

Lu pour vous

Resserrement monétaire : un jeu perdant-perdant?

■ La normalisation des politiques monétaires est un exercice d'équilibriste : un resserrement trop rapide fait courir le risque de tuer la reprise, un autre trop tardif d'augmenter l'inflation et de mener, dans un deuxième temps, à une hausse de taux plus agressive ■ La réaction des marchés financiers complique la donne ■ Plusieurs facteurs rendent la tâche des banques centrales plus difficile encore ces dernières années

Au moment de normaliser la politique monétaire, ce qui revient, dans l'environnement actuel, à adopter une orientation moins expansionniste, les banques centrales sont confrontées à des questions particulièrement complexes : quand enclencher le processus ? Quel rythme suivre ? Quelles indications donner ?

Les réponses à ces questions revêtent une grande importance pour les ménages, les entreprises et, en particulier, les marchés financiers, et ce d'autant plus que la réaction de ces derniers peut atténuer ou, plus vraisemblablement, renforcer telle ou telle impulsion donnée par la banque centrale. Il peut y avoir atténuation, par exemple, en cas d'embellie des marchés d'actions, soit parce que les opérateurs voient dans le durcissement monétaire le signe, selon l'analyse de la banque centrale, que l'économie est en bonne santé, soit parce qu'ils estiment que le resserrement est moins important que prévu. Mais il peut y avoir aussi aggravation de l'impulsion donnée par la banque centrale en cas de repli des actions et/ou d'élargissement des *spreads* de crédit sous l'effet de l'augmentation de la prime de risque exigée, les investisseurs devenant plus hostiles au risque avec l'accroissement des inquiétudes entourant les perspectives économiques.

Une autre dynamique des salaires

Ces réactions peuvent à leur tour avoir un impact sur l'économie réelle via les dépenses et les décisions de recrutement et d'investissement des entreprises. Autant dire, devant ce large éventail de conséquences possibles, qu'il est important de faire le bon choix. Cela vaut également si l'on se place du point de vue de l'économie réelle. Si le rythme de durcissement est trop lent, la banque centrale risque de se retrouver en retrait « par rapport à la courbe » avec des taux trop bas par rapport à l'*output gap* et à l'ampleur du sous-emploi. Mais relever trop brutalement les taux c'est aussi courir le risque de tuer la reprise.

Au cours des deux dernières semaines, deux importantes contributions sont venues nourrir ce débat, aujourd'hui devenu très intense. Ainsi le [Chapitre 4 du 87^e rapport annuel de la Banque des règlements internationaux](#)¹ questionne la manière dont la politique monétaire « s'oriente vers une normalisation ». La dynamique des salaires joue un rôle clé : les goulets d'étranglement du marché du travail devraient en

fin de compte entraîner une hausse des salaires supérieure aux gains de productivité forçant les entreprises à augmenter leurs prix (à moins que leur positionnement concurrentiel ne les oblige à accepter une compression de leurs marges bénéficiaires). Or, malgré le repli du taux de chômage aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni par exemple, la hausse des salaires a été plus modérée que lors des cycles précédents. Selon la BRI, cela traduirait une tendance à long terme de « *perte du pouvoir de négociation de la main-d'œuvre* » en raison de l'expansion massive de la population active mondiale (progression de la mondialisation, modification des chaînes de valeur mondiales) et de l'automatisation industrielle.

La croissance des salaires et l'inflation devraient accélérer

De plus, la relation entre les coûts unitaires de main-d'œuvre et l'inflation est désormais moins étroite. Cependant, même une faible corrélation continuerait de signifier que la réduction du sous-emploi peut conduire à un rebond de l'inflation, peut-être de manière non linéaire. Les banques centrales sont donc confrontées à un exercice d'équilibriste : un resserrement précoce dans la perspective d'une augmentation de l'inflation peut, via la hausse des taux d'intérêt réels, donner un coup d'arrêt à la croissance si l'inflation n'augmente pas comme prévu. Autre conséquence : les marchés financiers seront également à la peine, entraînant des effets de second tour sur l'économie réelle. Une action tardive, en revanche, serait synonyme de maintien de taux bas pendant une période plus longue, ce qui pourrait conduire à une hausse des prix des actifs et à une correction brutale s'il s'avérait que la banque centrale a eu tort de temporiser. Une telle évolution pèserait à son tour sur la croissance économique.

La BRI analyse toutes ces questions de manière très pertinente mais en se gardant bien de recommander ou non un relèvement des taux, probablement parce qu'elle sortirait ainsi du cadre de ses attributions. Elle se contente, tout au plus, d'insister sur la nécessité de renforcer la coopération entre les grands instituts d'émission, ce en quoi elle a parfaitement raison compte tenu des retombées internationales de la politique monétaire conduite par les grandes banques centrales. [Kristin Forbes](#), membre extérieur du Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a, pour sa part et pour le Royaume-Uni tout au moins, une opinion bien arrêtée sur la question. Dans une intervention

¹ BRI, 87^e rapport annuel 2016-2017, Building, <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2017e.htm>



récente particulièrement élaborée² sur ces difficultés des banques centrales à prendre une décision, elle part du constat selon lequel, en dépit d'une croissance mondiale supérieure à 3 % depuis sept ans et d'une hausse de l'inflation, aucun institut d'émission d'une économie développée³, à l'exception des Etats-Unis, n'a resserré sa politique monétaire depuis 2011.

Comment expliquer la réticence à resserrer ?

Une réticence qu'elle attribue à plusieurs raisons. L'inquiétude persistante suscitée par la fragilité fondamentale de l'économie en est une, mais cet argument est, à son avis, beaucoup moins pertinent aujourd'hui. Deuxième explication : l'évolution du rôle des banques centrales. Leur boîte à outils s'est largement diversifiée au point d'inclure à présent, outre la fixation des taux d'intérêt, l'expansion de la taille du bilan (*quantitative easing*) et le recours aux indications sur la trajectoire future des taux directeurs (*forward guidance*). Nombre de banques centrales ont aussi un rôle en termes de politique macroprudentielle. L'utilisation simultanée de plusieurs outils permettrait de réduire le nombre de hausses des taux ou en tout cas d'en ralentir le rythme. Par ailleurs, les banques centrales sont aujourd'hui, bien plus qu'auparavant, sous les feux des projecteurs et chacun de leurs faits et gestes est scruté de près ; cela peut donc influencer l'orientation de la politique monétaire adoptée, les amenant par exemple à privilégier le court terme aux dépens d'une vision à long terme.

La troisième explication tient aux contraintes qui pèsent sur la politique des banques centrales. Avec des taux d'intérêt toujours très bas, elles peuvent légitimement faire valoir qu'il leur en coûterait davantage de procéder à un resserrement trop prononcé que de se retrouver en retrait par rapport à la courbe. Un relèvement important des taux pourrait en effet entraîner un ralentissement notable de la croissance, voire une récession, qu'il serait difficile de gérer compte tenu d'une marge de baisse des taux limitée, si tant est qu'il y en ait une. Kristin Forbes n'adhère pas à cet argument selon lequel la banque centrale serait, dès lors, « à court de munitions » dans la mesure où elle peut toujours décider d'une expansion de son bilan. Le taux de change constitue, selon son analyse, une contrainte autrement plus importante : l'appréciation de la monnaie à la faveur des anticipations de hausse des taux d'intérêt peut en effet entraîner un resserrement des conditions financières et monétaires, peser sur les perspectives de croissance via les exportations, et réduire la nécessité des relèvements de taux traditionnels. Aussi estime-t-elle, au vu des fondamentaux de l'économie britannique, qu'une « remontée des taux d'intérêt au Royaume-Uni ne saurait être différée plus longtemps », d'autant que la dépréciation de la livre sterling aura un effet persistant à la hausse sur l'inflation.

William De Vijlder

Politique monétaire et vitesses d'ajustement différentes de l'économie réelle versus prix des actifs

En 1976, [Rudiger Dornbusch](#) a publié un article fondateur sur le phénomène de surréaction du taux de change⁴. Une politique de détente monétaire a pour effet d'affaiblir la monnaie sur le long terme mais, du fait de rythmes d'ajustement différents entre les marchés des changes et l'économie réelle, on observe une surréaction du taux de change : à une dépréciation excessive sur le court terme succède une appréciation progressive. Plus la détente monétaire est importante, plus la dépréciation du taux de change est prononcée sur le long terme et plus il y a surréaction sur le court terme.

On peut être tenté, lorsque l'on analyse la politique des banques centrales, de transposer ce cadre à la relation existant entre la politique monétaire, les marchés d'actifs et l'économie réelle. Les prix des actifs sont une variable clé pour la conduite de la politique monétaire. Ils reflètent non seulement les anticipations à l'égard de l'économie et l'appétit pour le risque des opérateurs du marché, fournissant ainsi des informations utiles à la banque centrale (rôle de signal), mais ils sont aussi un canal de transmission majeur de la politique monétaire. La détente des taux d'intérêt et l'assouplissement quantitatif peuvent avoir un effet favorable sur les prix des actifs par le biais du renforcement des anticipations de croissance et de la baisse de la prime de risque exigée. Si la vitesse d'ajustement de l'économie réelle est très faible, autrement dit, si l'inflation met beaucoup de temps à remonter, la banque centrale qui suit une politique de ciblage de l'inflation peut très bien décider de maintenir les taux bas pendant plus longtemps et de poursuivre l'assouplissement quantitatif. Cela aura très probablement pour effet de comprimer encore plus les primes de risque bien en deçà des niveaux de référence historiques. Plus la politique monétaire conservera une orientation expansionniste, plus les primes de risque diminueront. On peut néanmoins craindre que cette surréaction *progressive* finisse par céder la place à une correction du marché : que l'économie réelle finisse par réagir à des années de politique expansionniste et l'augmentation de la croissance des salaires et de l'inflation poussera la banque centrale à réagir plus vigoureusement, entraînant une hausse de la prime de risque exigée et affectant ainsi les prix des actifs, de quoi porter un coup sévère à l'économie réelle, via les effets de richesse et de confiance.

² Kristin Forbes, Failure to launch, Banque d'Angleterre, 22 juin 2017, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/2017/985.aspx>

³ L'échantillon exclut le Danemark, Hong Kong, Singapour et l'Islande.

⁴ Rudiger Dornbusch, Expectations and exchange rate dynamics, Journal of Political Economy, 1976, vol. 84 nr 6, <http://www.journals.uchicago.edu/doi/pdfplus/10.1086/260506>



