



BRUNO CAVALIER *

Les banques centrales à la manœuvre

Pour l'observateur des banques centrales, la période estivale n'a pas été de tout repos. La Réserve fédérale américaine a interrompu la série régulière de relèvements de ses taux d'intérêt qui avait débuté en juin 2004, suscitant par ce geste des interrogations sur la durée et l'ampleur du freinage d'activité qui s'esquisse outre-Atlantique. La BCE a, elle, prolongé le cycle de normalisation monétaire, manifestant ainsi sa confiance dans la solidité de la reprise économique européenne. Au Japon, où la déflation est terminée, la Banque centrale a mis fin à la « politique de taux zéro » qui prévalait depuis le printemps 2001. En Chine, pour calmer une économie en surchauffe et, à ce jour, peu sensible aux mesures administratives de contrôle du crédit, les autorités ont également augmenté les taux d'intérêt. Ailleurs, des hausses de taux ont été décidées : au Royaume-Uni, en Norvège, en Suède, en Australie, en Inde, en Corée du Sud...

On pourrait allonger la liste des pays où la politique monétaire s'est resserée en ajoutant des pays plus exotiques. Le fait est que depuis plus de deux

ans, l'orientation générale des politiques monétaires de par le monde tend au resserrement des conditions de crédit. Le phénomène ne concernait d'abord que

quelques banques centrales confrontées à des problèmes de surchauffe immobilière (Royaume-Uni, Australie). Il a véritablement pris de l'ampleur dès lors que la Réserve fédérale américaine s'est mise de la partie, en 2004. Il s'est ensuite généralisé en Europe et en Asie. Au point que les rares pays qui ont, ces derniers mois, assoupli leur politique monétaire (Brésil, Indonésie) ne font que revenir à une situation plus normale après avoir eux-mêmes fortement relevé leurs taux d'intérêt en réponse à des poussées d'inflation.

DÉJÀ DEUX ANS DE RESSERREMENT MONÉTAIRE

Quant à l'ampleur du phénomène, on peut en avoir une estimation simple en calculant un taux directeur « mondial », défini comme une moyenne de l'ensemble des taux directeurs internes pondérée par le poids économique des pays. Une telle mesure, calculée sur les quarante principales économies, a touché son point haut cyclique à la toute fin de l'année 2000, à 4,85 %. Elle a reculé ensuite pour franchir un creux à 1,45 % au mois d'octobre 2003 (80 % de la baisse des taux durant cette période étant concentrés sur l'année 2001). Elle se situait à la fin de l'été 2006 à 3,65 %, ce qui reste historiquement bas.

* Économiste à la direction des études économiques du Crédit agricole S.A.

Ces quelques chiffres illustrent l'asymétrie des politiques monétaires menées au cours des dernières années. D'un côté, les banques centrales ont su, au début de la décennie, réagir sans délai et avec une vigueur extrême aux chocs qui frappaient alors l'économie mondiale (la crise boursière, la récession américaine, l'incertitude géopolitique), contribuant à amortir leurs effets négatifs. D'un autre côté, elles n'ont entrepris de revenir à des conditions monétaires plus normales qu'avec prudence, sans précipitation, au point que beaucoup considèrent qu'elles ont maintenu trop longtemps des taux de refinancement excessivement stimulants. Aussi seraient-elles responsables d'une surabondance de liquidité et, par conséquent, d'une distorsion générale des prix d'actifs. Somme toute, il aura fallu attendre le milieu de l'année 2005 pour que le taux court réel moyen des pays développés, qui était négatif depuis début 2002, redevienne positif.

Pour plus de précisions, ce mouvement global de hausse des taux peut être décomposé par grandes zones géographiques. Il apparaît qu'à des degrés différents toutes contribuent désormais à l'effort de modération des flux de création de liquidité, mais il est évident que c'est du côté de l'Europe et de l'Asie qu'on peut trouver des marges supplé-

mentaires d'ajustement (graphique 1). Le problème posé aux banques centrales vient alors de ce que la normalisation des politiques monétaires, un objectif souhaitable en soi dès lors que les économies retrouvent peu à peu leur rythme de croissance potentielle, implique d'ôter un des puissants éléments de soutien des marchés financiers.

AMORCE DU FREINAGE DE LA LIQUIDITÉ GLOBALE

N'étant que partiellement absorbées par la hausse des prix des biens et la progression des rythmes d'activité, les créations de liquidité favorisées par de bas taux d'intérêt ont en effet abouti, ces dernières années, à une inflation financière touchant toutes les classes d'actifs. Ses manifestations furent une compression des taux d'intérêt et des *spreads* (la fameuse « énigme obligataire » chère à M. Greenspan) et une envolée des prix de matières premières et de l'immobilier résidentiel. Autant de mouvements qui sont loin d'avoir été tous corrigés. Il demeure donc sans doute des anomalies ici ou là

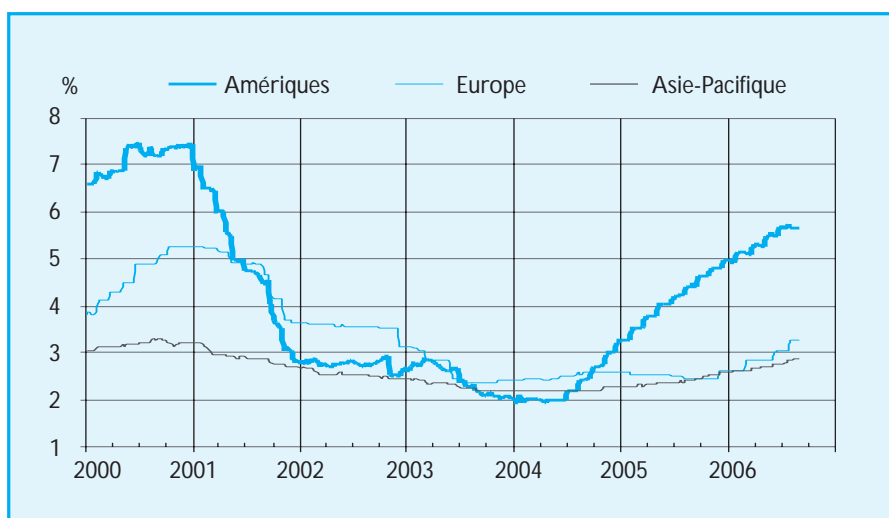
dans l'appréciation du risque et dans la valorisation des actifs, et peut-être même des bulles spéculatives – qualificatif que ne semblent mériter actuellement que certains marchés de matières premières et certains segments locaux des marchés immobiliers. Mais quand bien même il serait possible d'identifier avec certitude ces anomalies, il n'est jamais facile de se charger de la correction. Ce n'est d'autant moins que la maîtrise de l'inflation des prix d'actifs n'est pas un objectif explicite des banques centrales, contrairement à celle de l'inflation des prix de biens et services. Au demeurant, il n'est pas certain que les banques centrales soient bien outillées pour atteindre ce genre de cible.

Avant de présider la Réserve fédérale américaine, M. Bernanke a d'ailleurs consacré une part de ses recherches universitaires au lien entre politique monétaire et prix des actifs, défendant la thèse qu'une banque centrale ne doit pas essayer d'agir sur ces prix, sauf si leurs évolutions affectent le panorama inflationniste général ou créent un risque systémique¹. Chacun garde aussi en mémoire la fameuse mise en garde de son prédécesseur contre « l'exubérance irrationnelle » des marchés d'actions (Alan Greenspan, 5 décembre 1996), qui ne fut accompagnée d'aucune mesure précise visant à réduire soit l'exubérance soit l'irrationalité.

Concernant la notion même de liquidité, et *a fortiori* celle d'excès de liquidité, le diagnostic lui-même n'est pas simple à porter, car il existe diverses manières de mesurer le phénomène. Faut-il privilégier l'évolution des actifs du secteur bancaire et principalement le crédit au secteur

Il aura fallu attendre le milieu de l'année 2005 pour que le taux court réel moyen des pays développés, qui était négatif depuis début 2002, redevienne positif.

Graphique 1. Taux directeurs par grandes zones (pondération par les PIB)

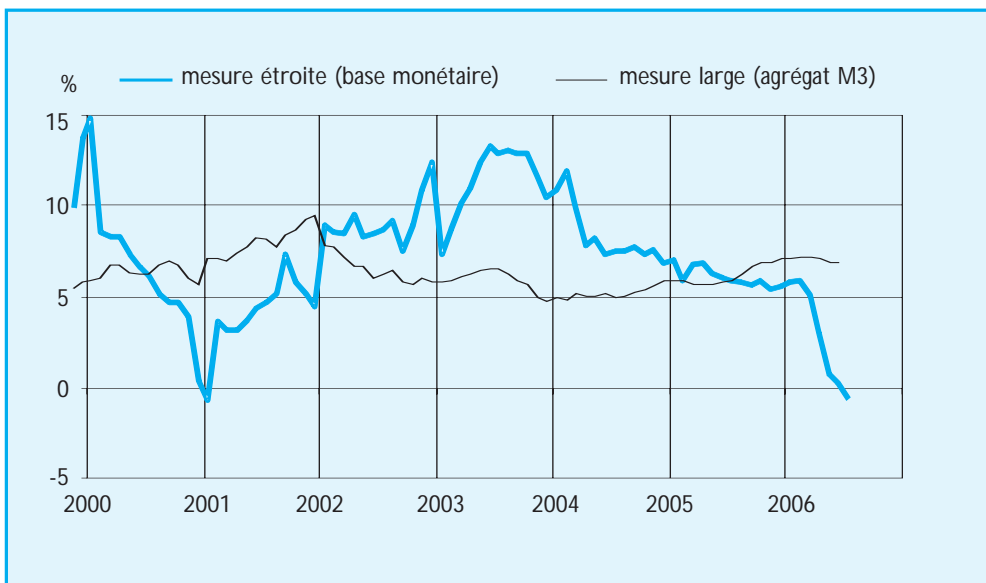


Source : Bloomberg, Crédit agricole.

1. Voir notamment Bernanke et Gertler (2001), « Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? », *American Economic Review*.

L'ÉCONOMIE INTERNATIONALE

Graphique 2. Liquidité des pays développés
(variation annuelle en glissement ajustée des effets de change)



Source : Datastream, Crédit agricole.

privé, ou plutôt celle du passif ; et dans ce dernier cas, faut-il se concentrer sur une mesure stricte de la monnaie directement contrôlée par la banque centrale ou sur des notions plus larges reflétant le jeu des multiplicateurs de monnaie ? De plus, il convient de prendre garde aux effets induits par les variations de change. Une dépréciation du dollar donnera l'impression que la création monétaire mondiale exprimée en devise américaine tend à s'accroître, même si les conditions de

liquidité internes hors des États-Unis n'ont pas changé.

Avec ces réserves à l'esprit, peut-on identifier un changement significatif dans les flux de création de liquidité ? C'est bien le constat qui ressort d'une mesure étroite de la liquidité estimée par l'agrégation des bases monétaires des pays développés (États-Unis, UEM, Japon, Royaume-Uni, Canada) après correction des effets de change (graphique 2). Cette inflexion doit beaucoup au Japon, puisque la banque

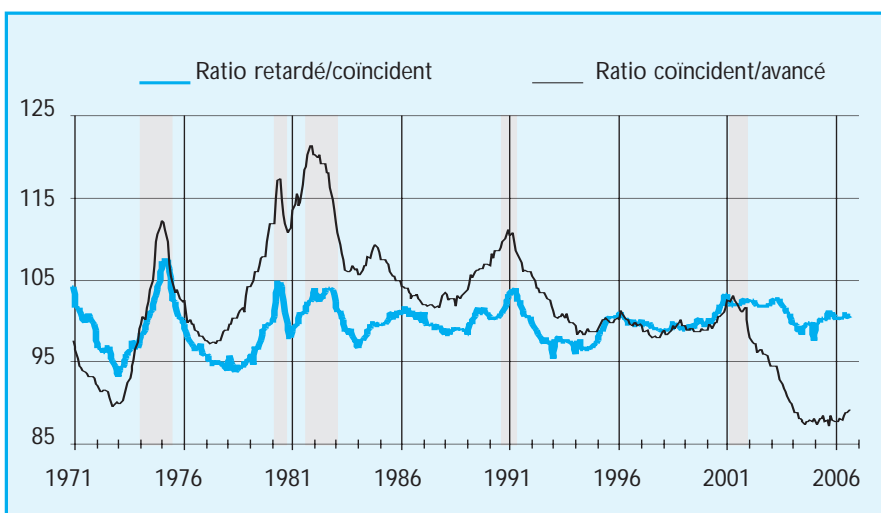
centrale, avant de monter ses taux d'intérêt en juillet, a dû éponger une large partie de la liquidité mise à la disposition des banques commerciales. Ce type de mesure conforte les analyses pessimistes envisageant qu'un tarissement de la liquidité pourrait provoquer une montée des primes de risque, une baisse des prix d'actifs et, à terme, une récession mondiale.

Cependant, si l'on privilégie une mesure reposant sur des agrégats monétaires larges, le cycle de la liquidité globale n'affiche pas, à ce jour, un retournement radical, mais plutôt une consolidation sur des taux de croissance annuelle peu différents de ceux du PIB nominal. Ce freinage n'est certes pas tel que la liquidité excédentaire qui a pu s'accumuler dans la période 2001-2002 ait disparu, mais il implique que cet « excès » ne gonfle plus. Par ailleurs, on doit souligner que la principale contrepartie de cette création monétaire, à savoir le crédit au secteur privé, continue de croître en zone euro et au Japon. En somme, il y a freinage, mais certainement pas pénurie, de liquidité dans l'économie mondiale.

UNE RARETÉ AUX ÉTATS-UNIS : LE SOFT LANDING

Il y a un an l'économie américaine était ébranlée par les cyclones Katrina et Rita. Ces sinistres et les perturbations de l'activité économique induites aboutissent à un mauvais chiffre de croissance au quatrième trimestre 2005 (1,8 % en rythme annualisé), entièrement corrigé au trimestre suivant (5,6 % l'an). La croissance du deuxième trimestre 2006 accuse de nouveau un freinage (2,9 % en rythme annuel), mais cette fois la communauté des prévisionnistes considère le mouvement comme plus durable dans la mesure où il n'est pas dû à un choc exogène et ponctuel, mais à une détérioration de l'activité dans le secteur de la construction. Les États-Unis auraient passé le haut de leur cycle et seraient confrontés à l'alternative du ralentisse-

Graphique 3. Indicateurs cycliques américains
(1996=100, zones grisées = récession)



Source : Datastream, Crédit agricole.

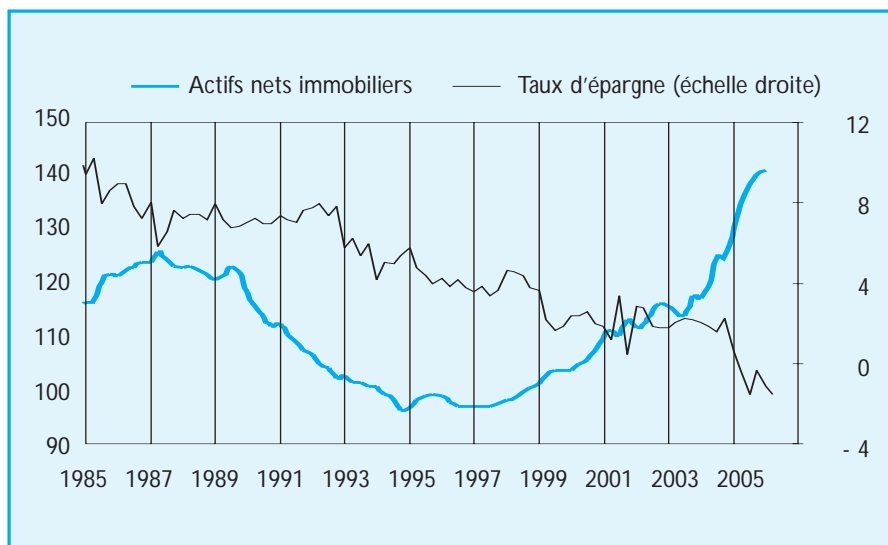
ment en douceur (*soft landing*) ou de la franche récession.

À ce stade, l'hypothèse dominante est celle du freinage modéré de la croissance. Une hypothèse plutôt hasardeuse si on la met en perspective avec l'histoire des cycles d'activité américains. Il n'y a qu'un seul exemple dans la période de l'après-guerre où, au sortir d'une phase de resserrement monétaire, l'économie ait ralenti sans cassure. C'était en 1995. Tous les autres épisodes de resserrement monétaire se sont terminés en récession (1960, 1969, 1973, 1980, 1991), la Fed devant pour calmer l'emballlement de l'inflation pousser ses taux d'intérêt à des niveaux excessifs, provoquant un recul de l'activité allant au-delà du simple freinage. Moins portée par une surchauffe de la demande que les précédentes, la récession atypique de 2001 a eu un déclenchement différent, mais elle a tout de même été précédée en 1999 et 2000 par des hausses de taux.

Bref, le montant considérable des hausses de taux directeur – 425 points de base en deux ans – peut *a priori* faire craindre que, cette fois encore, la Fed ait poussé le bouchon trop loin. Est-ce le cas? Quand on le déflate par une moyenne lissée de l'inflation passée, le taux des fonds fédéraux avoisine 2,75 % en termes réels quand la moyenne de longue période est proche de 2 %. Autant dire que le réglage monétaire actuel peut être jugé modérément restrictif, mais sans plus. Néanmoins, on remarque que l'indicateur avancé du Conference Board s'est déjà mis, depuis quelques mois, à plafonner et même à s'effriter. En soi, cela ne suffit pas à trancher la question cruciale qui est, aujourd'hui, pour le conjoncturiste : l'économie américaine se trouve-t-elle en milieu de cycle (comme c'était le cas en 1995) ou en fin de cycle ?

Plus éclairante est ici l'observation de l'indicateur retardé. Les composantes de cet indice (durée moyenne du chômage, ratio stocks-ventes dans l'industrie manufacturière et le commerce, prix à la consommation, etc.) sont censées capter les tensions qui pourraient se développer en fin de cycle. Or, à ce stade, le fait est que ces données ne délivrent pas

Graphique 4. Épargne et patrimoine aux États-Unis (en % du revenu)



Source : Datastream, Crédit agricole.

de message alarmiste, rien de comparable en tout cas avec ce que l'on a pu constater en général avant les entrées en récession (Graphique 3).

CHOC SECTORIEL ET CONSÉQUENCE MACROÉCONOMIQUE

Le risque de récession n'est sans doute pas nul. L'accumulation de statistiques mauvaises concernant le secteur de la construction et de l'immobilier résidentiel a en particulier réveillé l'attention des Cassandre de service. Il est vrai que les attributions de permis de construire et les mises en chantier sont en recul quasi continu depuis six à huit mois. Il en va de même des ventes de maisons, dans l'ancien comme dans le neuf, de sorte que les prix de vente sont pratiquement plafonnés depuis un an en moyenne pour l'ensemble du territoire (avec des baisses de prix sur certains marchés locaux). Le stock de maisons représentait moins de quatre mois de ventes au début de l'année 2005, il s'est envolé depuis pour dépasser sept mois à l'été 2006. Les spécialistes du secteur craignent par ailleurs une « offre occulte », c'est-à-dire des logements achetés à des fins spéculatives pour être remis en urgence sur le marché en cas de baisse générale des prix, ce qui amplifierait le recul.

Manifestement, la remontée des taux d'emprunts hypothécaires et le niveau élevé des prix ont évincé les acheteurs potentiels dans bon nombre de régions. Les indices de capacité d'achat sont tombés au plus bas depuis près de vingt ans. Encore faut-il souligner que la prolifération de nouveaux produits hypothécaires (prêts à taux variable, ou avec amortissement différé, ou avec report du paiement des intérêts) a permis de prolonger la phase haussière du cycle de logement, mais, par contrecoup, la correction risque d'être d'autant plus sévère. Du côté des promoteurs immobiliers, la confiance est en chute libre d'ailleurs depuis un an.

Il n'est pas contestable qu'il existe un problème sérieux dans le secteur immobilier américain. Cela peut-il suffire à plonger l'ensemble de l'économie en récession? L'impact macroéconomique a plusieurs dimensions. On constate d'ores et déjà, depuis trois trimestres, un recul de l'investissement résidentiel, si bien qu'au lieu de contribuer positivement à la croissance (pour environ un demi-point en 2005) ce poste de dépenses viendra désormais la freiner. Par ailleurs, avec la baisse de l'activité de construction, il faut s'attendre à un recul de l'emploi dans ce secteur, et dans ceux qui lui sont liés directement (les professions para-immobilières) ou indi-

L'ÉCONOMIE INTERNATIONALE

Tableau 1. Cycle du chômage et Fed

Taux de chômage		Phase de hausse		Baisse des taux	Récession
Creux (%)	date	ampleur (point %)	Durée (mois)		
3,8	avril 2000	2,5	38	oui	non
5,4	mars 1995	0,3	4	oui	NON
5,0	mars 1989	2,8	39	oui	oui
6,7	janvier 1986	0,5	5	oui	NON
7,2	avril 1981	3,6	20	oui	oui
5,6	mai 1979	2,2	14	oui	oui
7,4	mai 1976	0,5	6	oui	NON
4,6	octobre 1973	4,4	19	oui	oui
3,4	février 1969	2,7	30	oui	oui
3,6	novembre 1966	0,4	11	oui	NON
5,4	juillet 1962	0,4	10	NON	NON
4,8	février 1960	2,3	15	oui	oui
5,0	juin 1959	0,8	5	NON	NON
3,8	mars 1957	3,7	16	oui	oui

Source : Bureau of Labor Statistics, Fed, Crédit agricole.

rectement (la demande de véhicules utilitaires, par exemple). Si la construction au sens strict ne représente que 5 % de l'emploi total, elle a contribué pour près de 15 % aux 5,5 millions de postes durant les trois dernières années dans l'économie américaine. Enfin, il faut tenir compte des effets induits sur la consommation des ménages.

UN RISQUE POUR LA CONSOMMATION DES MÉNAGES

Sur ce sujet, l'estimation des effets du retournement de l'immobilier sur la consommation est l'objet d'une controverse entre analystes. L'approche usuelle fait dépendre le comportement de consommation pour partie d'un effet de richesse (ici immobilière), le déterminant essentiel à long terme étant le revenu disponible. De fait, on constate bien qu'en réponse à la hausse des prix de l'immobilier (un quasi-doublement en dix ans), les actifs nets immobiliers n'ont pas cessé de s'apprécier depuis 1995, tandis que sur la même période le

taux d'épargne des ménages affichait une baisse tendancielle au point d'être actuellement négatif (Graphique 4).

À cet effet de richesse généralement admis, certains ont voulu en ajouter un autre qui lui est, en partie lié, à savoir le développement des refinancements de prêts hypothécaires. Ils soulignent en effet le rôle qu'a joué à compter de 2001 la vague des « extractions hypothécaires » – *mortgage equity withdrawal* –, c'est-à-dire la mobilisation en cash des plus-values latentes sur leurs logements que les ménages pouvaient faire en renégociant leurs prêts immobiliers. Dans la forme la plus radicale de cette thèse, c'est même par le biais des extractions hypothécaires que les ménages américains auraient pu maintenir leur consommation au moment de la récession (2001), en dépit d'une baisse de l'emploi et d'une stagnation des salaires. Il est certes exact que la part du produit des refinancements affectée à des dépenses de consommation n'est pas négligeable², mais la vérification statistique du rôle des extractions hypothécaires est sujette à caution.

Il est impropre de parler, à l'échelle des États-Unis, de bulle immobilière (même si le qualificatif peut s'appliquer à certains États ou villes). Il est donc tout aussi abusif d'affirmer que son éclatement aurait en 2006 les mêmes effets que celui de la bulle boursière en 2000. À l'inverse, on serait tenté de dire que, en raison des risques sur l'activité globale que la correction du secteur immobilier fait peser, la Fed pourrait en tirer argument, d'abord pour confirmer l'arrêt de la hausse des taux, mais aussi pour décider d'ici peu d'inverser sa politique et les baisser.

HAUSSE DU CHÔMAGE ET BAISSÉ DES TAUX

L'histoire économique et monétaire des États-Unis peut donner quelques éclairages concernant le comportement de la banque centrale en phase d'inflexion du cycle d'activité. Systématiquement, toute hausse un peu significative et durable du taux de chômage conduit la Fed à assouplir sa politique monétaire. Au cours des quatre dernières décennies, il n'y a eu que de très rares exceptions à cette « règle », deux pour être précis, en 1959 et 1962-1963. Hormis ces deux exceptions, tous les autres épisodes de montée du taux de chômage ont été accompagnés ou suivis dans un délai assez court d'une baisse des taux, le seuil de déclenchement étant parfois assez faible (tableau 1).

La forte réactivité de l'orientation de la politique monétaire à l'évolution du taux de chômage est facilement compréhensible puisque, en plus de garantir la stabilité des prix et de promouvoir un bas niveau des taux d'intérêt, l'un des objectifs de la Fed est de favoriser un emploi maximal.

2. Voir Canner, Dynan et Passmore (2002), « Mortgage Refinancing in 2001 and Early 2002 », Federal Reserve Bulletin, qui évaluaient déjà cette part à 16 % au début de la vague d'extractions hypothécaires, le reste étant destiné à une réallocation vers d'autres actifs (environ 50 %) ou à des travaux d'amélioration du logement (35 %).

Si l'on revient à l'année 1995, qui présente de nombreuses similitudes avec la période présente, on notera que la phase de hausse des taux s'est achevée en février, qu'en mars le taux de chômage touchait son creux cyclique avant de se redresser légèrement jusqu'au mois de juin, date à laquelle la Fed commençait de baisser son taux directeur. En 2006, il semble que le taux de chômage ait touché son creux en juin, mois qui correspond à la dernière hausse en date des taux de la Fed.

Il n'y a bien sûr aucun automatisme dans la réaction de la Fed, ni aux évolutions du chômage ni à celles de l'inflation. De plus, en dix ans, les structures économiques, ont beaucoup changé, à la faveur de la mondialisation. Cette dernière a permis en particulier d'absorber plus facilement le choc pétrolier, laissant la possibilité à la Fed de mener un cycle de resserrement long mais régulier qui n'a pas surpris les marchés (contrairement au cycle monétaire de 1994-1995). On a l'impression que le « gradualisme » est devenu une nouvelle manière de fonctionner pour les banques centrales, et pour la Fed en particulier³. Mais si c'est le cas, il faudra peut-être une détérioration plus forte que par le passé de la situation économique, notamment sur le marché du travail, avant d'inverser le cycle monétaire.

PAS DE DILEMME POUR LA BCE

Cependant que les marchés commencent déjà à spéculer sur une baisse des taux de la Fed, le sujet n'est absolument pas d'actualité en Europe. La croissance économique connaît une accélération comme on n'en n'avait pas constaté depuis cinq ans. Les tendances démographiques de la population active entraînent mécaniquement une baisse rapide du taux de chômage, baisse que le réveil timide et récent des créations d'emplois devrait conforter. Par ailleurs, l'inflexion du cycle monétaire de la BCE n'ayant débuté qu'à la fin de 2005, le réglage monétaire reste

L'inflexion du cycle monétaire de la BCE n'ayant débuté qu'à la fin de 2005, le réglage monétaire reste encore stimulant.

encore stimulant, ce dont témoigne l'accélération des crédits. Quant aux marchés immobiliers, s'il est permis de porter un jugement d'ensemble sur des situations nationales assez hétérogènes, on dirait que le haut de cycle s'approche, mais qu'il n'est pas franchi. Quant au climat des affaires, il plafonne ou se replie déjà, mais les niveaux présents sont compatibles avec des rythmes d'activité élevés.

Depuis que la BCE existe, ses prévisions macroéconomiques, sur lesquelles s'appuient en partie les décisions du Conseil des gouverneurs, ont systématiquement surestimé la croissance économique et,

au contraire, sous-estimé l'inflation anticipée. Cette année encore, l'inflation se révélera plus forte que ce qui était envisagé il y a un an, supérieure aussi au plafond-cible de 2 %... pour la septième année consécutive. Mais, ô surprise, pour la première fois, la prévision de croissance se révélera *in fine* trop conservatrice par rapport à la réalité. Bref, s'il se trouve aujourd'hui une banque centrale dans le monde qui ne soit, ou ne se sent, confrontée à aucun dilemme (croissance versus inflation), c'est bien la BCE. Tous les signaux sont au vert pour prolonger le relèvement des taux d'intérêt. On comprend qu'elle ait même dernièrement raccourci la période séparant deux hausses de taux : de trois mois, on est passé à deux. Surtout, on ne voit guère ce qui pourrait la faire dévier de la ligne qu'elle s'est tracée, sans officiellement le reconnaître : porter le taux de refinancement en zone de neutralité, c'est-à-dire entre 3,5 et 4 % ■

3. Voir Bernanke (2004), « Gradualism », Fed Speeches. Une approche graduelle peut aussi faciliter le pilotage des anticipations des agents privés – Voir Loisel (2006), « La crédibilité de la politique monétaire dans une perspective néo-keynésienne », *Bulletin de la Banque de France*.