à l'horizon de six à huit mois, par le calcul de l'évolution « désirée » de cet indice, c'est-à-dire d'une trajectoire compatible avec les objectifs finals de la politique monétaire. Cela supposait, bien entendu, que les modèles utilisés reflètent fidèlement la réalité et que l'économie ne subisse pas de chocs supplémentaires, du moins jusqu'au prochain tour des prévisions. Pour se prémunir partiellement contre cette éventualité, la Banque du Canada élaborait des « scénarios de risque » afin d'évaluer la sensibilité de la trajectoire souhaitée aux diverses évolutions des variables-clés. Entre deux exercices de prévision, la trajectoire observée de l'ICM faisait l'objet d'un suivi systématique et, le cas échéant, était ramenée sur la trajectoire désirée en ajustant le taux d'intérêt au jour le jour.

(1) Au cours des premières années d'existence de l'euro, il est arrivé qu'un relèvement des taux d'intérêt dans la zone euro ne provoque pas une appréciation de l'euro mais soit plutôt perçu comme un facteur de dépréciation en raison d'un effet supposé négatif sur la croissance.

(2) Voir Freedman (1994).

Toutefois, la Banque du Canada, consciente des incertitudes entourant le calcul de la trajectoire désirée, ne s'efforçait de neutraliser que les écarts substantiels par rapport à celle-ci. De plus, ces écarts ne donnaient pas lieu à une intervention automatique, car la situation sur les marchés financiers ainsi que des considérations d'ordre stratégique entraient également en ligne de compte.

D'autres banques centrales, principalement celles des pays nordiques, le FMI, l'OCDE ainsi que certaines banques commerciales ont utilisé l'ICM comme outil de référence pour évaluer les conditions monétaires ou comme indicateur avancé des pressions inflationnistes. Dans ce dernier cas, le suivi portait uniquement sur les changements observés de l'indice plutôt que sur les écarts par rapport à sa trajectoire souhaitée.

Les défenseurs de l'ICM mettent en avant trois principaux avantages liés à son utilisation dans la conduite de la politique monétaire :

- simplicité. Abstraction faite des problèmes relatifs à l'estimation des poids du taux d'intérêt et du cours de change (voir infra), l'indice constitue une mesure simple des conditions monétaires et donc, a priori, facile à communiquer aux marchés;
- caractère synthétique. L'indice agrège en un seul chiffre les effets pondérés de deux canaux spécifiques du mécanisme de transmission. Ceci facilite l'évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix, du moins ceux qui proviennent des variables incluses dans l'ICM;
- disponibilité en temps réel. L'ICM nominal est disponible sur une base journalière tandis que l'ICM réel l'est avec un retard d'un mois. Même si ce dernier est la variable pertinente sur le plan théorique, les écarts entre les deux s'avèrent minimes dans une perspective de court terme.

L'indice présente aussi des inconvénients :

- choix des variables. L'ICM ne tient compte que d'un seul taux d'intérêt (le plus souvent le taux d'intérêt à trois mois) et d'un seul cours de change (généralement le cours de change effectif)⁽¹⁾. De plus, la question du choix des déflateurs se pose dans le cas du calcul de l'indice en termes réels. Ericsson et al. (1999) font remarquer que le choix des variables peut être appréhendé en termes d'agrégation de données. Tout d'abord, l'ICM exclut, par définition, tous les autres canaux de transmission de la politique monétaire (tels le canal du crédit ou le canal de la richesse), ce qui revient à leur attribuer une pondération nulle. Ensuite, le cours de change effectif constitue une moyenne pondérée des cours de change bilatéraux, dont plusieurs définitions existent. Enfin, la combinaison

linéaire d'un taux d'intérêt et d'un cours de change donnés constitue, en soi, une agrégation. Chaque niveau d'agrégation implique la perte d'informations. Par conséquent, l'utilisation de l'ICM dans la stratégie de politique monétaire suppose implicitement que cette perte soit négligeable;

- estimation des poids du taux d'intérêt et du cours de change. Ces poids doivent être estimés, ce qui rend l'ICM tributaire de la spécification du modèle et soulève des problèmes économétriques liés à la stationnarité des séries, la dynamique du modèle, l'exogénéité des variables, la stabilité des paramètres, sans oublier l'incertitude qui entoure les résultats de l'estimation⁽²⁾. Généralement, l'importance relative du canal du taux d'intérêt et du canal du cours de change est estimée à partir de modèles réduits à une seule équation, une approche fortement critiquable au regard de plusieurs aspects économétriques que l'on vient d'évoquer⁽³⁾. En fait, le taux d'intérêt nominal est une variable exogène, contrôlable par les autorités monétaires. Par contre, le cours de change échappe à leur contrôle puisqu'il peut être influencé par d'autres variables que le taux d'intérêt;
- problèmes d'interprétation. L'évaluation des conditions monétaires doit aussi tenir compte de la nature des chocs économiques. À ce sujet, Grande (1997) montre à l'aide d'un modèle IS-LM⁽⁴⁾ que l'ICM donne des signaux erronés en présence d'un choc sur les cours de change, d'un choc financier et, sous certaines conditions, d'un choc d'offre. Par exemple, dans le cas d'une appréciation de la monnaie nationale à la suite d'une amélioration structurelle des termes de l'échange, il n'y a pas lieu de considérer que les conditions monétaires se sont resserrées;
- difficultés de communication. L'expérience de la Banque du Canada montre que la simplicité d'un indicateur n'est pas un gage de communication aisée. En effet, les opérateurs financiers avaient tendance

(1) On peut aussi construire des indices des conditions financières qui incluent l'un ou l'autre taux d'intérêt à long terme, voire les cours des actions.

(2) L'analyse détaillée de ces questions techniques se trouve dans Eika et al. (1996) et Ericsson et al. (1999).

(3) Par exemple, Dugay (1994) estime l'équation de demande suivante pour le Canada (les écarts types figurent entre parenthèses) :

$$\Delta y_t = 0,13 + 0,52\Delta y_t^* + 0,45\Delta y_{t-1}^* - 0,40 \left[\frac{\Delta_8 RR_t}{8} \right] - 0,15 \left[\frac{\Delta_{12} q_t}{12} \right] + \varepsilon_t$$

(0,13) (0,11) (0,11) (0,22) (0,12)

R²-ajusté = 0,64 DW = 1,96

Où :

- y et y* correspondent respectivement aux PIB canadien et américain;
- RR représente le taux d'intérêt réel à trois mois obtenu en déflétant le taux d'intérêt nominal par la variation annuelle du déflateur du PIB au trimestre précédent ($RR_t = R_t - \Delta_t p_{t-1}$);
- q est le cours de change bilatéral réel entre les dollars américain et canadien.

Cette spécification revient à considérer que le cours de change ne peut affecter les prix directement mais uniquement indirectement via la croissance. Par ailleurs, d'un point de vue dynamique, cette équation exclut les effets de retour du cours de change vers le taux d'intérêt, variable maîtrisée par la banque centrale.

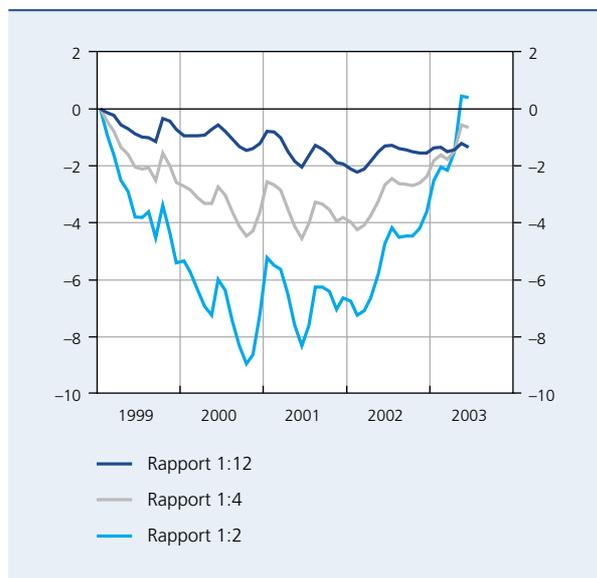
(4) Il s'agit d'un modèle pour une petite économie ouverte avec une mobilité parfaite des capitaux, des rigidités de prix et des anticipations parfaites.

à associer automatiquement les écarts entre les trajectoires observée et désirée de l'indice à une action de la banque centrale.

En pratique, l'utilisation de l'ICM en tant que cible opérationnelle s'est révélée relativement complexe, ce qui a d'ailleurs amené la Banque du Canada à l'abandonner progressivement.

Malgré leurs défauts, des ICM sont fréquemment calculés pour la zone euro. Le poids relatif du cours de change par rapport au taux d'intérêt y est compris dans une fourchette allant de 1:2⁽¹⁾ à 1:12⁽²⁾, ce qui montre la grande incertitude affectant ce paramètre. Dans le premier cas, une appréciation du cours de change effectif de 2 p.c. a le même effet sur l'activité (les prix) qu'une hausse de 100 points de base du taux d'intérêt. Dans le second cas, le poids accordé au cours de change est beaucoup plus faible puisqu'il doit connaître une augmentation de 12 p.c. pour avoir la même incidence qu'un relèvement du taux d'intérêt de 100 points de base.

GRAPHIQUE 7 INDICES DES CONDITIONS MONÉTAIRES POUR LA ZONE EURO (EN TERMES RÉELS)⁽¹⁾



Sources : BCE, CE, calculs propres.

(1) Variation en points de pourcentage par rapport à janvier 1999 de l'Euribor à trois mois déflaté par la hausse du déflaté du PIB (mensualisé) de la zone euro entre les mois t+6 et t-6, augmentée de respectivement 1/12, 1/4 et 1/2 du pourcentage de variation par rapport à janvier 1999 du cours de change effectif réel de l'euro (par rapport au groupe restreint de partenaires commerciaux selon la définition de la BCE) exprimé en termes de prix à la production.

GRAPHIQUE 8 COURS DE CHANGE RÉEL DU MARK ALLEMAND (1973-1998) OU DE L'EURO (1999-2003) VIS-À-VIS DU DOLLAR DES ÉTATS-UNIS⁽¹⁾

(moyenne 1973-2002 = 100)



Sources : BRI, BCE, CE, calculs propres.

(1) Cours de change nominal du mark allemand (1973-1998) ou de l'euro (1999-2003) vis-à-vis du dollar des États-Unis, déflaté par le rapport entre les indices des prix à la consommation des États-Unis et de l'Allemagne (1973-1998) ou de la zone euro (1999-2003).

Afin d'illustrer la sensibilité de l'ICM à la pondération, trois indices en termes réels pour la zone euro ont été construits, dont deux s'obtiennent en utilisant les ratios extrêmes mentionnés ci-dessus alors que le troisième constitue un cas intermédiaire avec un poids relatif de 1:4 du cours de change par rapport au taux d'intérêt⁽³⁾. Si les indices donnent globalement une image similaire de l'évolution des conditions monétaires, plus le poids accordé au cours de change est élevé, plus l'indice est volatil⁽⁴⁾. Par ailleurs, le signe des variations des trois indices reste généralement identique tout au long de la période examinée. Néanmoins, certaines divergences apparaissent, dont la plus marquante entre février et mai 2000. Pendant cette période, l'indice calculé sur la base du rapport 1:12 montre les signes d'un resserrement, certes léger, des conditions monétaires alors que les deux autres indices, qui accordent plus de poids au cours de change, indiquent le contraire en raison d'une forte dépréciation de la monnaie européenne, qui n'a pas pu être compensée par les relèvements successifs des taux d'intérêt, décidés en mars et avril 2000 dans un contexte économique vigoureux.

(1) Dornbush et al. (1998).

(2) Salomon Smith Barney (1998).

(3) Soit un rapport proche du résultat de Martinez Pagés et Ortega Eslava (2000), le rapport qui découle de leurs estimations étant de 1:4,4.

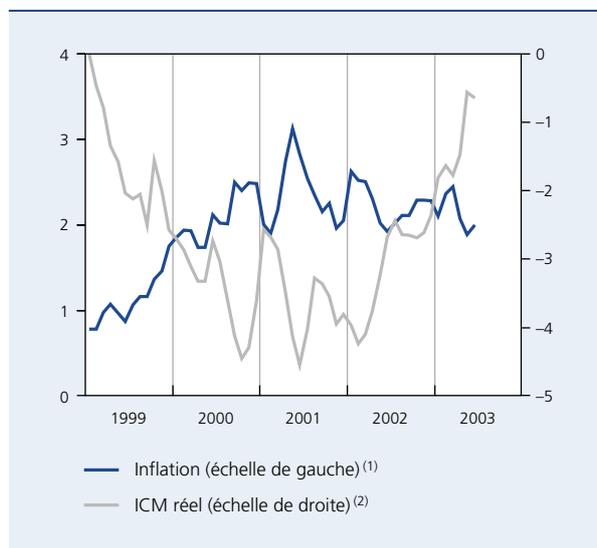
(4) Ce qui s'explique par une plus grande volatilité du cours de change par rapport au taux d'intérêt au cours de cette période.

Même lorsque la part attribuée au cours de change est relativement faible, les amples fluctuations de cette variable impriment leur marque à l'évolution de l'indice, de sorte, par exemple, que les relèvements de taux d'intérêt décidés de novembre 1999 à octobre 2000 ne se traduisent guère par une hausse de l'indice. Quelle que soit la pondération retenue, il apparaît que les conditions monétaires se sont resserrées depuis le début de 2002 sous l'effet de l'appréciation de l'euro, pour se rapprocher de celles qui prévalaient au début de l'union monétaire. Dans une perspective de plus long terme, il semble que l'appréciation récente de l'euro ait corrigé une sous-évaluation manifeste en 2000-2001.

Le caractère précurseur de l'ICM par rapport aux évolutions des prix dans la zone euro paraît assez faible. Il est évident que l'inflation est la résultante de bien d'autres facteurs.

En conclusion, l'indice des conditions monétaires n'est que d'une faible utilité pratique. Il doit être interprété comme une mesure synthétique des pressions sur l'activité et les prix émanant uniquement du taux d'intérêt à court terme et du cours de change.

GRAPHIQUE 9 INDICE DES CONDITIONS MONÉTAIRES (EN TERMES RÉELS) ET TAUX D'INFLATION DANS LA ZONE EURO



Sources : BCE, CE, calculs propres.

(1) Pourcentages de variation annuelle de l'IPCH.

(2) Calculé sur la base d'un rapport de 1:4 entre le cours de change et le taux d'intérêt.

La règle de Taylor

Il est parfois recommandé aux autorités monétaires de se lier les mains par une règle plus ou moins stricte, qui doit rester en place pendant une période suffisamment longue pour produire les effets escomptés, par exemple en termes de crédibilité de la banque centrale.

On peut distinguer deux types de règles : d'une part, celles qui prescrivent une évolution constante dans le temps de la cible opérationnelle de la politique monétaire (la proposition de M. Friedman d'un taux de croissance constant pour la base monétaire en est une illustration) et, d'autre part, celles qui lient les mouvements de la base monétaire ou du taux d'intérêt à court terme aux variations des variables macroéconomiques-clés. Dans ce deuxième groupe, les règles qui lient l'évolution des taux d'intérêt à l'écart de l'inflation par rapport à son objectif et à l'écart de production sont appelées communément règles de Taylor, du nom de l'économiste américain qui, en 1993, proposa une telle fonction de réaction :

$$i_t = \bar{r} + p_t + 0,5(p_t - \bar{p}) + 0,5 \frac{y_t - \bar{y}}{\bar{y}}$$

Où :

- i_t désigne le taux d'intérêt recommandé des fonds fédéraux ;
- \bar{r} est le taux d'intérêt réel d'équilibre ou neutre ;
- p_t Représente l'inflation des quatre derniers trimestres, censée être indicative de l'inflation anticipée ;
- \bar{p} est l'objectif d'inflation ;
- y_t et \bar{y} correspondent, respectivement, aux niveaux du PIB observé et tendanciel ;
- les coefficients ont été fixés sommairement mais permettent à la règle d'expliquer l'évolution des taux des fonds fédéraux aux États-Unis dans la période 1987-1992.

La règle initiale formulée par Taylor postule que la banque centrale ne se préoccupe que de la situation économique dans son propre pays (les taux d'intérêt mondiaux ne sont, par exemple, pas pris en compte) et attribue des poids positifs et identiques aux écarts d'inflation et de production par rapport à leurs cibles respectives. Dans le cas où l'inflation est égale à l'objectif, fixé à 2 p.c., et le niveau de l'activité économique coïncide avec son niveau potentiel, le taux d'intérêt réel se confond avec son niveau d'équilibre de long terme. Dans la spécification originelle, celui-ci est fixé à 2 p.c. ⁽¹⁾.

(1) Soit une valeur comparable au taux de croissance tendanciel de l'économie américaine entre 1984 et 1992.

Par ailleurs, une simple réécriture de l'équation montre que le coefficient attribué à l'inflation est supérieur à l'unité. Cela signifie que la banque centrale ajustera le taux d'intérêt réel à la hausse dans le cas d'un dépassement de l'objectif d'inflation⁽¹⁾.

$$i_t = \bar{r}_t - 0,5 \bar{p} + 1,5 p_t + 0,5 \frac{y_t - \bar{y}_t}{\bar{y}_t}$$

Taylor ne préconise pas de suivre mécaniquement une telle fonction de réaction. Il reconnaît la nécessité d'évaluer une large gamme d'indicateurs économiques, surtout dans les situations où l'économie subit des chocs temporaires et inattendus. Toutefois, la règle devrait faire partie des concepts examinés, ne fût-ce qu'à titre expérimental comme indicateur de l'orientation de la politique monétaire. Si l'expérience prouve sa fiabilité, elle pourrait devenir un guide privilégié pour la prise de décision et permettrait, en quelque sorte, de rapprocher la pratique et la théorie économique, cette dernière mettant en évidence la supériorité des règles par rapport aux politiques discrétionnaires, en termes de cohérence dans le temps (*time consistency*), de crédibilité et de maximisation du bien-être.

En 1999, Taylor franchit une étape supplémentaire et suggère l'utilisation de ce concept en tant que guide de la politique monétaire, en particulier dans le cas de l'Eurosystème. En effet, les résultats de simulations montrent que les règles simples du type de celles de Taylor sont robustes dans la mesure où elles permettent, dans les différents modèles économétriques, de stabiliser les prix et l'activité de façon comparable aux règles optimales, généralement plus compliquées. En revanche, une fonction de réaction optimale dans un modèle particulier conduit à des résultats moins satisfaisants qu'une règle de Taylor simple si elle est transposée dans d'autres modèles. Le fait de suivre une règle simple permet ainsi de minimiser le risque d'adopter une mauvaise stratégie, étant donné que la structure de l'économie n'est pas connue avec exactitude au moment de la prise de décision et change au fil du temps.

La règle de Taylor semble donc un concept très attrayant. Or, son utilisation nécessite certaines précautions en raison des problèmes qu'elle soulève, tant d'un point de vue théorique qu'empirique.

Tout d'abord, les poids attribués à l'inflation et à l'écart de production ont été fixés arbitrairement. Ils peuvent aussi faire l'objet d'une estimation : ils dépendent alors non seulement du modèle économique sous-jacent mais aussi de la méthode économétrique utilisée. Par ailleurs, il faut tenir compte du fait qu'implicitement ou explicitement chaque banque centrale accorde au cours du cycle économique plus de poids à l'une ou l'autre variable. L'évaluation de la politique monétaire risque ainsi d'aboutir à des conclusions contradictoires

en fonction de l'importance relative des deux variables dans la règle. Dans le cas de l'Eurosystème, l'objectif primordial est le maintien de la stabilité des prix. L'horizon temporel de cet objectif – à moyen terme – permet cependant de prendre en considération l'écart de production, essentiellement comme déterminant de l'évolution ultérieure des prix.

Le choix des variables soulève des difficultés supplémentaires. Celles-ci sont relativement limitées dans le cas de l'inflation, qui est généralement calculée sur la base d'un indice large des prix, tel que l'indice des prix à la consommation ou le déflateur du PIB. En l'absence de mouvements importants des termes de l'échange, ces deux indices évolueront de manière similaire. Le problème devient plus aigu lorsqu'il s'agit de déterminer l'écart de production, dont les estimations varient substantiellement en fonction de la méthode utilisée pour le calcul du niveau potentiel de l'activité économique et dont Orphanides (2000) a mis en évidence que l'estimation ex-post peut différer considérablement de l'estimation en temps réel. Enfin, si le taux d'intérêt réel d'équilibre est parfois approché par la moyenne des écarts entre le taux d'intérêt nominal et l'inflation observés sur une période plus ou moins longue, il fait parfois partie de la constante et est alors calculé après l'estimation de la règle. L'hypothèse d'un taux d'intérêt réel d'équilibre constant devient de plus en plus contraignante à mesure que l'horizon d'analyse s'allonge. En effet, la règle de Taylor ignore complètement les déterminants de cette variable.

Ensuite, la règle initiale formulée par Taylor ne prend pas en compte le caractère anticipateur de la politique monétaire. Or, la banque centrale ne contrôle guère l'inflation actuelle et ne peut influencer que l'inflation future à un horizon compris généralement entre quatre et huit trimestres. Les autorités monétaires réagiraient systématiquement trop tard si les décisions étaient fondées uniquement sur les évolutions actuelles des principales variables macroéconomiques. L'inclusion dans la règle de prévisions basées sur toute l'information disponible permet de mieux tenir compte des délais, longs et variables, de transmission des impulsions de politique monétaire. Le débat sur la capacité de ces fonctions de réaction de nature anticipatrice à mieux stabiliser les prix et l'activité n'est cependant pas clos⁽²⁾.

(1) D'un point de vue plus théorique, Woodford (2001) a démontré, dans le cadre d'un modèle « néo-wicksellien », qu'un coefficient de l'inflation supérieur à l'unité constitue, d'une part, une condition nécessaire et suffisante pour pouvoir déterminer le niveau des prix d'équilibre et implique, d'autre part, que la volatilité des prix et de la production se réduira à mesure que l'on converge vers l'équilibre : la règle permet ainsi de stabiliser le système.

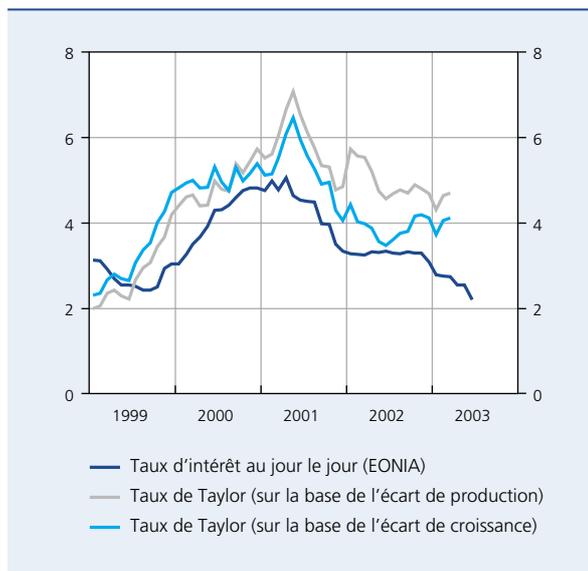
(2) Voir par exemple Batini et Haldane (1999) et Banque centrale européenne (2001).

Enfin, la règle de Taylor peut, dans certains cas, envoyer des signaux erronés. Par exemple, dans le cas d'un choc pétrolier temporaire ou d'une augmentation de la TVA, si, à court terme, la hausse des prix fait plus que compenser la baisse de l'activité économique, la règle préconisera un relèvement du taux d'intérêt. Si l'effet sur les prix est de nature temporaire, ce relèvement des taux n'est pourtant pas une réponse adéquate. La politique monétaire peut tolérer les effets, dits de « premier tour », des variations exceptionnelles du niveau général des prix.

En conséquence, il serait imprudent de fonder la conduite de la politique monétaire uniquement sur une fonction de réaction, et plus généralement sur un seul indicateur. Au contraire, la banque centrale doit analyser l'origine des chocs qui affectent l'économie et adopter une approche diversifiée, puisqu'elle agit dans un cadre affecté par une grande incertitude, qu'il s'agisse de la structure de l'économie, du comportement des agents économiques, des évolutions futures ou tout simplement de la mesure des variables macroéconomiques. La prise en compte de plusieurs modèles et indicateurs réduit ainsi le risque d'erreurs et permet d'élaborer une stratégie plus robuste face à un environnement incertain.

Afin d'illustrer l'application et les limites d'une règle simple, nous comparerons le taux d'intérêt au jour le jour dans la zone euro avec les taux d'intérêt hypothétiques calculés à l'aide de la règle initiale de Taylor et de règles modifiées. Le taux d'inflation est mesuré sur la base de l'IPCH et la cible d'inflation est fixée à 2 p.c., bien que l'objectif du Conseil des gouverneurs de la BCE soit de maintenir la progression des prix au-dessous de ce seuil. Le taux d'intérêt réel neutre est fixé à 2,25 p.c., ce qui correspond approximativement à la moyenne arithmétique des taux d'intérêt réels des dix dernières années⁽¹⁾. Le niveau potentiel de la production est estimé au moyen d'une spécification log-linéaire et sur la base des données mensualisées du PIB de la zone euro depuis 1991. Enfin, à la suite des travaux d'Orphanides (2000), on a remplacé, dans la règle modifiée, l'écart de production, c'est-à-dire l'écart entre le niveau de la production observée et celui de la production potentielle, par l'écart entre la croissance observée et la croissance potentielle, cette dernière étant égale à 2,25 p.c. Cette substitution présente l'avantage de réduire les erreurs de décision dues aux erreurs d'estimation en temps réel du niveau de la production potentielle. En outre, l'écart de croissance anticipe souvent l'écart de production.

GRAPHIQUE 10 RÈGLE DE TAYLOR ET TAUX D'INTÉRÊT AU JOUR LE JOUR DANS LA ZONE EURO



Sources : BCE, CE, calculs propres.

Quelle que soit la règle envisagée, les taux d'intérêt de Taylor affichent une plus grande volatilité que les taux d'intérêt observés au jour le jour⁽²⁾. Ceci résulte du fait que les fonctions de réaction retenues supposent une politique monétaire très active, réagissant immédiatement aux nouvelles évolutions des prix et de la production⁽³⁾. En d'autres termes, elles ne tiennent pas compte des effets négatifs d'une volatilité accrue des taux d'intérêt, qui peut brouiller le processus de formation des attentes. Une modification graduelle des taux directeurs renforce l'efficacité de la politique monétaire en permettant d'obtenir une meilleure transmission des variations des taux courts sur l'ensemble de la courbe des rendements.

Les fonctions de réaction envisagées ne permettent qu'imparfaitement de rendre compte des décisions du Conseil des gouverneurs de la BCE. À leur aune, celui-ci semble avoir généralement mené une politique monétaire assez accommodante, qui, tout en donnant la priorité à l'objectif de stabilité des prix, a pu contribuer à stabiliser la croissance.

(1) Avant janvier 1999, ce taux d'intérêt s'obtient comme une moyenne arithmétique pondérée des taux d'intérêt des pays membres de la zone euro.

(2) La volatilité, mesurée par l'écart type sur la période sous revue, est égale à 0,80 pour la série observée des taux d'intérêt et à 0,97 et 1,21 pour le taux d'intérêt de Taylor obtenu respectivement à partir des règles modifiée et initiale.

(3) Une fonction de réaction qui prend en considération le gradualisme de la banque centrale a été présenté par Clarida et al. (1998).

GRAPHIQUE 11 RÈGLE DE TAYLOR SUR LA BASE DE PRÉVISIONS ET TAUX D'INTÉRÊT AU JOUR LE JOUR DANS LA ZONE EURO



Sources : BCE, CE, The Economist, calculs propres.

(1) Anticipations à un an calculées au moyen des prévisions par année civile fournies par les enquêtes de The Economist et des observations relatives à la période écoulée de l'année en cours. La règle est calculée sur la base de l'écart de croissance.

Le remplacement des données d'inflation et de croissance par leurs anticipations à un an effectuées par des prévisionnistes professionnels conduit à des conclusions assez proches. Le taux d'intérêt hypothétique, qui peut être calculé pour la période la plus récente, présente toutefois une volatilité nettement plus faible et est moins systématiquement supérieur au taux observé. Dans l'interprétation des résultats de ces calculs, il faut tenir compte de ce que les prévisionnistes incorporent souvent dans leurs projections une anticipation de modification des taux d'intérêt de la banque centrale.

Les anticipations d'inflation

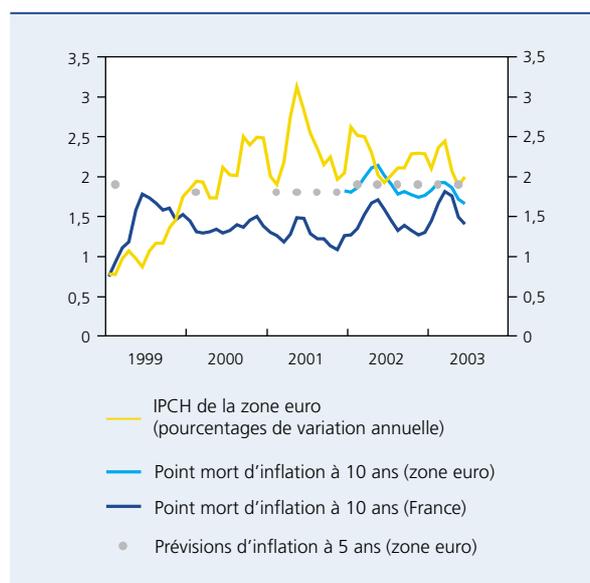
Les banques centrales placent au premier rang de leurs objectifs le maintien de la stabilité des prix. Il est toutefois hasardeux de juger de l'orientation de la politique monétaire sur la base de l'inflation courante, car celle-ci est soumise à l'influence de nombreux chocs exogènes, qui ne sont pas contrôlés par les autorités monétaires. Une banque centrale ne peut pas être tenue responsable de ces variations temporaires du taux d'inflation. Elle n'a de raison d'y réagir que pour éviter que ces mouvements ne se propagent aux attentes d'inflation et ne finissent ainsi par être intégrés dans la formation des prix et salaires.

Pour cette raison, les anticipations d'inflation à moyen et long termes (5 et 10 ans) fournissent probablement de bonnes indications sur la pertinence de la politique monétaire. En outre, elles sont un indicateur simple de la crédibilité des autorités monétaires, laquelle augmente l'efficacité de leur politique. Il est donc souhaitable que les attentes d'inflation à moyen et long termes soient proches de l'objectif d'inflation.

Le graphique 12 présente deux mesures des anticipations d'inflation : d'une part, le point mort d'inflation qui est déduit de l'écart entre les taux de rendement des obligations nominales à dix ans et des obligations indexées de même durée (émises par l'État français) ; d'autre part, les anticipations d'inflation provenant d'enquêtes au sein de la zone euro conduites par la BCE auprès des professionnels de la finance.

Ces deux indicateurs peuvent être critiqués. La liquidité sur le marché des obligations françaises indexées est restreinte. Ceci implique, d'une part, que la volatilité des rendements est plus élevée que pour les obligations nominales et, d'autre part, que les taux d'intérêt réels incorporent une prime de liquidité qui induit probablement un biais à la baisse du point mort d'inflation. En sens inverse, il faut noter que celui-ci ne mesure pas seulement l'anticipation moyenne d'inflation mais aussi la prime de risque liée à l'incertitude affectant cette prévision. Quant aux

GRAPHIQUE 12 INFLATION ET ANTICIPATIONS D'INFLATION À MOYEN ET À LONG TERMES DANS LA ZONE EURO



Sources : BCE, CE.

anticipations d'inflation obtenues par enquête, elles ne concernent que le public restreint des analystes financiers, supposés bien informés, et non les agents qui prennent les décisions en matière de prix et de salaires.

Toutefois, les deux types d'indicateurs donnent des résultats similaires. En dépit de chocs successifs ayant porté la hausse de l'IPCH au-delà du seuil de 2 p.c., les anticipations d'inflation ont évolué dans des limites étroites et généralement conformes à celles qui définissent la stabilité des prix dans la zone euro. Il semble donc que l'Eurosystème ait réussi à ancrer fermement les anticipations inflationnistes à moyen et long termes.

Conclusion

La politique monétaire agit par des voies indirectes dans un environnement complexe, mouvant et incertain. Sa stratégie doit à la fois tenir compte de cette complexité et veiller à être lisible afin de gagner en crédibilité et de mieux permettre au public de juger les décisions prises. Aucune banque centrale n'a adopté une règle simple permettant un pilotage automatique. En revanche, toutes les banques centrales placent au premier rang de leurs objectifs le maintien de la stabilité des prix et s'attachent à motiver leurs décisions. Le degré de discrétion que s'autorisent les banques centrales dans la conduite de leurs politiques est variable. Ainsi, la Réserve fédérale américaine n'a pas de stratégie explicite, tandis que le Conseil des gouverneurs de la BCE a fourni une définition quantifiée de la stabilité des prix (avec toutefois une certaine flexibilité offerte par l'engagement de maintenir celle-ci « à moyen terme ») et prend ses décisions en fonction d'une analyse large organisée en deux « piliers ».

Divers outils simplificateurs, visant à résoudre la tension entre la complexité de l'environnement et le caractère élémentaire des instruments de la politique monétaire, sont utilisés par les observateurs et parfois proposés comme règles pour la conduite de cette politique. Leurs mérites et leurs limites ont été explorés dans cet article. Il apparaît notamment que même les indicateurs synthétiques doivent être interprétés avec prudence car ils ne peuvent rendre compte de la complexité d'un environnement changeant.

Malgré leurs défauts, ces outils ont été appliqués à la situation de la zone euro. L'impression qui s'en dégage quant à l'orientation actuelle de la politique monétaire de l'Eurosystème peut être résumée comme suit :

- la liquidité est particulièrement abondante dans la zone euro, mais elle a sans doute été temporairement affectée par une aversion au risque plus aiguë qu'à l'accoutumée ;

- le taux d'intérêt réel à court terme est particulièrement bas ;
- il en va de même de l'indice des conditions monétaires, même s'il s'est redressé depuis le printemps 2002 ;
- le taux d'intérêt directeur de la BCE est situé sous le niveau préconisé par plusieurs règles du type de celle de Taylor ;
- les anticipations d'inflation à moyen et long termes restent légèrement au-dessous de 2 p.c.

En dépit de leurs imperfections, ces indicateurs convergent pour donner l'image globale d'une politique monétaire qui a utilisé, afin de stabiliser la croissance, les marges offertes par la crédibilité déjà acquise en termes de maintien de la stabilité des prix.

Il va sans dire que le Conseil des gouverneurs de la BCE fonde ses décisions de politique monétaire sur une analyse beaucoup plus approfondie que l'examen des indicateurs précités, comme en témoigne notamment l'étendue de l'information contenue dans les bulletins mensuels de la BCE. Le Conseil étudie toute l'information disponible sur l'état de l'économie et sur son évolution probable, laquelle est synthétisée à intervalles réguliers par les projections effectuées par les services de l'Eurosystème, et il confronte les indications provenant des analyses économique et monétaire pour évaluer les risques affectant, à divers horizons temporels, la stabilité des prix et réagir en conséquence.

Références

- Banque centrale européenne (2001), « Les problèmes soulevés par les règles de politique monétaire », *Bulletin mensuel* (octobre), pp. 37-50.
- Batini, N., Haldane, A. (1999), « Monetary Policy Rules and Inflation Forecasts », *Bank of England Quarterly Bulletin* (février), pp. 60-6.
- Clarida, R., Galí, J., Gertler, M. (1998), « Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence », *European Economic Review*, vol. 42, n° 6, pp. 1033-67.
- de Mourgues, M. (1993), « La monnaie: système financier et théorie monétaire », 3^e édition, *Economica*.
- Deutsche Bundesbank (1999), « Taylor Interest Rate and Monetary Conditions Index », *Monthly Report* (avril), pp. 47-63.
- Dornbush, R., Favero, C.A., Giavazzi, F. (1998), « Immediate Challenges for the ECB: Issues in Formulating a Single Monetary Policy », *Economic Policy*, vol. 26, pp. 15-64.
- Dugay, P. (1994), « Empirical Evidence on the Strength of the Monetary Transmission Mechanism in Canada: An Aggregate Approach », *Journal of Monetary Economics*, vol. 33, n° 1, pp. 39-61.
- Eika, K. H., Ericsson, N. R., Nymoen, R. (1996), « Hazards in Implementing a Monetary Conditions Index », *Oxford Bulletin of Statistics and Economics*, vol. 58, n° 4, pp. 765-90.
- Ericsson, N. R., Jansen, E. S., Kerbeshian, N. A., Nymoen, R. (1999), « Interpreting a Monetary Conditions Index in Economic Policy », *Occasional Papers, Norges Bank Schrifserie*, n° 28, pp. 27-48.
- Freedman, C. (1994), « The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada », dans Baliño, T. J. T., Cottarelli, C. (éd.), *Frameworks for Monetary Stability*, FMI, pp. 458-78.
- Freedman, C. (1995), « Le rôle des conditions monétaires et de l'indice des conditions monétaires dans la conduite de la politique », *Revue de la Banque du Canada* (automne), pp. 53-9.
- Grande, G. (1997), « Properties of the Monetary Conditions Index », *Temi di discussione, Banca d'Italia*, n° 324.
- Martinez Pagés, J., Ortega Eslava, E. (2000), « Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias », *Banco de España, Boletín Económico* (février).
- McAdam, P., Morgan, J. (2001), « The Monetary Transmission Mechanism at the Euro-Area Level: Issues and Results Using Structural Macroeconomic Models », *ECB Working Paper*, n° 93.
- Orphanides, A. (2000), « The Quest for Prosperity without Inflation », *ECB Working Paper*, n° 15.
- Peersman, G., Smets, F. (2001), « The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: More Evidence from VAR Analysis », *ECB Working Paper*, n° 91.
- Salomon Smith Barney (1998), *Euro Weekly*, (27 août).
- Taylor, J.B. (1993), « Discretion versus Policy Rules in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, pp. 195-214.
- Taylor, J.B. (1999), « The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the European Central Bank », *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, n° 3, pp. 655-79.

Van Els, P., Locarno, A., Morgan, J., Viletelle, J-P. (2001) « Monetary Policy Transmission in the Euro Area: What Do Aggregate and National Structural Models Tell Us? », *ECB Working Paper*, n° 94.

Woodford, M. (2001), « The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy », *American Economic Review*, vol. 91, n° 2, pp. 232-36.