



**FINANCES ET DÉVELOPPEMENT**

**MARS 2023**

**L'heure du  
changement** p. 18

**Influencer  
les anticipations** p. 35

**En première ligne  
face à l'inflation** p. 50

# De nouvelles orientations pour la politique monétaire



F O N D S   M O N É T A I R E   I N T E R N A T I O N A L

# Table des matières



Les économistes doivent maintenant évaluer les leçons que cette période réserve à la politique monétaire.

## DE NOUVELLES ORIENTATIONS POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

### 4 La politique monétaire dans un monde en mutation

Après plusieurs décennies en eaux calmes, l'inflation est de retour. Pour la combattre, les banques centrales doivent modifier leur approche

*Markus K. Brunnermeier*

### 10 Moins égale plus

En resserrant leur action et en se montrant moins interventionnistes, il est probable que les banques centrales obtiendraient de meilleurs résultats

*Raghuram Rajan*

### 15 Crises et politique monétaire

La pandémie et la guerre ont engendré de nouveaux défis pour les banques centrales qui occuperont les années à venir

*Gita Gopinath*

### 18 L'heure du changement

Il est temps de revoir les fondements et le cadre de la politique monétaire

*Masaaki Shirakawa*

### 21 Pourquoi nous n'avons pas vu venir la poussée inflationniste

Un redressement exceptionnel de la demande et la modification de la dynamique des marchés des produits et du travail ont contribué aux erreurs d'appréciation

*Christoffer Koch et Diaa Noureldin*

### 24 Le modèle même de la politique monétaire moderne

De nouveaux modèles économiques peuvent aider les responsables politiques à mieux comprendre les effets de leurs mesures visant à maîtriser l'inflation

*Greg Kaplan, Benjamin Moll et Giovanni L. Violante*

### 28 Diversité de points de vue en politique monétaire

Les comités de politique monétaire doivent se réformer pour éviter la pensée unique et garantir de judicieuses prises de décisions

*David G. Blanchflower et Andrew T. Levin*

### 32 Une collaboration non conventionnelle

Les autorités monétaires et budgétaires doivent parfois enfreindre les règles pour agir de concert

*Giancarlo Corsetti*

### 35 Influencer les anticipations

Les enquêtes montrent que les anticipations d'inflation des ménages sont moins stables que nous ne le pensions

*Michael Weber*

### 44 Gros plan sur les pays émergents

Des responsables de banques centrales analysent les interventions sur le marché des changes, le ciblage de l'inflation et les outils permettant de composer avec une inflation élevée

*Lesetja Kganyago, Sukudhew Singh et Leonardo Villar*



## AUSSI DANS CE NUMÉRO

### 54 L'or, l'argent et la stabilité monétaire

Un épisode presque oublié du XIX<sup>e</sup> siècle nous rappelle que la coopération internationale est essentielle à la stabilité du système monétaire mondial

*Johannes Wiegand*

### 58 Les données par les citoyens, pour les citoyens

En Inde, la démarche en matière de gouvernance des données ne favorise ni une intervention excessive de l'État ni un laissez-faire absolu, mais encourage l'innovation

*Siddharth Tiwari, Frank Packer et Rahul Matthan*

### 64 Les avantages de la mondialisation

L'Histoire montre que pour dompter l'inflation, il faut accroître les échanges internationaux — non les réduire

*Harold James*



## RUBRIQUES

### 38 Paroles d'économistes

#### L'artisan de la révolution des banques centrales

*Prakash Loungani* brosse le portrait de **Lars E. O. Svensson**, chef de file de la révolution du ciblage de l'inflation

### 42 En première ligne

#### Accepter le débat

*Karnit Flug* souligne l'importance de la responsabilité et de la transparence au sein des banques centrales

### 50 Café de l'économie

#### En première ligne face à l'inflation

Pour *Philip R. Lane*, souligne l'importance de la responsabilité et de la transparence au sein des banques centrales

### 52 Pleins feux

#### Les forces en présence

Plusieurs changements structurels majeurs durables qui affecteront la manière dont est conduite la politique monétaire

### 62 L'ABC de l'économie

#### Prévoir l'évolution des prix

L'inflation anticipée aujourd'hui a tendance à devenir l'inflation réelle de demain

*Francesco Grigoli*

### 67 Notes de lecture

*A Monetary and Fiscal History of the United States, 1961–2021*, Alan S. Blinder

*The Price of Time: The Real Story of Interest*, Edward Chancellor

*Towards Market Economies: The IMF and the Economic Transition in Russia and Other Former Soviet Countries*, John Odling-Smee







# Les nouveaux soucis des banques centrales

« LA FONCTION d'une banque centrale est de s'inquiéter. » C'est ainsi qu'Alice Rivlin, vice-présidente de la Réserve fédérale des États-Unis dans les années 90, a décrit le travail des autorités monétaires.

À l'époque, la principale préoccupation des banques centrales était de maîtriser l'inflation.

Aujourd'hui, l'inflation est un souci parmi beaucoup d'autres. Un contexte économique qui évolue rapidement réduit la marge de manœuvre des politiques monétaires, tandis que les forces structurelles (fragmentation géopolitique, changement climatique, vieillissement de la population ou encore avènement de la monnaie numérique) ont grandement compliqué la tâche sous-jacente pour les décideurs. Les mandats des banques centrales et même leur indépendance sont soumis à une pression politique de plus en plus forte. Ces nouvelles forces et d'autres encore suscitent une réflexion sur la manière dont la politique monétaire devra peut-être évoluer à l'avenir.

Dans ce numéro, d'éminents contributeurs expliquent comment les banques centrales pourraient s'accommoder à un monde de plus en plus complexe.

Gita Gopinath explique pourquoi les économistes ont besoin de meilleurs outils d'analyse depuis que les modèles existants n'ont pas vu venir la dernière poussée inflationniste. Markus Brunnermeier souligne que, dans ce monde postpandémie marqué par une inflation plus élevée, une croissance plus faible et des dettes qui augmentent, les banques centrales continuent de mettre en œuvre des politiques modélisées à une époque où l'inflation était terne, les taux d'intérêt bas et la croissance robuste.

Dans quelle mesure, alors, les cadres et les mandats des banques centrales devraient-ils changer ? C'est un cas où « moins égale plus », affirme Raghuram Rajan. Il explique pourquoi les banques centrales devraient se recentrer sur leur rôle premier (maintenir la stabilité des prix), tout en respectant la stabilité financière. Pour Giancarlo Corsetti, des circonstances exceptionnelles, telles que la pandémie, peuvent obliger les autorités monétaires et budgétaires à agir de concert, mais seulement temporairement, et jamais au détriment de leur indépendance.

David G. Blanchflower et Andrew T. Levin proposent des solutions pour que les banques centrales évitent le piège de la pensée unique, qui peut menacer leur crédibilité. Greg Kaplan et ses coauteurs montrent comment les nouveaux modèles économiques aident à comprendre l'influence de la politique monétaire sur la répartition des revenus et des richesses. Enfin, Michael Weber révèle, en se basant sur une série d'études, comment une meilleure communication sur la politique monétaire peut façonner les anticipations.

La discipline économique avance dans l'inconnu : il faudra donc mener une réflexion sur les modèles, les hypothèses et les usages existants. J'espère que ce numéro contribuera à alimenter le débat. **FD**

GITA BHATT, rédactrice en chef



## EN COUVERTURE

L'ère des taux d'inflation et d'intérêt bas semble toucher à sa fin. Les banques centrales sont donc sous les feux de la rampe, alors que le monde attend leurs prochaines décisions. La couverture de mars 2023, œuvre de l'illustrateur Pete Reynolds, dépeint les principales institutions monétaires du monde submergées par les données.

**RÉDACTRICE EN CHEF :**

Gita Bhatt

**ÉDITRICE EN CHEF :**

Maureen Burke

**ÉDITEUR ADJOINT :**

Peter Walker

**RÉDACTEURS PRINCIPAUX :**

Analisa R. Bala  
Marjorie Henriquez  
Nicholas Owen

**ASSISTANTS À LA RÉDACTION :**

Smita Aggarwal  
Andrew Stanley

**RÉDACTEUR PRODUITS NUMÉRIQUES :**

Kwabena Akuamoah-Boateng

**RESPONSABLES DE LA STRATÉGIE PRODUITS NUMÉRIQUES :**

Rose Kouwenhoven  
Marta Doroszczuk

**RÉDACTRICE EN LIGNE :**

Rekia Ennaboulssi

**RESPONSABLE DE PRODUCTION :**

Melinda Weir

**CORRECTRICE :**

Lucy Morales

**CONSEILLERS DE LA RÉDACTION :**

Ruchir Agarwal	Rupa Duttagupta
Bernardin Akitoby	Davide Furceri
Steven Barnett	Kenneth Kang
Helge Berger	Subir Lall
S. Pelin Berkman	Raphael Lam
Oya Celasun	Papa N'Diaye
Martin Čihák	Mahvash Qureshi
Éra Dabla-Norris	Uma Ramakrishnan
Mame Astou Diouf	Daria Zakharova

© 2023 Fonds monétaire international. Tous droits réservés.  
Pour reproduire le contenu de ce numéro de F&D, quelle qu'en soit la forme, veuillez remplir en ligne le formulaire accessible à [www.imf.org/external/terms.htm](http://www.imf.org/external/terms.htm), ou envoyer votre demande à [copyright@imf.org](mailto:copyright@imf.org). L'autorisation de reproduction à des fins commerciales s'obtient en ligne auprès du Copyright Clearance Center ([www.copyright.com](http://www.copyright.com)) contre paiement d'une somme modique.

Les opinions exprimées dans la revue n'engagent que leurs auteurs et ne reflètent pas nécessairement la politique du FMI.

**Abonnement, changement d'adresse et publicités :**

IMF Publication Services  
Finance & Development  
PO Box 92780  
Washington, DC 20090, USA  
Téléphone : (202) 623-7430  
Télécopie : (202) 623-7201  
Courriel : [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)

Postmaster: send changes of address to Finance & Development, International Monetary Fund, PO Box 92780, Washington, DC 20090, USA.

The English edition is printed at Dartmouth Printing Company, Hanover, NH.

Finance & Development is published quarterly by the International Monetary Fund, 700 19th Street NW, Washington, DC 20431, in English, Arabic, Chinese, French, Russian, and Spanish. French edition 0430-473X







# La bibliothèque électronique du FMI a été mise à jour pour faciliter la recherche et la consultation de contenu

Comptant plus de 23 000 publications du FMI, des séries de données statistiques et bien d'autres ressources, la eLIBRARY est le lieu idéal pour commencer vos recherches

Tout son contenu est gratuit, ainsi, les précieuses données de recherche et d'analyse du FMI restent accessibles au plus grand nombre.



**L'économie mondiale  
à portée de main**



**PUBLICATIONS**

# LA POLITIQUE DANS UN MONDE

The background of the cover is a stylized illustration. In the foreground, a classical building with columns and a pediment featuring a sculpture is visible. Overlaid on this and the background are several jagged line graphs in white, red, and green. In the background, there are modern skyscrapers. The overall color palette is dominated by deep purple, red, and orange tones.



Après plusieurs décennies en eaux calmes, l'inflation est de retour.  
Pour la combattre, les banques centrales doivent modifier leur approche

Markus K. Brunnermeier

# MONÉTAIRE EN MUTATION



ILLUSTRATIONS: PETER REYNOLDS





Dans les sciences économiques, la théorie monétaire prend la forme de plusieurs courants de pensée plutôt que d'un modèle universel. Chacune de ces écoles accorde une importance différente aux forces qui alimentent l'inflation et recommande une riposte distincte de la part des pouvoirs publics. Chaque époque a apporté des écueils différents, qui ont chacun nécessité une approche particulière.

La résurgence de l'inflation à laquelle nous assistons exige un nouveau changement de paradigme de la politique monétaire. Le cadre intellectuel qui fait autorité chez les banques centrales depuis la crise financière mondiale déclenchée en 2008 ne met pas l'accent sur les problèmes les plus menaçants qui se profilent, pas plus qu'il n'atténue les conséquences désastreuses qu'ils pourraient engendrer dans ce nouveau climat.

Après une longue période marquée par le bas niveau des taux d'intérêt et de l'inflation, l'économie mondiale s'engage dans une phase caractérisée par une forte inflation et un lourd endettement des secteurs public et privé. Il y a quinze ans de cela, les banques centrales ont ressenti le besoin urgent d'incorporer les préoccupations relatives à la stabilité financière ainsi qu'à la déflation dans leurs modélisations économiques traditionnelles, et elles ont mis au point des outils non conventionnels pour traiter ces deux aspects.

Bien que la stabilité financière reste un motif d'inquiétude, l'environnement actuel et celui qui prédominait après la crise financière mondiale présentent des différences considérables :

- Compte tenu du niveau désormais élevé de la dette publique, tout relèvement des taux d'intérêt destiné à juguler l'inflation risque d'alourdir le coût du service de la dette, avec des répercussions lourdes et immédiates sur les finances publiques. Depuis le déclenchement de la crise de la COVID-19 au début de 2020, il est également avéré que la politique budgétaire peut être un puissant moteur de l'inflation.
- Dans la plupart des pays, les pressions déflationnistes ont fait place à une inflation excessive. Aujourd'hui, les autorités doivent clairement trancher entre une politique monétaire visant à réduire la demande globale par un relèvement des taux d'intérêt et une autre destinée à assurer la stabilité financière.
- Du fait de leur nature et leur fréquence, les chocs ne sont plus les mêmes aujourd'hui. Par le passé, les chocs ont le plus souvent été provoqués par des poussées ou des chutes de la demande, à l'exception marquante des chocs du côté de l'offre au cours de l'épisode de stagflation des années 70. Aujourd'hui, les chocs prennent des formes multiples : du côté de l'offre ou du côté de la demande, liés à des risques spécifiques ou systémiques, transitoires ou permanents. Il est difficile de déterminer la véritable

nature de ces chocs en temps utile pour y riposter efficacement. Les responsables de banques centrales doivent faire preuve de davantage d'humilité.

Il convient de modifier l'approche de la politique monétaire afin de la rendre robuste à des revirements soudains et inattendus du scénario macroéconomique. Des mesures efficaces dans un environnement macroéconomique donné pourront avoir des effets indésirables en cas de brusque changement de contexte. Cet article porte sur les principales difficultés auxquelles les banques centrales seront confrontées, s'intéresse aux théories monétaires qui se retrouveront sur le devant de la scène, et explique comment les banques centrales peuvent éviter de faire preuve de complaisance et de se retrouver en retard d'une guerre.

## L'interaction entre politique monétaire et politique budgétaire

Les banques centrales semblent tenir la barre des économies modernes, elles qui fixent les taux d'intérêt dans le but de stabiliser l'inflation et, souvent, d'atteindre également le plein emploi (dans les pays développés). Cette approche, que l'on peut qualifier de dominance monétaire, repose sur un socle indispensable : *l'indépendance de la banque centrale*. Une banque centrale jouit de l'indépendance *de jure* si les textes de loi lui confèrent l'autorité suprême de fixer les taux d'intérêt sans ingérence de la part des pouvoirs publics. Cela dit, l'indépendance *de facto* est tout aussi importante : lorsqu'elle fixe les taux d'intérêt, la banque centrale ne devrait pas se soucier de savoir si des taux plus élevés augmenteront l'endettement ou le risque de défaut de paiement de l'État. En effet, lorsque la banque centrale relève les taux et que la dette revient plus cher à l'État, l'idée est de voir les autorités réduire leurs dépenses de manière à refroidir l'économie et à diminuer les pressions inflationnistes. La capacité des banques centrales à fixer la politique monétaire et à contrôler l'économie au cours de périodes plus tendues dépend de son indépendance.

En raison du faible niveau des taux d'intérêt et de l'endettement plus raisonnable des États après la crise financière mondiale, les banques centrales ont pu ignorer les relations entre politique monétaire et politique budgétaire, dont l'importance semblait alors relativement limitée. La période qui a suivi la crise de 2008 a été marquée par la *dominance monétaire*, à savoir que les banques centrales pouvaient librement fixer les taux d'intérêt et poursuivre leurs objectifs, indépendamment de la politique budgétaire. Les banques centrales sont parties du postulat que le cœur du problème n'était pas la hausse des prix, mais la possibilité de voir une demande en berne entraîner une déflation de grande ampleur. Par conséquent, elles se sont principalement attachées à mettre au point des outils non conventionnels afin de pouvoir apporter un soutien complémentaire à l'économie. Elles se sont aussi enhardies à mener des politiques monétaires répondant à la fois au besoin d'apporter

un soutien à l'économie et à celui d'atteindre des objectifs sociaux, comme l'accélération de la transition verte ou la promotion de l'inclusion économique.

Pendant la crise de la COVID-19, la situation a radicalement changé. La plupart des pays développés ont enregistré une forte augmentation des dépenses publiques. Le gouvernement fédéral des États-Unis a apporté un soutien massif et fortement concentré en envoyant directement aux ménages des « chèques de relance ». Dans un premier temps, les pays européens ont déployé des programmes un peu plus modestes, principalement destinés à empêcher des licenciements, et ont investi dans des initiatives d'accompagnement des transitions verte et numérique. L'expansion budgétaire semble avoir été le principal moteur de l'inflation aux États-Unis, mais elle a aussi contribué à cette dernière en Europe. Or cette augmentation des dépenses s'est accompagnée de chocs d'une ampleur sans précédent du côté de l'offre, principalement attribuables à des problèmes liés à la pandémie, comme des perturbations des chaînes d'approvisionnement, qui sont venus exacerber les tensions inflationnistes.

La pandémie a montré que la politique monétaire ne maîtrise pas toujours l'inflation à elle seule. La politique budgétaire joue également un rôle. L'alourdissement de la dette publique — et c'est plus important — a augmenté la probabilité de voir émerger une *dominance budgétaire*, situation dans laquelle la politique monétaire n'a aucune incidence sur les déficits publics. Alors que les faibles niveaux d'endettement et le besoin de stimuler l'économie avaient permis aux autorités monétaires et budgétaires d'agir main dans la main à la suite de la crise financière mondiale, la perspective d'une dominance budgétaire laisse désormais craindre un bras de fer. Les banques centrales voudraient relever les taux d'intérêt afin de freiner l'inflation, alors que les pouvoirs publics détestent voir leurs charges d'intérêts augmenter. Ils préféreraient que les banques centrales coopèrent en monétisant leur dette, à savoir en achetant des effets publics boudés par les investisseurs privés.

Pour conserver leur indépendance, les banques centrales doivent promettre de ne pas accéder aux souhaits des pouvoirs publics s'agissant de la monétisation des titres de dette excédentaires. Ces refus contraindraient les autorités à réduire leurs dépenses, à augmenter les impôts, ou à faire les deux à la fois — on parle de rééquilibrage budgétaire.

Un point essentiel pour les politiques publiques réside dans les facteurs faisant pencher le bras de fer du côté de la dominance budgétaire ou de celui de la dominance monétaire. Les garanties juridiques de l'indépendance de la banque centrale ne suffisent pas, à elles seules, à assurer la dominance monétaire : les législateurs peuvent menacer de modifier les textes de loi, et les traités internationaux peuvent être ignorés, ce qui pourrait empêcher une banque centrale de déployer pleinement sa politique privilégiée. Pour promouvoir la dominance monétaire, la banque centrale doit rester bien capitalisée : si elle a besoin d'être fréquemment recapitalisée par l'État, elle

renvoie une image de faiblesse et risque de perdre le soutien du secteur public. Les banques centrales qui présentent des bilans de grande taille contenant de nombreux actifs risqués et qui paient des intérêts sur les réserves à des banques privées peuvent subir des pertes considérables en cas de hausse des taux d'intérêt. Ces pertes pourraient conduire les autorités budgétaires à les soumettre à une pression accrue afin de les empêcher de relever les taux d'intérêt.

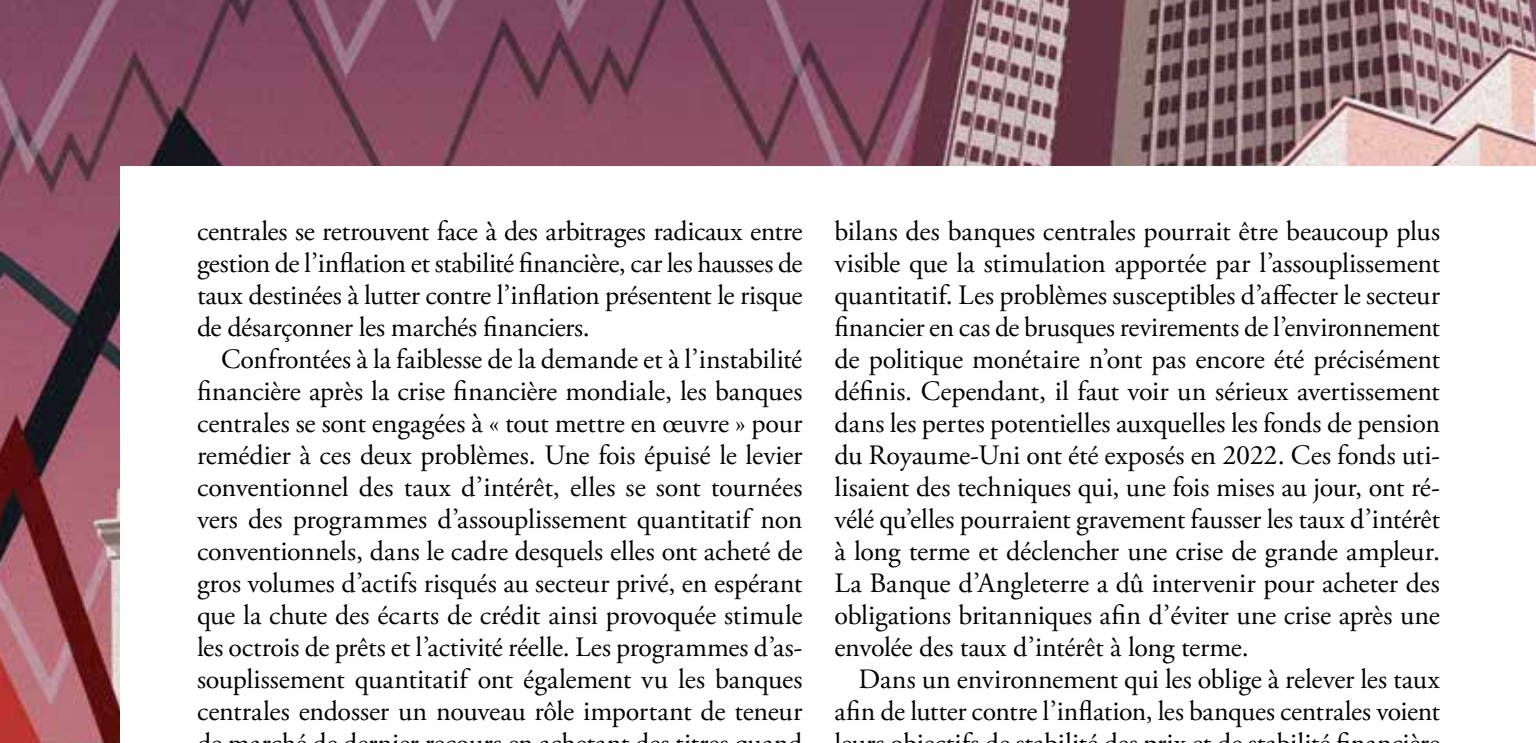
Par ailleurs, et c'est primordial, la banque centrale doit garder la faveur de l'opinion publique, qui est la source suprême de pouvoir et d'indépendance. La banque centrale doit donc communiquer efficacement la logique de ses actions afin de conserver le soutien de la population, notamment face à une inflation alimentée par les finances

## LA BANQUE CENTRALE DOIT GARDER LA FAVEUR DE L'OPINION PUBLIQUE, QUI EST LA SOURCE SUPRÊME DE POUVOIR ET D'INDÉPENDANCE.

publiques. Dans l'absolu, une banque centrale maintient sa dominance si elle est capable de promettre de façon crédible qu'elle ne viendra pas au secours de l'État en monétisant la dette publique en cas de situation de défaut de paiement.

### La menace de la dominance financière

L'interaction entre stabilité monétaire et stabilité financière confronte les banques centrales à de nouvelles difficultés. Elles opèrent désormais dans un environnement au sein duquel la dette privée est élevée, les primes de risque sur les actifs financiers sont basses, les signaux donnés par les prix sont faussés, et le secteur privé s'appuie fortement sur la liquidité que la banque centrale injecte en temps de crise. La principale différence entre la période qui a fait suite à la crise de 2008 et la situation actuelle se situe dans le niveau excessivement élevé de l'inflation. Il y a une quinzaine d'années, les deux objectifs des banques centrales consistant, d'une part, à stimuler l'activité économique et, d'autre part, à assurer la stabilité financière à l'aide de mesures non conventionnelles allaient dans le même sens. Aujourd'hui, ces mêmes banques



centrales se retrouvent face à des arbitrages radicaux entre gestion de l'inflation et stabilité financière, car les hausses de taux destinées à lutter contre l'inflation présentent le risque de désarçonner les marchés financiers.

Confrontées à la faiblesse de la demande et à l'instabilité financière après la crise financière mondiale, les banques centrales se sont engagées à « tout mettre en œuvre » pour remédier à ces deux problèmes. Une fois épuisé le levier conventionnel des taux d'intérêt, elles se sont tournées vers des programmes d'assouplissement quantitatif non conventionnels, dans le cadre desquels elles ont acheté de gros volumes d'actifs risqués au secteur privé, en espérant que la chute des écarts de crédit ainsi provoquée stimule les octrois de prêts et l'activité réelle. Les programmes d'assouplissement quantitatif ont également vu les banques centrales endosser un nouveau rôle important de teneur de marché de dernier recours en achetant des titres quand tous les autres acteurs s'y refusaient.

En achetant massivement des actifs privés, les banques centrales ont gonflé leurs bilans et elles ne sont pas revenues en arrière une fois la crise terminée, car elles craignaient qu'un dégonflement soudain n'entraîne des préju-

bilans des banques centrales pourrait être beaucoup plus visible que la stimulation apportée par l'assouplissement quantitatif. Les problèmes susceptibles d'affecter le secteur financier en cas de brusques revirements de l'environnement de politique monétaire n'ont pas encore été précisément définis. Cependant, il faut voir un sérieux avertissement dans les pertes potentielles auxquelles les fonds de pension du Royaume-Uni ont été exposés en 2022. Ces fonds utilisaient des techniques qui, une fois mises au jour, ont révélé qu'elles pourraient gravement fausser les taux d'intérêt à long terme et déclencher une crise de grande ampleur. La Banque d'Angleterre a dû intervenir pour acheter des obligations britanniques afin d'éviter une crise après une envolée des taux d'intérêt à long terme.

Dans un environnement qui les oblige à relever les taux afin de lutter contre l'inflation, les banques centrales voient leurs objectifs de stabilité des prix et de stabilité financière entrer en collision. La dépendance du secteur privé, en particulier les marchés de capitaux, vis-à-vis de la liquidité des banques centrales a débouché sur une situation de *dominance financière*, dans laquelle l'action de la politique monétaire est limitée par des inquiétudes relatives à la stabilité du secteur financier. Dans ce type d'environnement, un resserrement monétaire pourrait semer la panique dans le secteur financier et rendre l'économie vulnérable à des secousses, même minimales. L'ampleur de la dominance financière dépend du niveau de capitalisation des banques privées pour faire face aux pertes et de la fluidité des procédures de faillite dans le secteur privé. Un cadre juridique bien rodé pour traiter les situations d'insolvabilité isolerait le système des effets de débordement provoqués par la faillite d'une institution. De plus, la banque centrale ressentirait probablement moins l'obligation de venir à son secours. Ces difficultés compliquent la mission des banques centrales consistant à faire baisser l'inflation sans provoquer de récession et, d'une certaine manière, elles portent atteinte à leur indépendance *de facto*.

Ces problèmes exigent de repenser le mode d'interaction de la politique monétaire avec la stabilité financière. Les banques centrales doivent absolument s'attacher à rétablir en douceur les signaux donnés par les prix aux marchés privés, sur lesquels elles sont trop intervenues. Elles doivent également reconnaître qu'il existera toujours des arbitrages entre leurs objectifs de stabilité des prix et de stabilité financière, même si cette tension ne se matérialise vraiment que sur le long terme. Le gonflement des bilans des banques centrales entraîne des distorsions financières et restreint leurs actions futures. Les banques centrales devraient anticiper cette tension en imposant une surveillance macroprudentielle renforcée, ce qui consisterait non seulement à veiller à la robustesse des institutions prises individuellement — objectif traditionnel de la réglementation financière — mais aussi à assurer la solidité du système financier dans son ensemble. Cette réglementation

## IL EXISTERA TOUJOURS DES ARBITRAGES ENTRE LES OBJECTIFS DE STABILITÉ DES PRIX ET DE STABILITÉ FINANCIÈRE, MÊME SI CETTE TENSION NE SE MATÉRIALISE VRAIMENT QUE SUR LE LONG TERME.

lices économiques. Cette volonté de conserver des bilans de grande taille s'est traduite par un alourdissement de la dette privée, un rétrécissement des écarts de crédit, une distorsion des signaux donnés par les prix et des prix élevés dans l'immobilier en raison de l'augmentation des prêts hypothécaires. Le secteur privé s'est retrouvé dépendant de la liquidité fournie par les banques centrales et s'est habitué à l'environnement de faibles taux d'intérêt. De fait, les marchés financiers en sont venus à considérer que les banques centrales interviendraient systématiquement en cas de chute excessive des prix des actifs. Le secteur privé étant devenu tellement dépendant de la banque centrale, l'effet de contraction entraîné par une normalisation des



macroprudentielle étoffée devrait accorder une attention particulière au suivi des versements de dividendes et à l'accumulation des risques sur les marchés de capitaux non bancaires. Enfin, les banques centrales devraient repenser leurs rôles en tant que prêteurs et teneurs de marché de dernier recours, et faire en sorte que leurs interventions ne soient que temporaires. Elles devraient s'appliquer à *communiquer* un cadre qui permette de lisser les conditions de liquidité sans conduire à des achats d'actifs systématiques.

## Anticipations d'inflation et points d'ancrage de l'inflation

Aujourd'hui, l'inflation est alimentée par une série de chocs sur l'offre et de chocs d'autre nature qui risquent d'éloigner les anticipations d'inflation de la cible d'inflation de la banque centrale, son point d'ancrage. Après la période dite de la Grande Modération, dans les années 80 et 90, au cours de laquelle les trajectoires de l'inflation et de la croissance économique étaient toutes deux favorables, les anticipations d'inflation étaient stables dans les pays développés. Au lendemain de la crise financière mondiale, certains craignaient même d'assister à une baisse du niveau général des prix (déflation). Avec la forte inflation qui a fait suite à la pandémie de COVID-19, les banques centrales ont pris conscience qu'il n'y a plus lieu de s'inquiéter d'une éventuelle déflation : la possibilité de voir l'inflation dépasser les cibles des banques centrales à moyen terme est redevenue une source d'inquiétude.

Les banques centrales ont tiré des enseignements excessifs de la crise de 2008, ce qui les a incitées à abandonner la façon dont elles géraient habituellement les anticipations d'inflation. Ce revirement intellectuel est en grande partie responsable de l'erreur de diagnostic initiale de l'inflation au cours de la pandémie. Les banques centrales sont parties du principe que l'inflation avait été définitivement mise sous l'éteignoir depuis les années 80, ce qui les a conduites à supposer que les anticipations d'inflation resteraient toujours bien ancrées. S'appuyant sur ce postulat, elles ont acquis la conviction qu'il était possible de faire tourner l'économie à plein régime, c'est-à-dire en laissant le chômage tomber au-dessous son taux dit « naturel » (non générateur d'inflation), sans s'exposer à des risques majeurs. Elles ont également jugé qu'il était sans danger de prendre des engagements sur le long terme (comme des orientations prospectives indiquant qu'elles allaient maintenir les taux d'intérêt à des niveaux bas sur un horizon lointain), car ces engagements ne semblaient pas avoir d'incidences inflationnistes à longue échéance. Mais ces engagements peuvent mettre à mal les anticipations d'inflation si les banques centrales ne sont pas capables de les tenir par la suite. De plus, la crainte de la *déflation* a incité les banques centrales à adopter une approche axée sur les données qui a volontairement retardé toute mesure de resserrement monétaire. Pour veiller à ce que la production économique ne soit pas interrompue

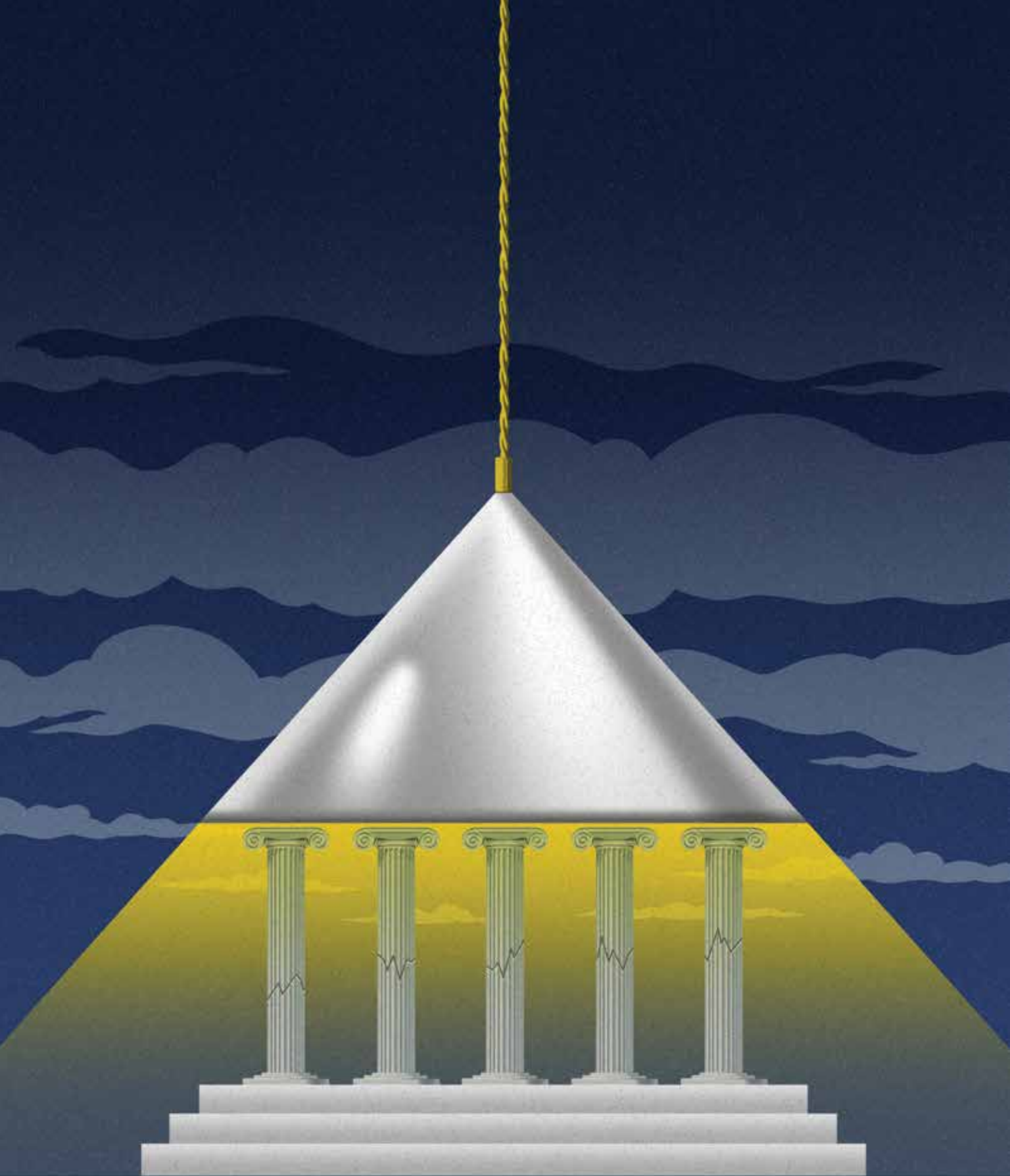
prématurément, les banques centrales n'ont pas relevé leurs taux lorsqu'elles s'attendaient à voir l'inflation accélérer (si une surchauffe était à prévoir en raison d'un taux de chômage inférieur à son niveau naturel, par exemple). Au lieu de cela, elles ont attendu que l'inflation se matérialise avant de prendre des mesures.

Les banques centrales ont également adopté une approche complaisante face aux chocs du côté de l'offre. Les modèles économiques généralement utilisés par les banques centrales supposent souvent de ne pas complètement neutraliser l'inflation provoquée par des chocs du côté de l'offre, car cette inflation est de nature temporaire (et prend fin lorsque l'offre augmente). Ils considèrent également que la politique de taux d'intérêt a pour rôle de contrôler la demande globale. Or l'argument classique consiste à dire que la banque centrale devrait sopeser les bienfaits d'un refroidissement de l'inflation temporaire par rapport aux coûts liés à un étouffement de la croissance économique. Cependant, si une banque centrale ne réagit pas aux chocs du côté de l'offre en prenant des mesures pour réduire la demande, elle risque de déstabiliser le point d'ancrage de l'inflation et de ne plus être en mesure d'atteindre ses objectifs par la suite. Paradoxalement, la guerre en Ukraine a renforcé l'ancrage des anticipations d'inflation, car elle a apporté aux banques centrales une couverture pour expliquer pourquoi les prix ont augmenté dans de telles proportions.

Le cadre intellectuel adopté par les banques centrales après la crise de 2008 ne semble pas encore avoir provoqué un désancrage des anticipations d'inflation. Cependant, il pourrait se révéler coûteux d'attendre que le désancrage commence à porter atteinte au cadre pour agir. Les dernières données relatives aux anticipations d'inflation ont déjà déclenché des signaux d'alerte. La perte de l'ancrage de l'inflation, avec l'incertitude qu'elle supposerait pour les consommateurs et les entreprises, pénaliserait autant la demande que l'offre globale. Elle aurait des conséquences lourdes à la fois pour les banques centrales — car elle entraverait leur capacité à maîtriser l'inflation — et pour l'activité économique — car les consommateurs et les entreprises hésiteraient à faire des achats et des investissements.

Pour remédier à ces problèmes, les banques centrales devraient renouer avec une approche de la politique monétaire dont la priorité centrale serait la stabilisation des anticipations d'inflation. Les banques centrales ne doivent pas attendre que l'inflation se matérialise pour procéder à des resserrements. Au contraire, elles doivent agir dès que les voyants d'alerte se mettent à clignoter. Les banques centrales doivent intégrer les anticipations d'inflation des ménages ainsi que des marchés financiers s'agissant de l'inflation future, car ce sont ces anticipations qui façonnent les conditions de la demande globale ainsi que les prix des actifs. **FD**

**MARKUS K. BRUNNERMEIER** est titulaire de la chaire Edward S. Sanford d'économie à l'Université de Princeton.



# MOINS ÉGALE **PLUS**

---

En resserrant leur action et en se montrant moins interventionnistes,  
il est probable que les banques centrales obtiendraient de meilleurs résultats

**Raghuram Rajan**

**L'**estime du public pour les banquiers centraux des pays industrialisés s'est considérablement dégradée. Il y a encore peu, ceux-ci étaient des héros qui soutenaient une croissance poussive par des politiques monétaires non conventionnelles, encourageaient le recrutement de personnes issues de groupes minoritaires en autorisant une légère surchauffe du marché du travail et essayaient même de freiner les changements climatiques, tout en reprochant à des législateurs paralysés de ne pas en faire plus. Aujourd'hui, on les accuse d'échouer dans leur fonction la plus élémentaire : maintenir l'inflation à des niveaux faibles et stables. Les décideurs politiques, attirés par l'odeur du sang et méfiants à l'égard de ce pouvoir non élu, souhaitent réexaminer les mandats des banques centrales.

Ces dernières se sont-elles trompées sur toute la ligne ? Si tel est le cas, que devraient-elles faire ?

## **À la décharge des banquiers centraux**

Commençons par voir pourquoi il convient de lâcher du lest aux banques centrales. Bien évidemment, il est toujours plus aisé de juger après coup. La pandémie de COVID-19 a été un événement sans précédent, dont les conséquences sur l'économie mondialisée ont été très difficiles à anticiper. La réponse budgétaire, peut-être plus généreuse qu'attendue faute de consensus législatif sur les groupes à exclure, n'a pas été facile à prévoir. Peu nombreux étaient ceux et celles qui pensaient que Vladimir Poutine déclencherait une guerre en février 2022, perturbant un peu plus encore les chaînes d'approvisionnement et provoquant une flambée des prix de l'énergie et de l'alimentation.

Il ne fait aucun doute que les banquiers centraux ont tardé à réagir aux signes croissants d'inflation, en partie parce qu'ils pensaient que le régime en vigueur après la crise financière de 2008, dans le cadre duquel une hausse de prix, y compris

du pétrole, n'avait que peu d'incidence sur le niveau général des prix, restait de mise. Dans une tentative de stimuler une inflation excessivement faible, la Réserve fédérale a même modifié son cadre durant la pandémie, annonçant qu'elle serait moins réactive face à l'inflation annoncée et qu'elle maintiendrait ses politiques plus accommodantes plus longtemps. Ce cadre était adapté à un contexte de demande et d'inflation structurellement faibles, mais il était à proscrire alors que l'inflation était sur le point de s'envoler et chaque hausse de prix sur le point d'en déclencher une autre. Mais qui aurait pu prévoir que ces temps étaient révolus ?

Même avec une visibilité parfaite, les banquiers centraux, qui, en réalité, ne sont pas mieux informés que les acteurs du marché compétents, auraient sans doute, et on le comprend aisément, eu un train de retard. Une banque centrale maîtrise l'inflation en ralentissant la croissance économique. Ses politiques doivent paraître raisonnables, sans quoi elle perd son indépendance. Les gouvernements avaient dépensé des milliers de milliards pour maintenir l'économie à flot, l'emploi s'était à peine relevé après avoir atteint des niveaux extrêmement faibles et l'inflation avait été à peine perceptible pendant plus d'une décennie : seul un banquier central imprudent aurait relevé les taux pour interrompre la croissance alors même que le public ne considérerait pas encore l'inflation comme un danger. Dit autrement, une hausse préventive des taux pour ralentir la croissance aurait manqué de légitimité aux yeux du public, en particulier si elle avait eu les effets escomptés et que l'inflation avait été maîtrisée, et d'autant plus si elle avait réduit les prix des actifs financiers qui s'envolaient et donnaient au public un sentiment de bien-être. Il fallait que le public soit confronté à des niveaux plus importants d'inflation pour que les banques centrales puissent prendre des mesures fortes à cet égard.



En somme, les banques centrales disposaient d'une marge de manœuvre limitée, notamment du fait de l'histoire récente et de leurs croyances, des cadres adoptés pour lutter contre l'inflation faible et des politiques en vigueur, et ces différents facteurs se renforçaient mutuellement.

## Éléments à charge

Nous en tenir à ce stade dans notre autopsie serait sans doute faire preuve d'un excès de générosité à l'égard des banques centrales. Après tout, ce sont leurs choix passés qui ont réduit leur marge de manœuvre, et pas seulement pour les raisons susmentionnées. Prenons l'émergence de la domination de la politique budgétaire (la banque centrale s'adapte aux dépenses budgétaires du gouvernement) et de la domination de la politique financière (la banque centrale s'aligne sur les impératifs du marché). Celle-ci n'est pas entièrement étrangère aux décisions prises par les banques centrales au cours des dernières années.

Lorsque les taux d'intérêt restent bas et que la liquidité reste élevée pendant une période prolongée, cela donne lieu à une augmentation des prix des actifs et de l'effet de levier correspondant. Tant les autorités que le secteur privé ont accru leur utilisation de ce levier. Bien sûr, les dépenses gouvernementales ont augmenté du fait de la pandémie et de la

signifie qu'au fur et à mesure que les taux d'intérêt grimpent, les finances publiques — en particulier des pays dont la croissance est faible et le niveau d'endettement important — ont de grande chance de devenir problématiques. Les considérations budgétaires pèsent déjà dans les politiques de certaines banques centrales : par exemple, compte tenu du fait que les rendements de la dette de pays plus faibles sur le plan budgétaire explosent par rapport à ceux de pays plus solides, la Banque centrale européenne s'inquiète des répercussions de ses mesures monétaires sur la « fragmentation ». À tout le moins, et même si elles n'avaient pas anticipé les chocs, les banques centrales auraient peut-être dû prendre note de l'évolution des politiques et de la probabilité accrue de dépenses incontrôlées en cas de choc qui en découlait. Elles auraient peut-être alors supprimé les taux à long terme et fait en sorte que les taux directeurs restent bas plus longtemps.

Le secteur privé a, lui aussi, utilisé l'effet de levier, tant au niveau des ménages (Australie, Canada et Suède) qu'au niveau des entreprises. Mais il existe un autre problème, nouveau et largement ignoré : la dépendance aux liquidités. La Réserve fédérale ayant épuisé ses réserves à la faveur de l'assouplissement quantitatif, les banques commerciales ont majoritairement financé les réserves avec des dépôts à vue de gros, raccourcissant de fait l'échéance de leurs obligations. De plus, afin de générer des revenus à partir du volume important de réserves à faible rendement dans leurs bilans, elles ont promis d'injecter des liquidités dans le secteur privé (lignes de crédit engagées, marge de manœuvre pour le financement des investissements spéculatifs, etc.).

Le problème est qu'au fur et à mesure que les banques centrales réduisent leurs bilans, il est difficile pour les banques commerciales de tenir rapidement leurs promesses. Le secteur privé dépend davantage des banques centrales pour assurer la continuité des liquidités. Nous avons eu un avant-goût de ce problème avec l'affaire des pensions de retraite au Royaume-Uni, en octobre 2022, qui a été désamorcée grâce à l'intervention de la banque centrale, associée au rétropédalage du gouvernement concernant ce plan de dépenses déraisonnable. Toutefois, cet événement a laissé entrevoir que le secteur privé, dépendant des liquidités, pourrait potentiellement remettre en question le projet des banques centrales d'abaisser leurs bilans pour réduire le caractère accommodant de leur politique monétaire.

Enfin, les prix élevés des actifs font poindre le spectre de mesures asymétriques de la part des banques centrales, c'est à dire un scénario dans lequel les banques centrales seraient plus promptes à se montrer accommodantes si l'activité ralentissait ou les prix des actifs chutaient qu'à remonter les taux si une bulle des prix des actifs se formait, entraînant l'activité avec elle. Dans un discours prononcé à la conférence de Jackson Hole tenue à la Banque fédérale de réserve de Kansas City en 2002, Alan Greenspan a dit que, si la Fed ne pouvait pas détecter l'envolée des prix des actifs ou l'empêcher, elle pouvait, le cas échéant, atténuer le contrecoup et, on l'espère,

## Les banques centrales peuvent se dire surprises par les récents événements, mais elles y ont contribué en restreignant leur propre marge de manœuvre politique.

guerre déclenchée par Vladimir Poutine, mais aussi des taux d'intérêt à long terme extrêmement faibles et d'un marché obligataire anesthésié par les mesures des banques centrales, comme l'assouplissement quantitatif. Certes, le fait pour les gouvernements de financer des dépenses ciblées en émettant des titres de dette à long terme n'était pas insensé. Toutefois, les économistes de bon sens qui ont défendu ces dépenses n'ont pas assorti leurs recommandations de mises en garde suffisantes, et la fracture politique a fait que les seules dépenses approuvées ont été celles qui bénéficiaient à tous. Comme toujours, les responsables politiques se sont appuyés sur des théories peu solides mais pratiques (comme la théorie monétaire moderne), ouvrant la porte à des dépenses incontrôlées.

Les banques centrales ont compliqué la situation en achetant de la dette publique financée par les réserves au jour le jour, réduisant ainsi l'échéance du financement des bilans consolidés des gouvernements et des banques centrales. Cela

faciliter la transition vers la prochaine phase d'expansion, faisant de l'asymétrie une règle canonique de la Fed.

Des prix des actifs élevés, un fort effet de levier du secteur privé et une dépendance aux liquidités suggèrent que les banques centrales pourraient être confrontées à une domination de la politique financière, c'est-à-dire une situation où la politique monétaire s'adapte davantage aux évolutions financières du secteur privé qu'à l'inflation. Indépendamment de la question de savoir si la Fed entend se laisser dominer, les prévisions du secteur privé, selon lesquelles celle-ci sera rapidement obligée de revoir ses taux directeurs à la baisse, ont eu pour effet de compliquer la suppression des politiques monétaires accommodantes de la banque centrale. Cette dernière devra se montrer plus stricte plus longtemps qu'elle ne le souhaiterait en l'absence des attentes du secteur privé. Et cela aura des conséquences encore plus graves sur l'activité mondiale. De plus, lorsque les prix des actifs auront atteint leur nouveau point d'équilibre, les ménages, les fonds de pension et les compagnies d'assurance, qui, bien souvent, ne sont pas ceux qui bénéficient de la hausse, auront enregistré des pertes importantes. Les fonds de pension publics gérés par des bureaucrates, les personnes non averties et les groupes relativement pauvres sont les derniers à profiter d'une explosion des prix des actifs, avec des conséquences problématiques sur la distribution dont les banques centrales sont en partie responsables.

En matière de réserves, la politique menée par une banque centrale à l'échelle nationale peut donner lieu à des effets de contagion externe. Toutefois, les banquiers centraux n'en sont que peu responsables. Il est clair que les politiques des pays qui détiennent la majorité des réserves influent sur les pays périphériques par le biais des flux de capitaux et des variations de taux de change. La banque centrale d'un pays périphérique doit agir, indépendamment de la question de savoir si ses mesures sont adaptées à la situation intérieure. Dans le cas contraire, le pays subira des conséquences à long terme, comme une flambée des prix des actifs, des niveaux d'emprunt excessifs et, au final, un surendettement. Mais nous y reviendrons dans la conclusion.

En somme, les banques centrales peuvent se dire surprises par les récents événements, mais elles y ont contribué en restreignant leur propre marge de manœuvre politique. Par leurs mesures asymétriques et non conventionnelles, visant ostensiblement à corriger le taux directeur qui avait atteint son plancher, elles ont créé tout un éventail de déséquilibres qui ont fait qu'il est plus difficile non seulement de lutter contre l'inflation, mais également de s'affranchir de la combinaison de mesures actuelle, et ce même si l'inflation est aujourd'hui considérablement plus élevée qu'auparavant. Les banques centrales ne sont pas les observatrices innocentes que l'on pense parfois.

## Les banques centrales ne doivent pas perdre de vue leur mission première

Et maintenant ? Les banquiers centraux connaissent bien les tenants et aboutissants de la lutte contre l'inflation forte et

ont les outils pour livrer bataille. Ils devraient avoir la latitude d'effectuer leur travail.

Mais, lorsque les banques centrales seront parvenues à réduire l'inflation, nous retrouverons sans doute un monde à croissance faible. Il est difficile d'imaginer ce qui serait capable de contrebalancer les turbulences inhérentes au vieillissement des populations, au ralentissement économique de la Chine et à un monde méfiant en phase de militarisation et de démondialisation. Ce monde, dans lequel la croissance et, potentiellement, l'inflation sont faibles, est un monde que les banquiers centraux comprennent mal. Les outils que ceux-ci ont utilisés après la crise financière, comme l'assouplissement quantitatif, n'ont pas permis d'efficacement stimuler la croissance. De plus, des mesures agressives de la part des banques centrales pourraient favoriser une domination de la politique budgétaire et financière plus grande encore.

Alors, une fois que les choses se seront calmées, en quoi devrait consister le mandat des banques centrales ? Ces dernières ne sont pas les premières institutions auxquelles on pense pour lutter contre les changements climatiques ou promouvoir l'inclusion. Souvent, leur mandat n'a aucunement trait à ces questions. Plutôt que de se saisir de missions relevant de domaines politiquement chargés, il est préférable qu'elles attendent de se voir confier un mandat par les représentants élus du peuple. Mais est-il sage de confier de tels mandats aux banques centrales ? Tout d'abord, leurs outils ont une efficacité limitée sur des questions telles que la lutte contre les changements climatiques ou les inégalités. Ensuite, ces nouvelles responsabilités pourraient-elles porter préjudice à l'exécution de leur(s) mission(s) première(s) ? Par exemple, compte tenu du fait que les minorités désavantagées sont généralement, et malheureusement, les dernières à être recrutées lors d'une expansion économique, le nouveau cadre de la Fed imposant à cette dernière de promouvoir l'inclusion aurait-il pu freiner la hausse des taux ? Enfin, ces nouvelles missions pourraient-elles exposer les banques centrales à tout un nouvel ensemble de pressions politiques et donner lieu à de nouvelles formes d'aventurisme en leur sein ? Cela ne veut pas dire pour autant que les banques centrales ne devraient pas se soucier des conséquences des changements climatiques ou des inégalités dans le cadre de leur(s) mandats(s) explicite(s). Elles pourraient suivre expressément les instructions des représentants élus dans certains domaines (par exemple acheter des obligations vertes plutôt que des obligations « marrons » lorsqu'elles interviennent sur les marchés), bien que cela les exposerait à un risque de microgestion externe. Cependant, la lutte directe contre les changements climatiques ou les inégalités est une tâche qu'il vaut mieux laisser aux gouvernements, et non aux banques centrales.

Mais qu'en est-il de leur mission et de leur cadre en matière de stabilité des prix ? Un peu plus haut, nous avons touché du doigt une contradiction fondamentale à laquelle se heurtent les banques centrales. Nous disions qu'elles avaient besoin d'un cadre, par exemple un cadre ciblant l'inflation et par

lequel elles étaient tenues de maintenir l'inflation dans une fourchette donnée ou symétriquement proche d'une cible. Toutefois, comme l'a déclaré Agustín Carstens, directeur général de la Banque des règlements internationaux (BRI), un régime d'inflation faible peut être très différent d'un régime d'inflation forte. Selon le régime en vigueur, il est possible que le cadre doive changer. Dans un régime d'inflation faible, c'est-à-dire dans lequel l'inflation reste à des niveaux faibles malgré des chocs sur les prix, il est probable que les banques centrales doivent s'engager à être plus tolérantes vis-à-vis de l'inflation à l'avenir pour la faire grimper. Dit autrement, et comme l'a avancé Paul Krugman, elles doivent s'engager à être rationnellement irresponsables. Cela signifie adopter des politiques et des cadres qui, de fait, les contraignent à se montrer accommodantes pendant une période prolongée. Mais, comme susmentionné, il est possible que cela précipite un changement de régime, par exemple en assouplissant ce qui est perçu comme des contraintes budgétaires.

À l'inverse, dans un régime d'inflation forte, dans lequel chaque choc sur les prix entraîne un autre, les banques centrales doivent s'engager fermement à éliminer l'inflation le plus rapidement possible, car, comme on dit, lorsque l'inflation se fait sentir, il est déjà trop tard. Cette tolérance à l'inflation, rendue obligatoire compte tenu du cadre choisi et nécessaire en cas d'inflation faible, est donc incompatible avec l'approche nécessaire en cas d'inflation forte. Mais les banques centrales ne peuvent pas tout bonnement changer d'approche en fonction du régime en vigueur : leurs engagements perdraient toute crédibilité. Elles pourraient alors se doter d'un cadre valable en toute circonstance.


## Choisir un cadre

Si tel est le cas, la balance des risques voudrait que les banques centrales mettent à nouveau l'accent sur leur mission de lutte contre des niveaux élevés d'inflation, en utilisant des outils normatifs tels que les taux directeurs. Que faire si l'inflation est trop faible ? Comme durant la pandémie de COVID-19, peut-être devrions-nous apprendre à vivre avec et éviter de recourir à des outils tels que l'assouplissement quantitatif, dont on peut douter des effets positifs sur l'activité réelle, qui biaisent le crédit, les prix des actifs et les liquidités, et dont il est difficile de s'extraire. Sans doute pourrait-on dire que, tant que l'inflation faible ne débouche pas sur une trappe déflationniste, les banques centrales ne devraient pas s'en inquiéter outre mesure. Le ralentissement de la croissance et de la productivité de la main-d'œuvre japonaises n'est pas dû à des décennies d'inflation faible, mais davantage au vieillissement de la population et à une diminution de la population active.

Il n'est pas bon de compliquer les mandats des banques centrales, mais celles-ci ont sans doute besoin d'un mandat plus solide pour aider les pays à maintenir leur stabilité financière. Premièrement, une crise financière amène généralement dans son sillage une inflation excessivement faible contre laquelle

les banques centrales peinent à lutter. Deuxièmement, les méthodes que celles-ci utilisent généralement pour mettre un terme à une période prolongée d'inflation trop faible ont pour effet, nous l'avons vu, de faire grimper les prix des actifs et, par conséquent, de créer un effet de levier et d'aggraver une éventuelle instabilité financière. Malheureusement, même si les théoriciens monétaires estiment que le meilleur moyen de garantir la stabilité financière est de mettre en place un contrôle macroprudentiel, cette méthode est loin d'avoir eu les effets escomptés jusqu'à présent, comme en atteste l'explosion des prix de l'immobilier dans les principales économies. De plus, les politiques macroprudentielles ont généralement peu d'effet dans des domaines du système financier que les banques ne maîtrisent pas, comme l'ont montré la formation et l'éclatement des bulles des cryptomonnaies et des actions-mêmes. Il est indispensable de mieux couvrir le système financier, en particulier le système financier non bancaire parallèle. Mais, en matière de réglementation macroprudentielle, il convient de se souvenir que la politique monétaire s'infiltre partout, pour paraphraser Jeremy Stein. Peut-être qu'un tel pouvoir devrait être assorti de responsabilités !

Les banques centrales sont-elles responsables des conséquences externes de leurs politiques ? Il est intéressant de constater que celles dont l'action est axée sur la stabilité financière intérieure optent généralement pour des politiques monétaires dont les effets de contagion sont moindres. Néanmoins, les banquiers centraux et les universitaires devraient commencer à échanger sur les effets de contagion. Un vaste dialogue apolitique pourrait être initié à la BRI, à Bâle, où les banquiers centraux se réunissent régulièrement. Puis ce dialogue pourrait être amené au FMI et associer des représentants gouvernementaux et davantage de pays, l'objectif étant de débattre de la manière dont les mandats des banques centrales devraient évoluer dans un monde intégré. En attendant qu'un tel dialogue soit organisé et que l'on parvienne à un consensus politique en la matière, recentrer l'action des banques centrales sur leur mandat premier, la lutte contre l'inflation, tout en faisant en sorte que celles-ci s'acquittent de leur mandat secondaire, maintenir la stabilité financière, est dans doute suffisant.

Ce double mandat condamne-t-il le monde à une croissance faible ? Non, mais il fera peser la responsabilité de promouvoir la croissance sur le secteur privé et les gouvernements, comme il se doit. En resserrant leur action et en se montrant moins interventionnistes, il est probable que les banques centrales obtiendraient de meilleurs résultats et que le monde ne serait pas en proie à une inflation forte, à un effet de levier important et à une croissance faible comme c'est le cas actuellement. Pour les banques centrales, il semblerait que moins égale plus. 

**RAGHURAM RAJAN** est professeur à la Booth School of Business de l'Université de Chicago et a été gouverneur de la Banque de réserve de l'Inde de 2013 à 2016.





# CRISES & POLITIQUE MONÉTAIRE

La pandémie et la guerre ont engendré de nouveaux défis pour les banques centrales qui occuperont les années à venir

Gita Gopinath


**L**a flambée d'inflation mondiale, qui a brusquement mis fin à des décennies de hausses de prix modérées, survient à la croisée exceptionnelle de crises : la pandémie mondiale et l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

Les économistes doivent aujourd'hui se demander quels sont les enseignements à tirer de cette période pour la politique monétaire ? Pour commencer, voyons les enseignements de la pandémie et de la guerre applicables à la politique monétaire, même si le monde finira par revenir à une situation de taux d'intérêt et d'inflation faibles. La plupart des économistes n'ont pas vu venir la poussée inflationniste : nous devons en comprendre les raisons, ainsi que les futurs changements à apporter éventuellement à la politique monétaire.

Mais un certain nombre d'effets de ces crises — forte inflation, perturbations des chaînes d'approvisionnement, intensification des barrières commerciales — pourraient subsister beaucoup plus longtemps, voire s'aggraver, risquant de mettre en péril la stabilité macroéconomique dans le monde, en particulier dans les pays émergents. Comment éviter cela ?

## Prendre en compte la poussée inflationniste

La flambée des prix a été une surprise par rapport aux dispositifs d'action publique précédant la crise, en particulier dans les pays avancés. Selon des données empiriques, l'inflation n'a augmenté que légèrement lorsque le chômage a baissé, ce qui correspond à une courbe de Phillips très plate.



Ces données ont été renforcées par la tendance de l'inflation avant la pandémie, restée modérée alors même que la relance monétaire faisait chuter le taux de chômage à des niveaux très bas.

Toutefois, ces modèles qui intègrent une faible pente de la courbe de Phillips n'ont pas réussi à expliquer la flambée des prix liée à la pandémie. La plupart des prévisions d'inflation à partir de ces modèles, y compris la nôtre au FMI, ont considérablement sous-estimé l'inflation.

Bien qu'une inflation élevée traduise en partie une évolution inhabituelle, un certain nombre d'erreurs de prévision peuvent sans doute s'expliquer par notre mauvaise compréhension de la courbe de Phillips et de la situation de l'offre dans l'économie.

Même si la courbe de Phillips normale relie l'inflation à l'écart de taux de chômage, la reprise rapide de l'emploi peut avoir joué un rôle significatif dans la progression de l'inflation, laissant entendre que les « effets de vitesse » ont davantage d'importance que ce que l'on pensait. Il se peut également que la pente de la courbe de Phillips présente des non-linéarités prononcées : les pressions sur les prix et les salaires dues à la baisse du chômage deviennent plus aiguës lorsque l'économie est en surchauffe que lorsqu'elle est en dessous du plein emploi. Enfin, pendant la reprise — lorsqu'en raison des contraintes liées à l'offre et à la demande de services, les considérables mesures de relance

Selon l'un de ces principes, un taux de chômage bien inférieur à son taux naturel était acceptable, voire souhaitable. Une économie en surchauffe semblait être une bonne chose pour les États-Unis et d'autres pays avancés avant la pandémie. Le chômage a chuté à des niveaux historiquement bas, y compris pour les travailleurs défavorisés, tandis que l'inflation est restée inférieure à la cible.

Mais les risques d'inflation liés à une économie en surchauffe pourraient être beaucoup plus prononcés que nous ne le pensions.

La pandémie a également mis en lumière les difficultés à mesurer le ralentissement économique. Une erreur de mesure n'est pas un problème grave si la courbe de Phillips est plate, mais elle le devient si la courbe est non linéaire lorsque le chômage tombe en dessous d'un taux naturel très incertain. Dans une telle situation, les décideurs peuvent involontairement faire baisser le chômage en dessous de leur estimation (trop optimiste) du taux naturel et alimenter une poussée inflationniste, comme cela s'est sans doute produit pendant la grande inflation des années 70. En outre, la pandémie semble indiquer qu'avec une économie en surchauffe, il est plus probable que des secteurs clés se heurtent à des contraintes de capacité, engendrant alors des pressions inflationnistes qui risquent de se généraliser.


Une économie en surchauffe peut toujours être souhaitable dans certaines circonstances, mais les décideurs doivent être plus attentifs aux risques et faire attention à ne pas exagérer les mesures de relance.

Selon un autre principe datant d'avant la pandémie, les grandes banques centrales pourraient se servir de leur crédibilité pour « observer sans agir » des chocs temporaires liés à l'offre, tels qu'une hausse des prix du pétrole, en supposant que l'inflation serait transitoire. Les taux directeurs s'ajusteraient en réaction aux effets de second tour, autrement dit aux effets plus persistants sur l'inflation. Mais, selon les estimations, ces effets seraient généralement faibles, de sorte que les décideurs n'auraient pas besoin de procéder à de forts ajustements, même face à de graves chocs, ce qui correspond aux arbitrages favorables entre inflation et emploi.

La pandémie a démontré que les chocs liés à l'offre peuvent avoir des effets inflationnistes considérables et persistants, à une vitesse surprenante. De fortes pressions à la hausse sur les prix dans un certain nombre de secteurs risquent de se propager par le biais des chaînes d'approvisionnement, et jusqu'aux salaires, ou avoir une incidence sur les anticipations d'inflation, influençant la fixation des prix ou des salaires.

En conséquence, les banques centrales devraient réagir plus vigoureusement dans certaines situations. Les conditions initiales ont probablement leur importance : observer sans agir un choc temporaire peut être problématique si l'inflation est déjà élevée, car des chocs supplémentaires sont plus susceptibles de désancrer les anticipations de prix. Les banques centrales pourraient également devoir adopter des mesures plus agressives dans une économie

## Les risques d'inflation liés à une économie en surchauffe pourraient être beaucoup plus prononcés que nous ne le pensions.



ont fortement pesé sur les biens —, la flambée des prix des biens semble indiquer l'importance des contraintes de capacité au niveau sectoriel, ainsi qu'au niveau global.

### Enseignements pour la politique monétaire

Ces réflexions nous indiquent notamment que nous avons besoin de meilleurs modèles de l'offre globale, qui tiennent compte des enseignements de la pandémie. Nous serons ainsi mieux en mesure, par exemple, d'élaborer des modèles sectoriels qui font la distinction entre biens et services et intègrent les contraintes de capacité sectorielles pour contribuer à expliquer les effets de vitesse et les non-linéarités tant au niveau sectoriel que global.

Mais il nous faudrait également réexaminer les principes d'action largement répandus avant la pandémie et fondés sur une courbe de Phillips plate.

forte où les producteurs peuvent facilement répercuter la hausse des coûts et où les travailleurs sont moins disposés à accepter des baisses de salaires réels. Elles pourraient encore devoir réagir davantage si les chocs sont généralisés plutôt que concentrés sur des secteurs particuliers.

### Risque de persistance

Les enseignements sur la courbe de Phillips et les principes d'action fondés sur une courbe plate s'appliqueraient même dans un contexte antérieur à la pandémie, où les taux d'intérêt et l'inflation étaient généralement faibles et où les problèmes liés à l'offre se dissipaient. Mais il se peut aussi que l'inflation soit beaucoup plus persistante et désancrer les anticipations, et que les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales et des échanges ouverts soient de nature plus chronique.

L'un des principaux risques est un désancrage des anticipations d'inflation provoqué par une inflation élevée. Les arbitrages de la politique monétaire deviendraient plus complexes, car à la fois les dépréciations monétaires et les chocs liés à l'offre auraient des effets inflationnistes beaucoup plus persistants. Des relèvements plus prononcés des taux d'intérêt pour contenir l'inflation entraîneraient des contractions plus fortes de la production. Les considérables mesures précoces de resserrement de la politique monétaire prises par plusieurs banques centrales au cours de l'année écoulée ont contribué à atténuer ces risques de désancrage. Les banquiers centraux devraient toutefois rester vigilants.

La situation se compliquerait également pour les banques centrales si les chocs liés à l'offre s'enracinaient plus profondément, ce qui pourrait arriver si les pays décidaient de réduire les risques de perturbations des chaînes d'approvisionnement en dressant des barrières commerciales. Les pays seraient alors exposés à une plus grande volatilité des chocs liés à l'offre, ce qui compliquerait les arbitrages de la politique monétaire et entraverait la stabilisation de l'économie.

Les banques centrales des pays émergents seraient particulièrement touchées par une fragmentation plus prononcée des échanges et par un désancrage des anticipations d'inflation. Ces pays sont déjà plus vulnérables aux chocs externes et pourraient être confrontés à des arbitrages plus difficiles de leur politique monétaire.

En principe, la pandémie et la guerre pourraient également avoir des effets durables sur la situation de la demande dans l'économie en influençant le taux d'intérêt réel d'équilibre (taux auquel, à long terme, l'économie atteint son potentiel de production sans subir d'inflation). Elles pourraient avoir un impact notamment sur les inégalités, la démographie, la productivité, la demande d'actifs à faible risque, ainsi que l'investissement et l'endettement publics. La pandémie et la guerre pourraient, par exemple, continuer de faire baisser le taux d'équilibre en augmentant la demande d'actifs à faible risque et en creusant les inégalités.

Dans l'ensemble, ces effets ne seront sans doute pas particulièrement prononcés et, en conséquence, le taux

d'équilibre devrait rester bas, même s'il reste une incertitude quant à son niveau réel. En outre, une réorientation durable vers des dépenses qui creusent le déficit ou un fort rattrapage des investissements climatiques pourraient nettement stimuler ce taux d'équilibre.

### Incidences sur les actions des pouvoirs publics

La pandémie et la guerre ont continué de mettre à l'épreuve les banques centrales. Celles des pays avancés s'étaient attachées ces dernières années à prendre des mesures de relance suffisantes pour favoriser la croissance et encourager une faible inflation. Il s'agissait de fournir la puissance de feu nécessaire grâce à des taux d'intérêt proches de zéro lorsque l'inflation semblait vouée à rester trop faible.

Or, ces crises démontrent aux banques centrales que gérer les risques signifie tenir compte d'une inflation trop faible ou trop élevée — et de la possibilité d'une aggravation des tensions entre les objectifs de stabilité des prix et d'emploi ou de croissance. La pandémie a également montré comment la relation entre le chômage et l'inflation, intégrée dans la courbe de Phillips, peut ne pas être plate lorsque l'économie est forte — et que des chocs, tels qu'une hausse des prix de l'énergie, peuvent avoir des effets différents selon qu'ils se produisent en périodes fastes ou en périodes plus moroses.

En conséquence, face au risque plus tangible d'une inflation rapide, il est indispensable de revoir la solidité des stratégies qui consistent à mettre l'économie en surchauffe et à considérer les chocs liés à l'offre comme temporaires. Ces stratégies présentent des avantages, mais accentuent également les risques pour la stabilité des prix.

Au-delà de ces enseignements, il y a les craintes de voir la pandémie et la guerre entraîner des chocs liés à l'offre plus prononcés et des anticipations d'inflation moins ancrées. Ces risques sont les plus marqués pour les pays émergents, en particulier ceux qui sont fortement endettés. Mais, face à l'inflation la plus rapide depuis des décennies, les banques centrales des pays avancés sont également confrontées à des risques considérables, et c'est pourquoi elles doivent garder le cap et maintenir des taux directeurs restrictifs jusqu'à ce qu'elles voient des signes durables de retour de l'inflation à sa cible. Nous ne pouvons pas avoir une croissance économique soutenue sans rétablir la stabilité des prix.

Même si les banques centrales doivent mener la lutte contre l'inflation, d'autres mesures peuvent aider. La politique budgétaire devrait jouer un rôle, s'appuyant sur une aide ciblée sur les plus vulnérables qui ne stimule pas l'économie. Les décideurs doivent faire avancer le programme de lutte contre le changement climatique pour préserver la stabilité économique et financière. Enfin, les mesures qui visent à réduire les risques de fragmentation du commerce mondial limiteront les risques de chocs liés à l'offre et contribueront à stimuler la production potentielle mondiale. **FD**

**GITA GOPINATH** est première directrice générale adjointe du FMI.



# L'heure du changement

*Il est temps de revoir les fondements et le cadre de la politique monétaire*

Masaaki Shirakawa



PHOTO MISE GRACIEUSEMENT À NOTRE DISPOSITION PAR MASAAKI SHIRAKAWA

**E**n 2008, la reine Élisabeth II avait posé aux enseignants de la London School of Economics (LSE) la question désormais célèbre « Pourquoi personne n'a-t-il vu venir la crise financière mondiale ? ». Si Charles III devait marcher dans les pas de sa mère, il poserait sans doute la même question aujourd'hui au sujet de la poussée inflationniste.

Cette question-là est encore plus pertinente pour deux raisons. Premièrement, avant la montée récente de l'inflation à des niveaux sans précédent depuis 40 ans, de nombreuses banques centrales de pays avancés étaient surtout préoccupées par le faible niveau d'inflation. Deuxièmement, elles étaient persuadées que l'inflation était transitoire et n'ont pas réussi à la contenir alors que les prix augmentaient rapidement. Les événements déclencheurs, notamment la désorganisation du commerce et de la production provoquée par la pandémie et la guerre en Ukraine, se situaient du côté de l'offre et, à ce titre,

ne semblaient pas relever de la politique monétaire. Mais les effets des événements déclencheurs varient en fonction des conditions financières préexistantes, elles-mêmes déterminées par la politique monétaire. Par conséquent, les banquiers centraux ne sont pas exempts de tout reproche.

Tout comme lorsque la reine avait posé sa question aux enseignants de la LSE, l'heure est venue pour les universitaires et les banquiers centraux de faire leur examen de conscience et de s'interroger sur le cadre actuel de la politique monétaire et, plus fondamentalement, sur le modèle conceptuel qui le sous-tend.

## Peurs infondées

Lors de son discours à la conférence de Jackson Hole, en août 2020, Jay Powell, le président de la Réserve fédérale, décrit parfaitement la crainte classique de la déflation et d'une chute des taux d'intérêt à leur plus bas niveau possible (« borne inférieure du zéro ») : « Si les anticipations d'inflation chutent au-dessous de notre objectif de 2 %, les taux d'intérêt baisseront en parallèle. Nous aurions alors moins de marge de manœuvre pour réduire les taux d'intérêt en vue de doper l'emploi en cas de récession, ce qui diminuerait notre capacité à stabiliser l'économie en abaissant les taux. Nous avons vu cette mécanique néfaste à l'œuvre dans d'autres grands pays et nous savons qu'une fois en place, elle peut être très difficile à contrer. Nous voulons faire notre possible pour empêcher qu'une telle dynamique ne s'installe. »

C'est en substance l'argument invoqué par les banques centrales pour justifier l'assouplissement monétaire offensif décidé en réaction à la baisse de l'inflation. Il paraît recevable, mais doit être étayé par des faits. Et l'expérience des « autres grandes économies », formule de Powell désignant manifestement le Japon, autorise à s'interroger sur la validité de cette thèse.

De fait, le Japon a atteint la borne inférieure du zéro pour les taux d'intérêt bien avant d'autres pays. Mais, si cela avait été un obstacle important à la politique, son taux de croissance aurait dû être plus bas que celui de ses homologues du Groupe des sept (G7). Or la croissance du PIB par habitant au Japon se trouvait dans la moyenne du G7 entre 2000 (à peu près au moment où les taux d'intérêt

L'environnement qui se caractérisait par des facteurs favorables du côté de l'offre est menacé à de nombreux égards : les risques géopolitiques accrus, la montée du populisme et la pandémie ont désorganisé les chaînes d'approvisionnement.

de la Banque du Japon ont atteint 0 % et où celle-ci a commencé à prendre des mesures non conventionnelles) et 2012 (juste avant que le bilan de la banque centrale ne commence à gonfler). Durant cette même période, la croissance du PIB par habitant d'âge actif au Japon était la plus importante des pays du G7.

La « grande expérience monétaire » tentée par la Banque du Japon dans les années qui ont suivi 2013, période au cours de laquelle son bilan a gonflé, passant de 30 % à 120 % du PIB, est là encore éloquent. Les effets sur l'inflation ont été modestes, et sur la croissance aussi. Les résultats ont par ailleurs été les mêmes dans de nombreux autres pays qui avaient emboîté le pas au Japon en adoptant des mesures monétaires atypiques après 2008.

Il ne faut pas en conclure que les politiques monétaires non conventionnelles sont toujours inefficaces. Elles peuvent produire des effets extrêmement puissants — tout dépend du calendrier, comme le montre, par exemple, le cadrage prospectif, ce signal fort envoyé par la banque centrale pour indiquer aux marchés la trajectoire prévue de ses taux directeurs en vue d'influencer les taux longs. Quand l'économie est faible, le cadrage prospectif est peu efficace, car les opérateurs des marchés anticipent de toute façon que les taux resteront bas. En revanche, quand l'économie doit composer avec de fortes variations surprises de la demande ou de l'offre, l'indication prospective d'un maintien des taux d'intérêt à un faible niveau peut subitement devenir trop expansionniste et inflationniste. Ce phénomène pourrait expliquer en partie la situation actuelle

### Naïveté politique

Le recours de plus en plus fréquent à un ciblage souple de l'inflation moyenne, autorisant explicitement un dépassement de la cible d'inflation, explique lui aussi l'échec des banquiers centraux à resserrer la politique plus tôt. En permettant des dépassements, ils ont oublié qu'il était toujours difficile d'enlever le « bol de punch », en dépit du fait que leurs prédécesseurs avaient eu le même problème bien des années avant. Posez-vous simplement la question : dans une société démocratique, le banquier central, personnage non élu, peut-il demander au gouvernement et au législateur

de tailler dans les programmes de dépenses inflationnistes sur lesquels ils ont été élus ?

Peut-être les banquiers centraux ont-ils eu la vie trop facile pendant la « Grande Modération », c'est-à-dire la vingtaine d'années de croissance régulière et d'inflation stable observée à partir du milieu des années 80. Le discours dominant sur l'efficacité des politiques monétaires conduites par les banques centrales indépendantes durant cette période pourrait bien se résumer à une question de chance et de hasard. L'économie mondiale bénéficiait de facteurs favorables du côté de l'offre, avec par exemple l'entrée de pays en développement et d'anciennes républiques socialistes dans l'économie de marché, les progrès rapides de l'informatique et une situation géopolitique relativement stable. Cette conjoncture a permis la coexistence d'une inflation faible et d'une croissance assez vigoureuse. Les banquiers centraux n'avaient pas grand-chose à demander aux responsables politiques.

À l'issue de cette période paisible, alors que leur indépendance était de moins en moins contestée, les banques centrales ont commencé à prendre des mesures de politique monétaire non conventionnelles. Avec l'idée un peu naïve que, si la situation l'exigeait, il serait assez facile de revenir sur ces mesures. Malheureusement, le monde a changé. L'environnement qui se caractérisait par des facteurs favorables du côté de l'offre est menacé à de nombreux égards : les risques géopolitiques accrus, la montée du populisme et la pandémie ont désorganisé les chaînes d'approvisionnement. Les banques centrales doivent désormais arbitrer entre inflation et emploi, et il leur est donc très difficile d'annuler les mesures décidées précédemment.

### Un cadre à repenser

Dans notre réflexion sur les raisons pour lesquelles les banquiers centraux n'ont pas vu venir la vague d'inflation, nous devons revoir le modèle intellectuel qui nous servait de socle et actualiser en conséquence notre cadre de politique monétaire. Je souligne trois points dont il faudrait tenir compte.

*Premièrement, nous devons nous interroger sur l'opportunité de continuer à nous focaliser sur les dangers*

de la déflation et la borne inférieure du zéro pour les taux d'intérêt. Il est urgent d'y réfléchir, car cela a une incidence sur la fin du cycle de resserrement actuel. Comme l'inflation aux États-Unis semble avoir atteint son pic, certains économistes appellent déjà à relever la cible d'inflation, et donc à ne pas donner de tour de vis supplémentaire afin de conserver une marge de sécurité appréciable et ne pas risquer une déflation.

Cet argument me laisse sceptique. Même si nous avons abordé la crise financière mondiale avec une cible d'inflation plus élevée et une marge de baisse des taux d'intérêt, la trajectoire de l'économie mondiale n'aurait pas été radicalement différente. Je partage l'avis de Paul Volcker, l'ex-président de la Réserve fédérale, auquel on reconnaît le mérite d'avoir mis fin aux poussées inflationnistes que les États-Unis avaient connus dans les années 70 et au début de la décennie suivante : « La déflation est une menace associée à un grave effondrement du système financier. » C'est précisément ce qui est arrivé dans les années 30 et qui n'a pas eu lieu en 2008, même si nous sommes passés tout près du gouffre. La différence essentielle est que les efforts pour éviter l'effondrement ont été plus efficaces en 2008.

Disposer d'une marge de manœuvre supplémentaire pour abaisser les taux ne serait d'aucune utilité en cas de déséquilibres financiers prenant la forme de bulles spéculatives et de crises financières alimentées par la dette. Les banques centrales ne peuvent donc pas se contenter de surveiller l'évolution d'indicateurs macroéconomiques tels que l'inflation et le déficit de production. Elles doivent aussi être attentives à ce qui se passe dans les établissements financiers et sur les marchés financiers.

*Deuxièmement, nous devons réfléchir à ce qui a contraint les banquiers centraux à prolonger l'assouplissement monétaire et aux conséquences qui en ont découlé.* Prenons le cas du Japon, où la stagnation de la croissance, due à des facteurs structurels, notamment un vieillissement et une contraction rapides de la population, a été prise à tort pour un fléchissement conjoncturel. Il en a résulté plusieurs décennies d'assouplissement de la politique monétaire. Cela n'est pas la même chose que de dire qu'une baisse des taux d'intérêt est une réaction à une baisse du taux d'intérêt naturel. La politique monétaire est plutôt devenue une solution rapide apportée à des problèmes structurels qui nécessitaient une réforme plus radicale.

Bizarrement, les débats sur la politique monétaire partent souvent du principe que l'assouplissement et le durcissement monétaires alternent dans un laps de temps relativement court. Si tel était le cas, cela justifierait la thèse traditionnelle selon laquelle

l'assouplissement n'a d'effet qu'au niveau de la demande. Si le relâchement monétaire dure plus longtemps, disons au moins 10 ans, les conséquences négatives sur les gains de productivité liées à la mauvaise allocation des ressources deviennent alors préoccupantes. La politique monétaire ne devrait pas être guidée par les considérations relatives à l'offre, mais ne devrait pas non plus les ignorer.

## Différences nationales

*Enfin, nous ne devons pas négliger le fait que chaque pays conçoit à sa façon son cadre de politique monétaire.* Des pratiques différentes dans le domaine de l'emploi, par exemple, créent des dynamiques salariales différentes et, partant, des dynamiques d'inflation différentes. Au Japon, l'inflation des prix à la consommation s'accélère, mais bien moins que dans d'autres pays avancés, ce qui s'explique principalement par sa pratique unique des « emplois permanents » : les travailleurs japonais, surtout dans les grandes entreprises, sont protégés par un contrat implicite en vertu duquel les patrons tentent à tout prix d'éviter les licenciements. Ces derniers se montrent donc circonspects avant d'envisager une hausse de salaire permanente, à moins d'être vraiment persuadés que la croissance sera au rendez-vous. Cela se traduit par une inflation plus basse.

Même dans une économie mondialisée, les différences de contrat social ou de tissu économique ont leur importance, ce qui ne plaide pas en faveur de l'existence d'une stratégie miracle de ciblage de l'inflation. Nous devons avoir à l'esprit les raisons pour lesquelles nous n'arrivons pas à trouver mieux que le système de change flexible : chaque pays a ses préférences macroéconomiques, et les différences qui en résultent se reflètent dans les variations à la hausse ou à la baisse de sa monnaie. Le cas échéant, le point d'ancrage d'une monnaie ne peut être établi qu'avec l'engagement ferme de la banque centrale de maîtriser l'inflation en resserrant la politique monétaire et d'être le prêteur en dernier ressort, et pas simplement en fixant une cible d'inflation.

Le ciblage de l'inflation était en soi une innovation, apparue en réaction à la grave stagflation des années 70 et du début des années 80. Il n'y a aucune raison de penser que cette méthode est gravée dans le marbre. Maintenant que nous en connaissons les limites, il est temps de repenser les bases conceptuelles sur lesquelles nous nous appuyons depuis 30 ans et de rénover notre cadre de politique monétaire. **FD**

---

**MASAAKI SHIRAKAWA** a été gouverneur de la Banque du Japon de 2008 à 2013 ; il est l'auteur de *Tumultuous Times: Central Banking in an Era of Crisis*.





# POURQUOI NOUS N'AVONS PAS VU VENIR LA POUSSÉE INFLATIONNISTE

Un redressement exceptionnel de la demande et la modification de la dynamique des marchés des produits et du travail ont contribué aux erreurs d'appréciation

Christoffer Koch et Diaa Noureldin

O n considère souvent qu'établir des prévisions macroéconomiques revient à conduire en regardant dans le rétroviseur. De fait, le passé tend à fournir de bonnes indications sur l'avenir. Cependant, quand une économie encaisse des chocs extrêmement déstabilisants, la dynamique économique jusqu'alors familière peut changer et les erreurs de prévision, devenir plus fréquentes. Mais le gonflement rapide et la persistance de la vague actuelle d'inflation mondiale ont à ce point échappé à la plupart des prévisionnistes, y compris ceux du FMI, qu'on ne peut que continuer à s'interroger. Une question se pose tout naturellement : aurions-nous pu prévoir ce qui est arrivé ?

Le FMI établit et publie ses prévisions chaque trimestre dans les *Perspectives de l'économie mondiale*, notamment concernant la croissance du PIB et l'inflation. Dernièrement,

nous avons disséqué nos erreurs de prévision de l'inflation sous-jacente (inflation hors effets volatils des fluctuations des prix des produits alimentaires et de l'énergie) pour les différents pays du monde. Il faut voir cette inflation hors alimentation et énergie, qui est étroitement liée aux cibles d'inflation fixées par de nombreuses banques centrales, comme un objet évoluant lentement, relativement plus facile à prédire que d'autres. Les erreurs grossières de prévision de cette inflation résultent généralement d'évaluations inexactes de la demande courante et à moyen terme, et de l'offre de biens et de services.

Bien que nous ayons révisé à plusieurs reprises les prévisions d'inflation entre le premier trimestre 2021 et le deuxième de 2022, nous avons commis des erreurs notables et répétées. Les variations surprises de l'inflation ont précédé l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Même si la guerre a



amplifié les tensions inflationnistes du côté de l'offre, engendrées par la désorganisation des marchés de produits mondiaux, nous pensons que le choc pandémique et la reprise économique qui a suivi, largement soutenue par des mesures de relance budgétaire, ont fourni la première étincelle. Alors comment analysons-nous les éléments qui viennent à l'appui de cette hypothèse ?

Nous avons effectué des analyses *ex post* et *ex ante* pour mieux comprendre les facteurs économiques derrière ces prévisions d'inflation ratées. Dans l'analyse *ex post*, nous examinons ce que nous savons aujourd'hui et ce que nous pouvons apprendre avec le recul. Dans l'analyse *ex ante*, nous tentons d'identifier ce que nous savions à l'époque, mais n'avions apparemment pas suffisamment intégré dans les perspectives d'inflation.

### Facteurs de sous-estimation

Nous étudions quatre facteurs qui, rétrospectivement, nous aident à expliquer nos sous-estimations de l'inflation. Premièrement, au moment du choc pandémique, les dirigeants ont rapidement opté pour une relance budgétaire afin d'éviter que la crise n'entraîne de graves séquelles. Les prévisions laissaient tout de même entrevoir certaines séquelles, et les projections des déficits de production pour 2021 indiquaient une forte contraction de l'activité économique par rapport au potentiel. C'est seulement a posteriori qu'il est devenu manifeste que la chute de la production, par rapport au potentiel, n'était pas si catastrophique. On sait aujourd'hui que, dans la majorité des pays du monde, qui représentent ensemble près de 80 % du PIB mondial, les déficits de production étaient inférieurs aux prévisions du début 2021, ce qui voulait dire que la demande se redressait plus rapidement que prévu. Certains éléments démontrent que les pays dont l'économie s'est remise du choc pandémique plus vite qu'attendu (Nouvelle-Zélande, Singapour et Türkiye, par exemple) ont aussi enregistré une inflation plus forte que prévu. Ceci était plus net en 2021 qu'en 2022, ce qui semble pointer le

rôle éventuel d'une surstimulation de la demande pendant la phase initiale de redressement post-pandémie.

Deuxièmement, la reprise vigoureuse de la demande a coïncidé avec de très fortes tensions au niveau des chaînes d'approvisionnement. Les goulets d'étranglement apparaissent normalement en cas de choc de la demande ou de l'offre, rarement des deux en même temps. Pendant les confinements initiaux imposés par la COVID-19, une combinaison redoutable de ces deux forces était à l'œuvre : la demande de biens augmentait à un rythme rapide, tandis que l'offre se contractait temporairement de manière significative. Nous avons constaté que, pour les pays où la demande contribuait plus que l'offre à perturber les chaînes d'approvisionnement, les erreurs de prévision étaient en moyenne plus importantes. Cette dynamique a joué au Brésil et en Nouvelle-Zélande et, dans une moindre mesure, au Canada et aux États-Unis.

Troisièmement, les déséquilibres entre l'offre et la demande ont été amplifiés par une réorientation de la demande, des services vers les produits, pendant la première période de confinement, car les secteurs des loisirs et de l'hôtellerie avaient quasiment cessé de fonctionner. Cela a provisoirement inversé une tendance observée durant les deux ou trois dernières décennies où l'inflation des prix des produits était inférieure à celle des services. Là où ce revirement a semble-t-il été brutal, avec une inflation des produits plus élevée que celle des services, les erreurs de prévision ont aussi été plus importantes. Le report de la demande des services vers les produits a sans doute été l'un des facteurs à l'origine des erreurs de prévision de l'inflation au Brésil, au Chili et aux États-Unis, où l'inflation hors alimentation et énergie des produits en 2021 était plus de deux fois supérieure à celle des services.

Quatrièmement, le resserrement sans précédent du marché du travail, encore perceptible aujourd'hui dans certains pays avancés, a aggravé certains des facteurs précédents. Au vu du ratio offres d'emploi/chômage, les marchés du travail étaient particulièrement tendus en Australie, au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni, affichant une nette

# Les dirigeants auraient pu se voir conseiller de lever un peu le pied courant 2020, compte tenu du danger qui guettait.

corrélation avec l'ampleur des erreurs de prévisions de l'inflation hors alimentation et énergie dans ces pays.

### Relance budgétaire

La vigueur inattendue du redressement de la demande, l'engorgement des chaînes d'approvisionnement consécutif à cette flambée de la demande, les évolutions sectorielles de la demande et un marché du travail sous haute tension sont autant d'éléments qui, combinés, constituent une explication rétrospective convaincante des erreurs répétées de prévision précédant la poussée inflationniste. Nous savons évidemment plus de choses, grâce au recul. Mais les dirigeants doivent prendre des décisions en temps réel, avec une partie seulement des informations dont nous disposons aujourd'hui. Ce qui fait ressortir une question simple, mais importante : au moment où ils ont établi leurs prévisions, les prévisionnistes auraient-ils dû voir arriver la vague inflationniste ?

Quand un conducteur accélère, son champ visuel peut se rétrécir, masquant les dangers sur le bas-côté. La riposte des pouvoirs publics à la pandémie de 2020 s'est notamment caractérisée par une relance budgétaire offensive qui, selon certains observateurs, s'apparentait aux dépenses d'une économie de guerre. Fait important, cette relance était une des informations dont les prévisionnistes disposaient à l'époque. Il ressort de notre analyse que la taille des programmes de relance budgétaire anti-COVID-19 annoncés par différents gouvernements en 2020 est corrélée positivement avec les erreurs de prévision de l'inflation hors alimentation et énergie dans les pays avancés en 2021. Même si l'on pourrait en conclure que les prévisionnistes ont sans doute sous-estimé les effets potentiels de ces interventions budgétaires de grande envergure, il faut être prudent. Premièrement, la corrélation positive précitée concerne principalement l'Australie, le Canada, les États-Unis et le Royaume-Uni, qui sont précisément les pays où les marchés du travail étaient déjà particulièrement tendus au début de la pandémie. Deuxièmement, un examen plus approfondi

des données semble plutôt indiquer que les erreurs de prévision sont davantage liées à une mauvaise évaluation des contraintes pesant sur l'offre, y compris sur les marchés du travail, qu'à une sous-estimation de l'incidence des mesures budgétaires sur le rebond de l'activité économique.

### Arbitrages politiques

En 2020, une relance budgétaire trop timide aurait pu entraîner des séquelles durables. D'un autre côté, une relance excessive risquait de surstimuler l'économie et de déclencher l'inflation. L'inflation étant trop faible dans les pays avancés, il est possible que ce dernier risque ait été éclipsé quand les dirigeants des premières puissances économiques ont donné la priorité à des interventions budgétaires de grande ampleur.

Les prévisionnistes ont dû aussi composer avec de nombreuses incertitudes, comme la modification de la dynamique des marchés des produits et de l'emploi ainsi que la difficulté d'analyser les données économiques en temps réel, ce qui a singulièrement compliqué le travail de prévision. D'après les éléments disponibles, une relance budgétaire de grande ampleur aurait dû infléchir l'équilibre des risques inflationnistes dans le sens d'une évolution favorable. Mais cette conclusion s'appuie sur les résultats ne concernant qu'un faible nombre de pays, même s'il s'agit de poids lourds économiques.

À l'avenir, les prévisions d'inflation devraient mieux tenir compte de l'incidence des politiques budgétaires, surtout quand les contraintes du côté de l'offre amplifient les effets de l'excès de demande sur l'inflation. Les dirigeants auraient pu se voir conseiller de lever un peu le pied courant 2020, compte tenu du danger qui guettait. Mais ce n'est qu'une évaluation partielle. Il faudra comparer ce tableau avec le scénario contrefactuel de séquelles durables pour pouvoir véritablement juger de la pertinence des choix faits à l'époque. **FD**

**CHRISTOFFER KOCH** et **DIAA NOURELDIN** sont tous deux économistes au département des études du FMI.



# Le modèle même de la politique monétaire moderne





## De nouveaux modèles économiques peuvent aider les responsables politiques à mieux comprendre les effets de leurs mesures visant à maîtriser l'inflation

Greg Kaplan, Benjamin Moll et Giovanni L. Violante

**L**a situation actuelle en matière d'inflation échappe en grande partie à la compréhension. Pourquoi certains ménages sont-ils fortement pénalisés par l'inflation alors que d'autres en ressentent à peine les effets et peuvent même en tirer parti ? En quoi l'excès d'épargne et les aides publiques qui ont découlé de la pandémie influent-ils sur la lutte contre l'inflation ? Quel a été le degré d'importance des chocs d'approvisionnement liés à la pandémie et de l'invasion de l'Ukraine par la Russie ?

Les objectifs changeants de la politique monétaire nuisent encore davantage à notre compréhension de l'inflation. Depuis longtemps, la politique monétaire privilégie la maîtrise de l'inflation par la stabilisation de la demande globale. Dernièrement, les banques centrales ont toutefois élargi leurs objectifs pour prendre en compte la stabilité financière, les risques climatiques et géopolitiques, et la cohésion sociale.

Les modèles macroéconomiques jouent un rôle essentiel pour démêler cette complexité. Les modèles aident les dirigeants politiques à interpréter les observations empiriques concernant l'état de l'économie, laissent entrevoir comment différents cadres d'action se répercuteront sur leurs objectifs et, à terme, éclairent les décisions des pouvoirs publics. Les modèles quantitatifs évaluent la puissance de différents mécanismes à l'œuvre et contribuent ainsi à analyser les arbitrages entre des objectifs concurrents.

Cependant, les modèles traditionnels font abstraction des inégalités de revenu et de richesse et supposent que ce qui est bon pour le consommateur type, tel que défini par les modèles, doit être bon pour l'ensemble de l'économie.

Une nouvelle catégorie de modèles quantitatifs est particulièrement adaptée pour orienter les responsables de banque centrale sur ce territoire inexploré de la politique monétaire, où la répartition des richesses et des revenus est un élément central. Connus sous le nom de modèles HANK, ils associent des modèles à agents hétérogènes (le principal cadre d'analyse de la répartition des revenus et

des richesses utilisé par les macroéconomistes) à des modèles néo-keynésiens (le cadre de base d'analyse de la politique monétaire et des variations de la demande globale).

Les modèles HANK livrent de nouveaux enseignements sur la redistribution et les effets hétérogènes de la politique monétaire et apportent un nouvel éclairage sur les objectifs traditionnels des banques centrales que sont la maîtrise de l'inflation et la stabilisation de la production. Voici quatre enseignements généraux, et certaines réflexions préliminaires, sur la manière dont les modèles HANK peuvent nous permettre de mieux comprendre notre contexte actuel d'inflation élevée.

### PREMIER ENSEIGNEMENT

#### Prévoir les effets indirects des politiques

Les modèles HANK nous ont appris comment la politique monétaire influe sur les dépenses de consommation des ménages, directement et indirectement. Les circuits directs sont ceux qui peuvent être directement imputés à une évolution des taux directeurs à court terme, par exemple les décisions des consommateurs de différer des achats en cas de hausse des taux d'intérêt. Les circuits indirects découlent de l'impact du taux directeur sur les autres taux d'intérêt (comme les taux obligataires et hypothécaires à long terme), sur les prix des actifs (par exemple les logements et les actions) et sur les dividendes, les salaires et les impôts et transferts publics.

L'ampleur relative des circuits indirects par rapport aux circuits directs dépend essentiellement de la propension marginale globale à consommer, qui mesure la part de l'augmentation des revenus d'un ménage qui est dépensée et celle qui est épargnée. Dans les modèles traditionnels, qui tentent de prévoir l'incidence de la politique monétaire sur le consommateur type, la propension marginale à consommer est faible, si bien que les circuits indirects sont négligeables. En revanche, les modèles HANK sont construits pour être en phase avec les données empiriques



sur le comportement de consommation et d'épargne. Leur propension marginale globale à consommer est environ dix fois plus importante, de sorte que les divers effets indirects sont prépondérants dans le mécanisme de transmission.

Qu'est-ce que cela implique pour la politique monétaire ? À travers le prisme des modèles plus anciens, tout ce dont un responsable de banque centrale a besoin pour prévoir le comportement de consommation général est une estimation d'un paramètre, la propension des consommateurs à différer leurs achats en cas de hausse des taux d'intérêt (« l'élasticité de substitution intertemporelle »). Avec les modèles HANK, les banques centrales ont au contraire besoin d'informations beaucoup plus rigoureuses sur les ménages dans l'économie. Elles doivent avoir une vision globale de la répartition de la propension marginale à consommer, des sources de revenu et des composantes de la situation financière des ménages. En outre, compte tenu de l'importance des circuits indirects, la transmission de la politique monétaire est assurée par l'ensemble des mécanismes qui contribuent à la formation des prix sur les marchés des biens, des intrants, du crédit, du logement et financiers. C'est pourquoi les banques centrales doivent avoir une connaissance approfondie des structures et frictions des marchés ainsi que des institutions qui jouent un rôle de premier plan dans cet environnement, comme les administrations locales, les syndicats et les organismes de réglementation.

## DEUXIÈME ENSEIGNEMENT

### Certains bateaux sont soulevés plus haut, mais d'autres coulent

Selon la conception traditionnelle de la politique monétaire, « une marée montante soulève tous les bateaux ». Les modèles HANK montrent qu'il s'agit d'une idée fausse.

De nombreux canaux de transmission de la politique monétaire ont des effets variés, et parfois opposés, sur différents ménages. Par exemple, l'impact direct des variations des taux d'intérêt dépend de la situation financière des ménages : les baisses des taux profitent aux débiteurs, dont les paiements d'intérêts diminuent (à l'instar des ménages qui ont contracté un prêt hypothécaire à taux variable), et pénalisent les épargnants, dont les revenus d'intérêts baissent. La politique monétaire a aussi des effets hétérogènes à travers son incidence sur l'inflation. Premièrement, l'inflation est avantageuse pour les ménages ayant une dette nominale élevée qui est réévaluée à la baisse. Deuxièmement, les prix augmentent davantage pour certains biens que pour d'autres, et différents ménages consomment ces biens dans des proportions inégales. Enfin, les effets indirects de la politique monétaire sur le revenu disponible des ménages sont

inégaux puisque certains ménages sont plus exposés que d'autres aux fluctuations de l'activité économique globale.

Dans les modèles HANK, ces circuits de redistribution sont non seulement indispensables pour connaître les gagnants et les perdants de la politique monétaire, mais ils se situent aussi au cœur du fonctionnement de la politique monétaire, dans le sens où la redistribution détermine son impact quantitatif sur les agrégats macroéconomiques. Dans la mesure où les circuits décrits ci-dessus assurent une redistribution entre les ménages qui ont une faible propension marginale à consommer et ceux qui en ont une forte (entre ceux qui épargnent et ceux qui dépensent), l'impact macroéconomique de la politique monétaire est amplifié. Ces effets de redistribution varieront aussi d'un pays à l'autre. Par exemple, ils seront probablement plus prononcés dans les pays qui enregistrent un taux de pauvreté élevé ou de grandes inégalités, ce qui se traduit aussi par une transmission de la politique monétaire différente entre les pays avancés et les pays à faible revenu et à revenu intermédiaire. Les modèles HANK nous obligent à nous débarrasser de l'idée fausse selon laquelle il est possible de dissocier de manière bien nette la stabilisation et la redistribution.

## TROISIÈME ENSEIGNEMENT

### L'empreinte budgétaire est importante

Une autre idée fausse largement répandue veut que la politique monétaire puisse être totalement dissociée de la politique budgétaire.

En tenant compte des inégalités de revenu et de richesse, les modèles HANK recréent un lien solide entre les deux, en montrant comment la politique monétaire laisse une grande « empreinte budgétaire ». Lorsque la banque centrale relève les taux d'intérêt, les coûts d'emprunt du Trésor s'accroissent, et cette hausse doit être financée en augmentant les impôts ou en réduisant les dépenses, aujourd'hui ou demain, ou via l'inflation future. Dans les modèles HANK, les données concernant les modalités et la date du comblement de cette insuffisance des ressources publiques par l'État, ainsi que le profil des ménages qui en supportent le poids, influent considérablement sur les effets globaux des relèvements des taux d'intérêt.

L'empreinte budgétaire de la politique monétaire est donc à l'origine d'une redistribution supplémentaire, ce qui par la suite amplifie ou atténue le choc, suivant que les ressources sont transférées de ceux qui épargnent vers ceux qui dépensent, ou inversement. De fait, les banques centrales et les Trésors sont inextricablement liés. Plus l'État a de dettes et plus leur échéance est rapprochée, plus l'empreinte budgétaire est grande.



Plus généralement, les modèles HANK sont aussi un cadre naturel d'analyse des effets de la politique budgétaire sur l'efficacité globale de la production, le niveau d'assurance sociale et l'ampleur de la redistribution entre les ménages.

## QUATRIÈME ENSEIGNEMENT

### L'outil adéquat pour la redistribution

Qu'en est-il concrètement de la politique monétaire ?

Les études portant sur la politique monétaire et budgétaire optimale dans les modèles HANK conviennent que les effets positifs de la stabilisation globale sont dérisoires par rapport à ceux d'une atténuation directe des difficultés. Les politiques optimales dans les modèles HANK privilégient presque toujours une redistribution au profit des ménages précaires durant les ralentissements économiques.

On pourrait être tenté d'interpréter cela comme une validation du recours à la politique monétaire pour partager la prospérité et amoindrir les problèmes. Or la politique monétaire est un instrument rudimentaire de redistribution ou d'assurance. Il ressort des modèles HANK que la politique budgétaire est probablement mieux adaptée pour accomplir cette tâche puisqu'elle peut être ciblée plus précisément sur les personnes qui ont besoin d'aide.

### L'actuelle poussée d'inflation

L'épisode d'inflation que nous connaissons est un bon exemple pour voir à quel niveau les modèles HANK peuvent être utiles pour l'analyse macroéconomique et les recommandations.

Les modèles HANK montrent qu'un choc macroéconomique a un impact plus prononcé sur les dépenses globales lorsque la propension marginale à consommer des individus et leur exposition au choc sont plus fortement corrélées. Dans l'environnement économique actuel, cela signifie qu'il est indispensable de connaître les effets de l'inflation sur la redistribution entre les ménages pour évaluer ses conséquences globales. Les ménages consomment différents ensembles de biens et services, si bien que certains sont plus sensibles que d'autres à l'inflation. Par exemple, les familles pauvres qui consacrent une plus grande part de leurs revenus aux achats de produits de première nécessité comme l'énergie sont particulièrement pénalisées dans l'épisode actuel. Les emprunteurs sont gagnants, car le montant réel de leur dette diminue. À l'inverse, les ménages qui disposent de liquidités ou d'une épargne liquide en abondance sont perdants. Les travailleurs dont la rémunération est relativement flexible (en raison de primes et de commissions, par exemple) peuvent limiter leur perte de pouvoir d'achat. En revanche, ceux dont les salaires nominaux ne sont pas souvent négociés, ou ceux

qui perçoivent le salaire minimum, verront leur rémunération réelle diminuer.

Le niveau de l'épargne des ménages, qui joue sur l'incidence d'une variation des taux d'intérêt sur la consommation, est déterminant. Il en va de même de la répartition de l'épargne au sein de la population et de la corrélation avec la propension des ménages à dépenser. À titre d'exemple, l'excédent d'épargne qui a découlé des restrictions à la consommation pour cause de pandémie (la baisse des dépenses consacrées aux voyages et aux repas au restaurant, par exemple) est en grande partie détenu par les personnes fortunées et est donc dépensé à un rythme très lent. *A contrario*, l'excédent d'épargne accumulé du fait des vastes programmes de transferts publics en 2020 et 2021 est détenu pour l'essentiel par des ménages à faibles revenus et est dépensé à un rythme beaucoup plus rapide. Un rythme soutenu de dépenses soutient la demande globale et fait obstacle aux efforts déployés par une banque centrale pour maîtriser l'inflation.

Enfin, une analyse approfondie des effets de l'actuelle poussée d'inflation sur la prospérité ne saurait faire abstraction de ses causes. Il n'est pas encore possible de se prononcer sur l'importance relative des chocs d'approvisionnement (imputables à la pandémie de COVID-19 et à la guerre en Ukraine), sur la vaste relance budgétaire en 2020 et 2021 et sur la politique monétaire accommodante durant les dix années qui ont suivi la récession la plus récente. Chacun de ces facteurs comportait des éléments de redistribution et a eu des effets hétérogènes qui ne peuvent être compris en s'appuyant sur les seuls modèles traditionnels. L'exploitation des modèles HANK nous aidera à appréhender l'ensemble des effets de cet épisode de l'histoire monétaire. **FD**

**GREG KAPLAN** est professeur au département d'économie Kenneth C. Griffin de l'Université de Chicago ; **BENJAMIN MOLL** est professeur d'économie à la London School of Economics and Political Science ; **GIOVANNI L. VIOLANTE** est professeur d'économie à l'Université de Princeton, titulaire de la chaire Theodore A. Wells '29.

### Lectures recommandées :

Auclert, A. 2019. "Monetary Policy and the Redistribution Channel." *American Economic Review* 109 (6): 2333–367.

Kaplan, G., and G. Violante. 2018. "Microeconomic Heterogeneity and Macroeconomic Shocks." *Journal of Economic Perspectives* 32 (3): 167–94.

Kaplan, G., B. Moll, and G. Violante. 2018. "Monetary Policy According to HANK." *American Economic Review* 18 (3): 697–743.

Moll, B. 2020. "The Rich Interactions between Inequality and the Macroeconomy." *Economic Dynamics Research Agenda* 21 (2).

Violante, G. 2021. "What Have We Learned from HANK Models, thus Far?" Proceedings of the ECB Forum on Central Banking, September 28–29 (held online).

A large crowd of people, seen from an aerial perspective, forms a large circle around the central text. The people are diverse in age and clothing. The background is white, and the entire composition is framed by several thick, horizontal, overlapping bars in red, orange, and teal at the top and bottom.

# DIVERSITÉ DE POINTS DE VUE

## EN POLITIQUE MONÉTAIRE

## Les comités de politique monétaire doivent se réformer pour éviter la pensée unique et garantir de judicieuses prises de décisions

David G. Blanchflower et Andrew T. Levin

L'élaboration de la politique monétaire nécessite des jugements complexes en temps réel. C'est pour cette raison que dans tous les pays avancés, à l'exception du Canada, la politique monétaire est déléguée à un comité d'experts plutôt qu'à un seul décideur. Dans la pratique, toutefois, la prise de décision se heurte aux écueils de la pensée unique, du purement symbolique et de la marginalisation des opinions divergentes. Il est vrai que la gouvernance des banques centrales n'a pas toujours suivi les pratiques optimales pour encourager la diversité d'opinions, en dissociant les rôles de président du conseil et de directeur général, et en adoptant des procédures garantissant fondamentalement à chaque membre du comité le même niveau d'influence et de responsabilité dans ses décisions.

Les écueils de la pensée unique sont apparus au grand jour durant la période précédant la crise financière mondiale de 2008. La récession a débuté aux États-Unis en décembre 2007 et en Europe en avril 2008. À la Banque d'Angleterre, l'un des auteurs du présent article a représenté la seule opinion divergente, avertissant de l'imminence de la crise (Blanchflower, 2008) ; en revanche, le comité de politique monétaire (CPM) du Royaume-Uni, dans son rapport sur l'inflation publié en août 2008, n'a fait aucune mention du risque de récession. En septembre 2008, peu de temps après la faillite de Lehman, le comité fédéral de l'*open-market* (FOMC) des États-Unis a conclu que les risques d'amélioration pour l'inflation et de détérioration pour la croissance restaient globalement équilibrés et a voté à l'unanimité pour le maintien de l'orientation de la politique monétaire. Dès début octobre, toutefois, les grandes banques centrales ont décidé de procéder à une baisse coordonnée des taux d'intérêt sans précédent.

Plus récemment, l'économie mondiale s'est retrouvée en terre inconnue dès l'apparition de la pandémie de COVID-19, et il a fallu prendre des positions difficiles sur les perspectives économiques et la trajectoire appropriée de la politique monétaire. Dans ce contexte,

les symptômes de la pensée unique ont été encore plus flagrants, car nombre de banques centrales ont cherché à présenter un *front uni* et à parler *d'une seule voix*, avec une infime proportion seulement de voix divergentes sur les décisions cruciales. Lors des 16 réunions du FOMC tenues entre 2021 et 2022, par exemple, il n'y a eu que deux voix dissidentes sur un total de 174 voix exprimées. En revanche, les voix contre ont été relativement courantes lors des réunions du CPM du Royaume-Uni en 2022, plusieurs séances se soldant notamment par un décompte de 6 voix contre 3.

Le discernement dans l'élaboration de la politique monétaire gardera certainement toute son importance à l'avenir. La situation économique et financière risque d'évoluer rapidement, au rythme de la propagation de l'intelligence artificielle, de l'informatique quantique et des nanotechnologies. Un modèle macroéconomique fondé sur des données passées peut être utile dans un certain nombre de contextes, mais le discernement et le bon sens resteront essentiels pour interpréter les nouvelles données disponibles, évaluer les contours des perspectives économiques et déterminer les nouveaux risques qui les menacent (Blanchflower, 2021).

### Gouvernance de banque centrale

Toutefois, dans nombre de banques centrales, les pratiques actuelles de gouvernance ne sont pas propices à la diversité de points de vue entre les membres des comités de politique monétaire :

- *Le président du comité* est généralement le directeur général de la banque centrale, que nous appelons dès lors « gouverneur ». Il joue un rôle crucial dans la diffusion de l'information au comité et dans l'établissement de l'ordre du jour de ses réunions. Dans nombre de banques centrales, il tient également un rôle clé dans la détermination des autres membres à nommer au sein du comité.
- *Les membres internes du comité*, notamment les gouverneurs adjoints et autres membres des services de



la banque centrale, peuvent être enclins à se rallier aux opinions du gouverneur, surtout si ce dernier est chargé d'évaluer leurs performances et de déterminer leurs perspectives d'avancement.

- *Les membres externes du comité* peuvent n'exercer qu'une influence marginale sur les décisions de politique monétaire, surtout s'ils le sont à temps partiel ou ont un accès limité aux analyses internes et aux compétences des services qui sont soumises aux directives du gouverneur. Le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine compte sept membres à temps plein (dont le président et ses deux vice-présidents). Toutefois, aucun d'entre eux ne s'est opposé aux décisions du FOMC depuis 2005.

De telles dispositions sont incompatibles avec les pratiques optimales de gestion organisationnelle. Dans le secteur public, les questions réglementaires complexes font généralement l'objet de décisions par un organisme indépendant, dont le conseil est chargé de définir les politiques et les procédures, et dont les cadres supérieurs rendent compte à l'ensemble du conseil, pas seulement à son président. À titre d'exemple, le conseil exécutif de l'*Australian Prudential Regulatory Authority* supervise directement tous les membres de ses services et les chefs de département. De même, dans le système judiciaire, les affaires juridiques les plus complexes et les plus lourdes de conséquences sont tranchées par un haut tribunal d'éminents juristes, dont le juge principal est considéré comme *le premier parmi ses pairs*. Dans le secteur privé, le conseil d'administration d'une société cotée en bourse a la responsabilité fiduciaire de fixer ses objectifs stratégiques et de superviser leur mise en œuvre par la direction, et le président du conseil n'est généralement pas la même personne que le directeur général. En fait, ces pratiques de gouvernance sont maintenant respectées par presque toutes les sociétés cotées en bourse en Australie, au Canada et au Royaume-Uni.

## Propositions de réformes

Le processus de sélection des membres des comités de politique monétaire doit garantir une diversité d'experts, tant sur le plan démographique (notamment genre, race et origine ethnique) qu'en matière de formation et de compétences professionnelles. En outre, la composition d'un comité de politique monétaire devrait représenter toutes les régions géographiques du pays, plutôt que se limiter uniquement aux points de vue de son principal centre financier. Le conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne comprend les présidents des banques centrales nationales, chacun d'entre eux étant nommé par

des représentants du gouvernement de chaque pays. En revanche, le comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre est constitué essentiellement de résidents de longue date de l'agglomération londonienne, avec relativement peu de membres d'autres régions du Royaume-Uni.

Les membres des comités de politique monétaire devraient tous l'être à plein temps. Il est pratiquement inconcevable qu'un juge de la cour suprême ou que le principal régulateur financier puisse assumer son rôle à temps partiel, tout en continuant d'occuper d'autres fonctions professionnelles. Ce rôle à temps plein est également primordial compte tenu de l'importance et des complexités de l'élaboration de la politique monétaire, et renforcera considérablement les capacités du comité à intervenir de façon décisive et sans attendre face à une évolution rapide de la situation.

Les procédures de prise de décision sont également cruciales pour favoriser la responsabilité individuelle et atténuer le risque de la pensée unique. Auparavant, l'expression *prise de décision par consensus* avait une connotation essentiellement positive. Aujourd'hui, toutefois, la gestion organisationnelle moderne reconnaît que ces pratiques ont tendance à décourager la pensée novatrice et à marginaliser tous ceux qui ont un point de vue divergent (*hors consensus*). En conséquence, toutes les décisions d'un comité de politique monétaire devraient être soumises aux voix, et chaque membre de ces comités devrait être redevable de ses propres opinions.

L'un des principaux enseignements tirés de l'analyse des épisodes inflationnistes des années 70 est que les décisions de politique monétaire doivent être à l'abri de toute ingérence politique. Cet enseignement a en effet conduit à renforcer l'indépendance statutaire de la banque centrale dans nombre de pays, grâce notamment à des réglementations garantissant que les responsables des banques centrales ne puissent pas être licenciés, sauf pour malversation. Cette indépendance est renforcée par l'échelonnement des mandats des membres des comités de politique monétaire, chaque membre étant nommé pour un seul mandat non renouvelable, et par un processus de nomination systématique et transparent, plutôt qu'à la discrétion d'un seul représentant du gouvernement (Archer et Levin, 2019).

## Communication efficace

Les membres des comités de politique monétaire ne devraient pas être contraints de *parler d'une seule voix* dans leurs communications publiques ; ils devraient plutôt être redevables de transmettre leurs propres opinions

concernant des prises de position complexes sur lesquelles des experts autorisés peuvent être en désaccord. Pour éviter la cacophonie, les comités de politique monétaire devraient suivre la pratique courante dans le système judiciaire, où un groupe de juges rend compte de chaque décision en prononçant le jugement de la majorité, accompagné des opinions concordantes et dissidentes. Il est prouvé de longue date qu'une telle approche permet d'expliquer clairement les motifs de la décision de la majorité, ainsi que le raisonnement qui sous-tend les autres points de vue. De même, en communiquant les décisions de politique monétaire de cette façon, l'opinion publique peut avoir davantage confiance dans le fait que les décisions sont prises par une équipe diversifiée d'experts.

Un comité de politique monétaire ne devrait pas s'attacher uniquement à définir le profil des perspectives de référence. Les diagrammes à points illustrent l'éventail des opinions à l'égard du scénario de référence, mais ne donnent aucune information sur les risques. Les diagrammes en éventail donnent une idée visuelle de l'incertitude entourant les perspectives de référence, mais ne fournissent aucune information sur les risques jugés les plus saillants.

Ainsi, dans ses délibérations et ses communications sur les mesures à prendre, un comité de politique monétaire doit procéder à l'analyse de scénarios et à la planification d'urgence. Plus précisément, les décideurs doivent déterminer les principaux risques et envisager les mesures qui pourraient les atténuer ou qui seraient probablement prises si un tel scénario se concrétisait. Cette approche est parallèle aux tests de résistance actuellement menés par les régulateurs bancaires dans nombre de pays, et en effet, un comité de politique monétaire devrait soumettre sa politique à des *tests de résistance* (Levin, 2014 ; Bordo, Levin et Levy, 2020).

La politique monétaire a des incidences directes sur pratiquement chacun d'entre nous : sur le coût des biens et services payés par les consommateurs, sur les possibilités d'emploi et les salaires des travailleurs, et sur le taux de rendement de l'épargne des retraités. Il ne suffit donc pas que les décideurs s'adressent en termes techniques à un public limité d'acteurs des marchés financiers ; il leur faut plutôt une panoplie d'outils de communication pour expliquer les décisions de politique monétaire aux familles et aux entreprises en général.

### Incidences plus larges

Ces considérations soulignent l'importance des réformes de la gouvernance pour garantir que la politique monétaire soit déterminée par une équipe diversifiée d'experts

**Il ne suffit pas que les décideurs s'adressent en termes techniques à un public limité d'acteurs des marchés financiers ; il leur faut plutôt une panoplie d'outils de communication pour expliquer les décisions de politique monétaire.**

à temps plein partageant la responsabilité de prendre les décisions. De telles dispositions devraient également être intégrées à d'autres aspects de l'activité des banques centrales, notamment la réglementation macroprudentielle, la fourniture de liquidités d'urgence et la surveillance des systèmes de paiement. La mise en œuvre de ces réformes permettra d'aligner la gouvernance des banques centrales sur les meilleures pratiques internationales relatives aux organismes publics et aux établissements privés.

L'expérience récente a mis en évidence les dangers de la pensée unique qui peut conduire à de brusques revirements de mesures, nuisant à la crédibilité des banques centrales et affaiblissant l'efficacité de la politique monétaire. Les réformes de la gouvernance seront cruciales pour garantir cette efficacité dans l'élaboration de la politique monétaire face aux inévitables défis complexes et en constante évolution des années et décennies à venir. **FD**

**DAVID G. BLANCHFLOWER** et **ANDREW T. LEVIN** sont professeurs de sciences économiques au Dartmouth College.

### Bibliographie :

Archer, D., and A. Levin. 2019. "Robust Design Principles for Monetary Policy Committees." In *RBA Annual Conference Volume*, edited by J. Simon, 233–51. Sydney, Australia: Reserve Bank of Australia.

Blanchflower, D. 2008. "Inflation, Expectations, and Monetary Policy." Speech given at the Royal Society of Edinburgh, April 29, 2008.

Blanchflower, D. 2021. *Not Working: Where Have All the Good Jobs Gone?* Princeton, NJ: Princeton University Press.

Bordo, M., A. Levin, and M. Levy. 2020. "Incorporating Scenario Analysis into the Federal Reserve's Policy Strategy and Communications." NBER Working Paper 27369, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Levin, A. 2014. "The Design and Communication of Systematic Monetary Policy Strategies." *Journal of Economic Dynamics and Control* 49 (December): 52–69.



# UNE COLLABORATION NON CONVENTIONNELLE

Les autorités monétaires et budgétaires doivent parfois enfreindre les règles pour agir de concert

**Giancarlo Corsetti**

**D**epuis la conquête de l'inflation dans les années 80, les politiques économiques des pays avancés convergent vers le modèle qui façonne notre réflexion actuelle. En ciblant une inflation basse, la politique monétaire peut stabiliser l'activité économique. Les autorités budgétaires n'ayant plus besoin de doser au plus juste les mesures destinées à soutenir la demande globale, elles peuvent davantage se consacrer à la fourniture de biens publics et poursuivre des visées redistributives. Dans l'idéal, la contribution de la politique budgétaire à la stabilisation contracyclique devrait être laissée aux stabilisateurs automatiques comme l'assurance chômage.

En ce qui concerne chacune de ces politiques, le mieux est d'en confier la mise en œuvre à des institutions indépendantes avec des mandats et des objectifs clairs. Une coordination explicite des autorités budgétaires et monétaires est source de confusion quant aux responsabilités respectives et aboutit en général à un mésusage des instruments (financement monétaire des déficits, par exemple), qui peut nuire à la crédibilité et donc à l'efficacité d'une politique. Le modèle a également une dimension internationale. En mettant de l'ordre dans leurs propres affaires, les pays peuvent contribuer à la stabilité mondiale et au bien-être.



## Des réformes nécessaires

L'histoire récente a mis en lumière plusieurs « fêlures dans le vase ». Premièrement, dans un contexte de basse inflation, les taux d'intérêt nominaux sont bas en moyenne, laissant peu de possibilités de baisses expansionnistes (phénomène de la « borne inférieure effective »), ce qui peut empêcher les autorités monétaires de prendre les mesures contracycliques qui s'imposent. Deuxièmement, quand la dette publique est élevée, les autorités monétaires et réglementaires, bien qu'officiellement indépendantes, peuvent se sentir contraintes d'agir pour préserver la viabilité budgétaire, par exemple, en maintenant les taux trop bas pendant trop longtemps. Ce problème se pose avec une acuité particulière quand des chocs inflationnistes réclament une riposte monétaire crédible. Troisièmement, quand la dette privée et l'effet de levier sont importants et intimement liés aux marchés financiers, le niveau élevé de la dette publique affaiblit l'ensemble du système face aux crises de liquidité ou de solvabilité, ce qui peut aussi considérablement gêner l'action des autorités monétaires et budgétaires.

Depuis la crise financière mondiale, ces « fêlures » ont déjà conduit à modifier la structure institutionnelle de la politique économique. Dans de nombreux pays, les prérogatives de surveillance, de réglementation et de résolution concernant le secteur bancaire ne sont plus dévolues à des institutions spécifiques et sont revenues aux banques centrales. Ces dernières ont de plus en plus souvent recours à des mesures non conventionnelles et ont laissé leurs bilans devenir très volumineux en achetant des actifs, notamment des obligations d'État. Ces politiques peuvent avoir des conséquences non négligeables sur les inégalités de revenu et de richesse, croisant ainsi la trajectoire des politiques budgétaires. Les aspects macroprudentiels sont désormais un axe important dans l'élaboration de la réglementation. Les banques centrales ont conclu de très nombreux accords d'échange de devises avec leurs homologues du monde entier pour répondre aux besoins de liquidité au niveau international.

Il est clair que la vulnérabilité économique aux chocs de grande ampleur n'a pas diminué. Les pays devraient à tout le moins renforcer leur résilience pour relever les défis liés au climat, à l'énergie, à la démographie, à la cohésion sociale et à la géopolitique. La question est la suivante : « Faudrait-il continuer de réformer le modèle de politique économique ? ». Plus encore, la stabilisation exige-t-elle une coordination et des échanges plus étroits entre les institutions décisionnaires, dans les pays et entre eux ? Le cas échéant, comment fonctionnerait cette coordination ?

Nous n'avons pas de bonnes réponses à cette question, mais la théorie et l'histoire livrent des enseignements précieux qui peuvent sans doute nous aider à structurer notre réflexion.

## (R)évolution du dosage macroéconomique

Dans la théorie économique classique, le dosage des politiques est illustré par le modèle de l'« entonnoir » théorisé par un lauréat du prix Nobel, James Tobin : la relance peut être amorcée grâce aux robinets monétaire (M) et budgétaire (B), mais la quantité qui arrose l'économie est indépendante des contributions relatives de M et B. La même relance globale (ou demande nominale) peut être obtenue avec une politique monétaire souple et un budget serré, ou l'inverse. Les périodes d'expansion budgétaire contracycliques créant le plus de valeur sociale sont celles pendant lesquelles les taux directeurs sont bloqués à leur borne inférieure effective et l'inflation demeure obstinément au-dessous de la cible. Conserver une ample marge de manœuvre budgétaire pour tenir les budgets dans de telles circonstances est donc un préalable à une stabilisation efficace. C'est ce qui motive l'épargne budgétaire de précaution (contrôle des dépenses ou préservation des recettes fiscales) pendant la phase d'expansion du cycle.

Les théories récentes offrent une nouvelle perspective sur la façon dont les interactions de F et B peuvent conjointement stabiliser une économie menacée par une spirale déflationniste. Quand les taux ont atteint leur borne inférieure effective, l'atonie de la demande entraîne une déflation, qui se traduit par des taux d'intérêt réels élevés pesant encore un peu plus sur la demande. Pour éviter cette spirale, supposons que les autorités budgétaires laissent temporairement les déficits se creuser et ne s'engagent ni à relever les impôts ni à réduire les dépenses. Toutes choses égales par ailleurs, la dette cesserait alors d'être viable et les marchés financiers pourraient demander une prime de risque. Supposons toutefois que, compte tenu des déficits, la banque centrale, là encore de manière transitoire, s'engage à garantir la valeur faciale des passifs publics en cours (pour exclure les risques de défauts de paiement purs et simples) et ne réagisse à aucune variation de l'inflation. En procédant ainsi, la banque centrale laisse *de facto* l'économie s'échauffer sous l'effet des déficits. Pour peu que ces politiques ne soient pas anticipées par le secteur privé ou que l'échéance des dettes publiques nominales en cours soit assez longue, la hausse résultante du niveau des prix réduira la valeur réelle de la dette publique, comme la valeur actualisée des excédents primaires.

Il y a lieu de réfléchir à la complexité de cette stratégie. Sa réussite repose sur l'hypothèse que, dans des circonstances bien particulières, les autorités monétaires et budgétaires peuvent avoir intérêt à agir de concert selon des modalités qui sont tout à fait inappropriées en temps normal. Le budget crée une dette intenable, que la banque centrale monétise de fait. Toutefois, pour que cette formule fonctionne, la suspension des règles de bonne conduite doit être temporaire et strictement exceptionnelle. La tâche n'est pas simple : cette politique exige des règles constitutionnelles

strictes et des institutions monétaires et budgétaires fortes et indépendantes. Il convient néanmoins de noter qu'elle devrait aussi fonctionner à l'envers : en vertu du même mécanisme, afficher des excédents budgétaires qui majoreraient la valeur réelle de la dette contribuerait à réduire l'inflation.

## Retour à la modération

Pour les raisons exposées plus haut, la stabilité des prix et la stabilité financière et macroéconomique imposent de strictes exigences en matière de politique monétaire et budgétaire. Les banques centrales doivent veiller à la stabilité des prix à moyen et à long terme. Les autorités budgétaires doivent garantir la viabilité de la dette, en ajustant leurs politiques en fonction des objectifs d'inflation de la banque centrale : concrètement, le gouvernement doit augmenter l'excédent primaire structurel de manière crédible, et suffisamment notable, dès que l'encours de la dette s'accroît.

Deux éléments justifient de s'en tenir à ces prescriptions dans le contexte actuel marqué par une inflation et une dette élevées. Premièrement, même si une inflation surprise peut offrir un certain répit budgétaire à court terme, céder à la tentation d'un régime d'inflation forte et fluctuante finit par inciter les marchés à appliquer une prime d'inflation, c'est-à-dire des taux d'intérêt supérieurs, avec la perspective, immanquablement, d'alourdir les coûts d'emprunt de l'État et d'assombrir l'horizon budgétaire. Deuxièmement, comme l'assainissement des finances publiques (coupes dans les dépenses ou hausses d'impôts) contribue à contenir la demande globale, il facilite la tâche de la banque centrale, et le repli monétaire peut être moins drastique.

Mais l'explosion de la dette publique pendant les années de la pandémie met à l'épreuve la résilience du modèle. Le nécessaire ajustement des excédents primaires pourrait être difficile à opérer et à maintenir pour des raisons d'ordre politique et économique. Il est néanmoins possible qu'une fois la crise inflationniste passée, le monde rebascule dans une période de stagnation très prolongée, avec des taux d'intérêt réels ( $r$ ) bas, inférieurs au taux de croissance ( $c$ ). C'est pourtant une maigre consolation : un tel scénario aiderait à maîtriser la dynamique du ratio dette/PIB, mais aurait sans doute des aspects négatifs, par exemple une faible croissance de la productivité. Les gouvernements pourraient être fortement incités à laisser courir les déficits pour des motifs économiques ou sociaux ; le niveau élevé de la dette pourrait toujours donner lieu à des primes de risque substantielles, qui déstabilisent systématiquement les perspectives budgétaires.

## Mise à l'épreuve du modèle

Dans le sillage de la crise financière mondiale, la plupart des banques centrales ont fourni une garantie monétaire à la dette publique, c'est-à-dire que, de manière implicite ou explicite, elles se tenaient prêtes à intervenir sur le marché des titres publics et empêcher les hausses des

coûts d'emprunt liées aux anticipations de hausse des taux d'intérêt. Le programme d'opérations monétaires fermes conduit par la Banque centrale européenne en 2012 en est un très bon exemple.

Pour être efficace, une garantie monétaire ne nécessite pas que la banque centrale achète vraiment des obligations d'État. L'efficacité maximale est obtenue avec une menace d'intervention crédible qui dissuade les marchés de spéculer (c'est-à-dire, dans le jargon des économistes, empêche les investisseurs de coordonner leurs anticipations dans le sens d'un équilibre de taux d'intérêt élevés). La crédibilité de la menace dépend toutefois de plusieurs conditions, notamment d'une condition cruciale : la coopération des autorités budgétaires. Pourquoi ? Parce qu'en achetant des obligations, une banque centrale s'expose à des pertes bilantielles, lesquelles contraindraient les autorités monétaires à lancer la planche à billets et donc s'écarter de leur mandat de stabilisation des prix. À moins que le Trésor n'offre des garanties budgétaires conditionnelles sur le bilan de la banque centrale (c'est-à-dire transfère de l'argent à la banque centrale en cas de pertes), les investisseurs peuvent mettre en doute la volonté des autorités monétaires de se risquer à intervenir sur le marché.

Un dispositif de garantie monétaire bien pensé peut permettre d'exclure le scénario de crises de la dette souveraine autoréalisatrices, mais, en dernier ressort, la stabilité dépend de la politique budgétaire. Sauf si la trajectoire de la dette est tenable (grâce à la garantie), la participation de la banque centrale au marché des titres de dette publics ne peut que déstabiliser les anticipations d'inflation. L'économie resterait vulnérable aux anticipations d'inflation autoréalisatrices qui font augmenter les coûts d'emprunt de l'État, tant en termes nominaux que réels.

Les pays avancés et certains pays émergents où la dette est (essentiellement) libellée en monnaie nationale et dont la banque centrale est indépendante encourent des risques non négligeables. Pour être fiable, le régime de politique économique doit au moins reposer sur un accord crédible entre autorités budgétaires et autorités monétaires concernant les moyens d'agir ensemble pour atténuer les vulnérabilités aux crises provoquées par les anticipations. **FD**

**GIANCARLO CORSETTI** est titulaire de la chaire Pierre Werner et professeur d'économie à l'Institut universitaire européen.

### Lectures recommandées :

Bartsch, Elga, Agnès Bénassy-Quéré, Giancarlo Corsetti, and Xavier Debrun, eds. 2020. *Geneva 23: It's All in the Mix: How Monetary and Fiscal Policies Can Work or Fail Together*. London: CEPR Press.

Corsetti, Giancarlo, and Luca Dedola. 2016. "The Mystery of the Printing Press: Monetary Policy and Self-Fulfilling Debt Crises." *Journal of the European Economic Association* 14 (6): 1329–371.

Corsetti, Giancarlo, Luca Dedola, Marek Jarociński, Bartosz Mackowiak, and Sebastian Schmidt. 2019. "Macroeconomic Stabilization, Monetary-Fiscal Interactions, and Europe's Monetary Union." *European Journal of Political Economy* 57 (March): 22–33. See also references within.

Zhang, Tongli. 2021. "Monetary Backstop and Sovereign Default on Domestic Debt." Johns Hopkins University Department of Economics, Baltimore, MD.



# INFLUENCER LES ANTICIPATIONS

Les enquêtes montrent que les anticipations d'inflation des ménages sont moins stables que nous ne le pensions

Michael Weber

**L**es prix reflètent les anticipations, au moins en partie. C'est la raison pour laquelle les autorités monétaires suivent de près les anticipations d'inflation : elles influent directement sur le comportement de la population.

En revanche, on comprend très mal comment ces anticipations se forment. Les banques centrales se concentrent généralement sur les prévisionnistes professionnels et les marchés financiers, et non sur les

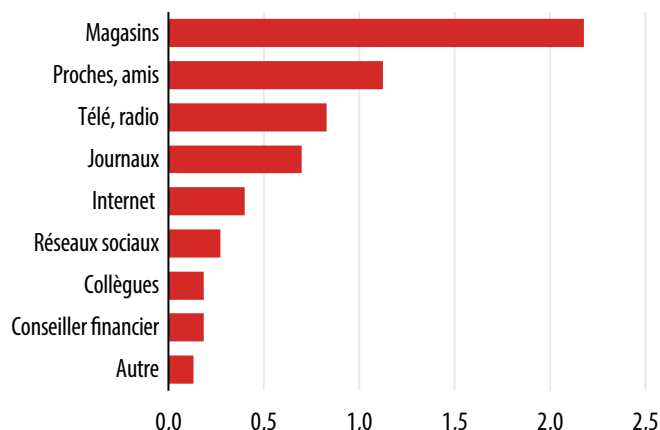
ménages, car les économistes considèrent en général que les anticipations d'inflation des ménages sont bien ancrées (elles ne varient pas en fonction d'évolutions à court terme). Pourtant, quand nous avons demandé à 25 000 Américains en 2018 quel était, à leur avis, le taux d'inflation moyen aux États-Unis, moins de 20 % ont répondu « environ 2 % ». Et près de 40 % des sondés ont cité un chiffre supérieur à 10 % (Coibion, Gorodnichenko et Weber, 2022).



### Anticipations d'inflation

Les anticipations d'inflation de la population se fondent essentiellement sur les tendances de prix observées en faisant les courses.

(sources d'information influençant les anticipations d'inflation des individus)



Source : calculs à partir des données issues de l'enquête « Chicago Booth Expectations and Attitudes » (D'Acunto *et al.*, 2021).

Note : Ce graphique représente le classement moyen. Les répondants doivent choisir (dans une liste) les trois sources leur paraissant les plus pertinentes. La première source se voit attribuer une valeur de 3, la deuxième une valeur de 2, la troisième une valeur de 1, et toutes les autres sources une valeur de 0. Les répondants peuvent citer moins de trois sources (voire aucune).

Les anticipations de la majorité des ménages ne sont pas bien ancrées. En outre, les ménages tendent à *surestimer* l'inflation à venir. Les données issues d'une enquête de la Réserve fédérale de New York montrent qu'entre 2011 et 2018 les hommes anticipaient en moyenne que l'inflation augmenterait d'environ 4 % sur douze mois, tandis que les femmes anticipaient un taux de 6 % (l'écart est le même quel que soit le niveau de culture financière). En réalité, l'inflation était en moyenne *inférieure* à 2 % (D'Acunto, Malmendier et Weber, 2021).

Les anticipations d'inflation pourraient donc être genrées. Pour en avoir la confirmation, nous avons interrogé des chefs de ménage de sexe masculin et féminin qui notent ce qu'ils dépensent pour leurs courses. En moyenne, les femmes s'attendent à plus d'inflation que les hommes, mais ce n'est vrai que pour les « ménages traditionnels », où les femmes achètent toutes les provisions. Dans les familles où le chef de ménage masculin fait parfois les courses, l'écart d'anticipation disparaît.

Pour mieux comprendre comment l'exposition aux variations de prix modifie les anticipations, nous avons effectué une autre enquête et demandé directement aux participants quelles étaient leurs principales sources d'informations pour évaluer l'inflation (D'Acunto *et al.*, 2021). Il en ressort que les

achats en magasin sont considérés par les ménages comme la source d'information la plus pertinente (voir le graphique).

Pour aller plus loin, nous nous sommes servis des données concernant les 50 000 ménages qui font partie du panel NielsenIQ Homescan. À partir des informations sur les achats effectués par les familles, les lieux d'achat et les montants payés, nous avons construit un indice de prix spécifique et constaté que les familles les plus durement touchées par l'inflation anticipaient un taux de 0,7 point supérieur au taux anticipé par les autres, en moyenne.

Cela étant, toutes les variations de prix ne comptent pas de la même façon. Si elles se rapportent à des catégories de produits importantes pour les consommateurs ou des produits de consommation courante (lait, œufs, par exemple), nous constatons des augmentations immédiates des anticipations d'inflation globale, que ce soit en période de basse ou de forte inflation. Les ménages tendent aussi à remarquer davantage les hausses de prix que les baisses. Ces facteurs expliquent pourquoi les familles ont revu leurs anticipations d'inflation durant l'été 2021, quand la plupart des banques centrales continuaient de prêcher l'évangile des tensions inflationnistes temporaires : les prix augmentaient pour les catégories de produits préférées des consommateurs. Cela signifie surtout que, même si les banques centrales réussissaient à réduire l'inflation à brève échéance, les anticipations d'inflation des ménages mettraient du temps à redescendre.

### Il faut faire simple

Un autre facteur contribue à ces anticipations : la nature des messages. Les politiques plus complexes sont plus difficiles à expliquer et donc moins susceptibles d'agir sur les anticipations. Dans D'Acunto *et al.* (2020), nous comparons l'effet des hausses préannoncées des futures taxes à la consommation avec l'effet du cadrage prospectif (indication de la trajectoire future probable de la politique monétaire). D'après le modèle néokeynésien, les deux devraient avoir un effet identique sur les anticipations d'inflation. Mais ces politiques diffèrent assez sensiblement du point de vue de leur complexité et des connaissances en économie qu'elles exigent.

Les données le confirment. Avec le volet allemand de l'enquête de la Commission européenne sur les consommateurs, nous constatons que les Allemands n'ont modifié leurs anticipations d'inflation et leurs plans de dépenses qu'après l'annonce faite en novembre 2005 par la chancelière d'alors, Angela Merkel, disant que les taxes à la consommation augmenteraient de 3 points en janvier 2007. Par

comparaison, quand Mario Draghi, qui présidait à l'époque la Banque centrale européenne (BCE), a annoncé durant l'été 2013 que les taux d'intérêt ne varieraient pas ou chuteraient (première fois que la BCE se servait explicitement du cadrage prospectif comme outil de politique monétaire), cela n'a pas eu le moindre effet sur les anticipations d'inflation ou les modèles de dépenses des ménages allemands.

Au vu de ces éléments, nous avons effectué une série d'enquêtes sur la manière dont les banques centrales pourraient améliorer leur communication. Nous avons ainsi interrogé des milliers de personnes en Finlande (D'Acunto *et al.*, 2020) sur les variations de revenu qu'elles anticipaient et sur leurs caractéristiques socio-démographiques, puis subdivisé l'échantillon en trois groupes : un groupe témoin n'ayant reçu aucune information supplémentaire et deux autres groupes. Nous avons fourni à ces derniers des informations exactes sur les mesures prises par la BCE au printemps 2020, en reprenant les tweets du compte officiel d'Olli Rehn, le gouverneur de la banque centrale finlandaise. En revanche, le contenu variait d'un groupe à l'autre. L'un des groupes a reçu une communication sur la cible, c'est-à-dire un message précisant l'objectif poursuivi sans détailler les mesures que la BCE prendrait pour y parvenir. L'autre groupe a reçu des informations sur l'« instrument », c'est-à-dire la mesure spécifique mise en œuvre pour atteindre le but. Tous les participants se sont vu poser à nouveau les mêmes questions. Nos résultats montrent que seule la communication sur la cible visée améliore effectivement les anticipations de revenu des individus.

Dans Coibion, Gorodnichenko et Weber (2022), nous nous concentrons sur le support du message. Nous constatons que l'utilisation de termes simples comme « inflation courante », « cible d'inflation » ou « prévision d'inflation » est extrêmement efficace pour gérer les anticipations d'inflation des individus. Mais la source compte aussi. Les articles de presse sur la Réserve fédérale, quoique plus simples à lire, ont moins d'effets sur les anticipations que les déclarations du Comité de l'open-market du Système fédéral de réserve (FOMC). C'est dû à la manière dont les ménages aux États-Unis évaluent la crédibilité des différentes sources d'informations. En ce qui concerne l'économie, les journaux sont en moyenne mal classés, contrairement aux réseaux sociaux et à Twitter. Ces résultats semblent montrer que les banques centrales ne peuvent pas s'en remettre exclusivement aux médias pour transmettre aux ménages leurs annonces de politique monétaire.

L'identité de l'émetteur du message influe aussi sur l'efficacité de la communication. Dans D'Acunto,

**Les anticipations de la majorité des ménages ne sont pas bien ancrées. En outre, ils tendent à surestimer l'inflation à venir.**

Fuster et Weber (2021), nous constatons qu'à message et prévisions constants, les femmes et les Noirs ayant participé à l'enquête sont beaucoup plus susceptibles de revoir leurs anticipations quand le message émane de Mary Daly ou de Raphael Bostic (une femme et le président noir d'une banque régionale de Réserve fédérale) que de Thomas Barkin, également président d'une banque régionale de Réserve fédérale mais blanc. L'accent mis sur la présence de femmes ou d'hommes noirs au FOMC augmente la confiance des femmes et des Noirs de l'enquête dans la Réserve fédérale et les incite à se renseigner sur la politique monétaire.

### Bilan

Tous ces résultats montrent que, de manière générale, les anticipations d'inflation ne sont pas bien ancrées. Les gens se focalisent sur les variations de prix des produits qui les intéressent et prêtent plus attention aux hausses de prix qu'aux baisses.

Les banques centrales pourraient gérer les anticipations des ménages si elles formulaient des messages simples. Mais le médium utilisé pour transmettre le message et l'identité du messenger comptent aussi. Atteindre les familles ordinaires, qui consultent rarement les communiqués officiels, demeure le principal défi pour les banques centrales. Une communication créative et claire pourrait être la solution. **FD**

**MICHAEL WEBER** est maître de conférences en finance à la Booth School of Business de l'Université de Chicago.

### Bibliographie :

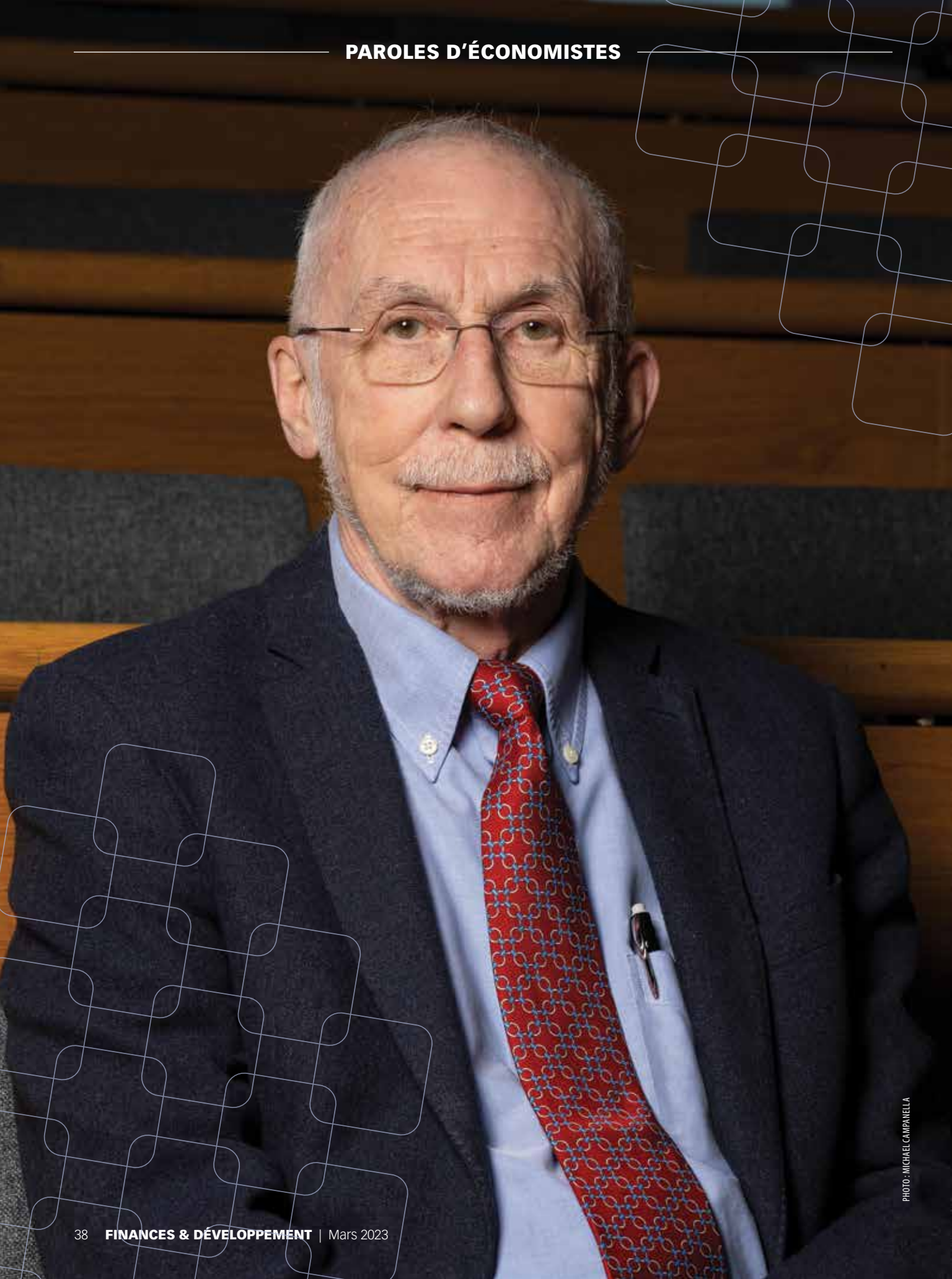
Coibion, Olivier, Yuriy Gorodnichenko, and Michael Weber. 2022. "Monetary Policy Communications and Their Effects on Household Inflation Expectations." *Journal of Political Economy* 130 (6): 1537–584.

D'Acunto, Francesco, Daniel Hoang, Maritta Paloviita, and Michael Weber. 2020. "Effective Policy Communication: Targets versus Instruments." BFI Working Paper, Becker Friedman Institute for Economics, University of Chicago.

D'Acunto, Francesco, Ulrike Malmendier, and Michael Weber. 2021. "Gender Roles Produce Divergent Economic Expectations." *Proceedings of the National Academy of Sciences* 118 (21): 1–10.

D'Acunto, Francesco, Ulrike Malmendier, Juan Ospina, and Michael Weber. 2021. "Exposure to Grocery Prices and Inflation Expectations." *Journal of Political Economy* 129 (5): 1615–639.

D'Acunto, Francesco, Andreas Fuster, and Michael Weber. 2021. "Diverse Policy Committees Can Reach Underrepresented Groups." BFI Working Paper, Becker Friedman Institute for Economics, University of Chicago.





# L'ARTISAN DE LA RÉVOLUTION DES BANQUES CENTRALES

*Prakash Loungani brosse le portrait de l'ancien responsable de la banque centrale suédoise **Lars E. O. Svensson**, chef de file de la révolution du ciblage de l'inflation*

**L**es temps sont durs pour les responsables de banque centrale. L'envolée de l'inflation en 2021 a pris de nombreuses banques centrales au dépourvu. « Nous prenons aujourd'hui mieux la mesure du peu que nous savons de l'inflation », a déclaré le président de la Réserve fédérale Jay Powell l'an dernier.

Les difficultés auraient été bien plus grandes en l'absence d'un développement considérable des activités des banques centrales ces trente dernières années, notamment des améliorations apportées à un dispositif baptisé ciblage de l'inflation. Impulser les changements a certes été un travail d'équipe, mais un des acteurs principaux est Lars E. O. Svensson, ancien vice-gouverneur de la Riksbank qui est actuellement professeur associé à l'École d'économie de Stockholm.

« Lars a apporté un nouvel éclairage sur des enjeux essentiels de la politique monétaire », a confié Ben Bernanke, ancien président de la Fed et lauréat du prix Nobel d'économie 2022, à F&D. « Sa créativité et son indépendance d'esprit sont vraiment remarquables. »

Dans le cadre du régime de ciblage de l'inflation, les banques centrales s'engagent expressément envers un objectif d'inflation à long terme et s'emploient à l'atteindre en faisant varier les taux directeurs, qu'elles contrôlent. Relever les taux d'intérêt, comme le font actuellement les banques centrales par exemple, a tendance à modérer l'inflation en réduisant les dépenses consacrées au logement et à d'autres biens sensibles à l'évolution des taux d'intérêt. L. Svensson a été un adepte de la première heure du ciblage de l'inflation. Il en est devenu un ardent défenseur, qui pousse les banques centrales à améliorer en permanence le système, notamment en faisant preuve de transparence vis-à-vis de la population sur la trajectoire de la future politique de manière à atteindre l'objectif d'inflation.

Grâce aux améliorations apportées à la régulation monétaire préconisées par L. Svensson et d'autres, les responsables de banque centrale à travers le monde ont pu empêcher que la crise financière de 2007 se transforme en une nouvelle Grande

Dépression. En sa qualité de vice-gouverneur, L. Svensson a aidé la Riksbank à surmonter les premières phases de la crise.

## Son parcours

Lars Svensson n'imaginait pas que sa vie prendrait cette tournure. En 1971, il a obtenu une maîtrise de physique et de mathématiques appliquées du Royal Institute of Technology à Stockholm. Au cours d'une « année sabbatique » de réflexion sur la suite de son parcours, il s'est inscrit à des cours d'histoire économique en licence. L'un de ses professeurs lui a conseillé de s'orienter vers l'économie, en soulignant que les perspectives professionnelles étaient prometteuses pour les économistes en Suède. « C'est l'un des meilleurs conseils que j'aie reçus dans ma vie », a-t-il confié à F&D.

Il a poursuivi son cursus et décroché un doctorat en économie à Stockholm. Il a aussi passé un an au Massachusetts Institute of Technology, où il a notamment eu comme professeurs les lauréats du prix Nobel Paul Samuelson, Robert Solow et Peter Diamond, l'ancien vice-président de la Fed Stan Fischer et le chef économiste de Google Hal Varian. Parmi ses condisciples figuraient le Prix Nobel Paul Krugman, l'ancien économiste en chef du FMI Olivier Blanchard, l'ancien président de la Banque centrale européenne et ex-Premier ministre italien Mario Draghi et l'ancien gouverneur de la Fed Frederic Mishkin. « Au cours de cette année, j'ai pu me constituer un réseau qui m'a beaucoup aidé au fil des ans », précise-t-il.

Il a occupé son premier poste à l'Institut d'études économiques internationales de l'Université de Stockholm. Durant les années 70 et 80, il s'est surtout intéressé à la théorie économique et à l'économie internationale. Son ami et collègue et collaborateur de longue date Torsten Persson le décrit à cette époque : « Dans son travail, il ne lâche pas le morceau tant que quelqu'un n'a pas eu une meilleure intuition et élaboré un modèle structuré. » Il ajoute : « Et il prend aussi ses loisirs au sérieux. Ensemble, nous avons été des navigateurs passionnés, puis il s'est mis à l'escalade avec beaucoup d'enthousiasme. »

## Le ciblage de l'inflation

Durant les années 90, L. Svensson s'est pleinement consacré à l'économie monétaire, son intérêt ayant été en partie éveillé par sa mission de conseiller externe auprès de la Riksbank. L'agitation régnait à l'époque. L'économie était à la dérive après l'effondrement du rattachement de la couronne à l'écu en 1992, malgré les tentatives héroïques de la banque centrale pour le défendre en relevant les taux directeurs à 500 %. L. Svensson et un petit groupe d'économistes internes et externes se sont vu accorder un délai de deux semaines pour conseiller la Riksbank sur un nouveau cadre monétaire.

Fort heureusement, un premier modèle était à portée de main. En 1989–90, la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande avait adopté le ciblage de l'inflation, qui avait permis de faire reculer fortement l'inflation. La Banque du Canada avait elle aussi opté pour le ciblage de l'inflation en 1991 et était parvenue à ramener l'inflation à 2 %. Dans un rapport destiné à la Riksbank, L. Svensson a fait valoir qu'il existait des « raisons impérieuses » pour que la politique monétaire cible « une fourchette étroite de taux d'inflation ». Début 1993, la banque centrale a adopté le ciblage de l'inflation, avec un objectif à long terme fixé à 2 % à atteindre d'ici à 1995. La Riksbank est restée en deçà de cet objectif durant les années qui ont suivi.

À la fin des années 90 et durant la première décennie 2000, L. Svensson s'est attaché à démontrer la pertinence du ciblage de l'inflation et à améliorer le dispositif. En 2001, il avait rejoint le prestigieux département d'économie de l'Université de Princeton, où plusieurs professeurs parmi lesquels Ben Bernanke, Paul Krugman, l'ancien vice-président de la Fed Alan Blinder et l'économiste influent Michael Woodford se livraient à des activités similaires. S. Sumner, théoricien monétaire de renom de l'Université George Mason, les a surnommés « l'École de Princeton ». Il leur attribue le mérite d'avoir déclenché des changements dans les activités des banques centrales qui ont été décisifs pour faire face à la Grande Récession.

L'une des premières contributions de L. Svensson a été d'inciter les banques centrales à mettre en œuvre le ciblage de l'inflation d'une manière souple, en ayant conscience de leur double responsabilité, à savoir maintenir l'inflation près de l'objectif et l'économie proche du plein emploi. Actuellement, a-t-il affirmé à F&D, « pratiquement aucune banque centrale n'est un *inflation nutter* », expression inventée par l'ancien gouverneur de la Banque d'Angleterre Mervyn King pour désigner les banques centrales obsédées par l'inflation au détriment de l'emploi.

## Le ciblage des prévisions d'inflation

Une contribution encore plus déterminante de L. Svensson a consisté à pousser les banques centrales à cibler les prévisions d'inflation. Dans le cadre du dispositif de ciblage de l'inflation, les banques centrales faisaient déjà preuve d'une plus grande transparence pour annoncer et expliquer leur décision de politique monétaire la plus récente. L. Svensson a soutenu que les banques centrales devaient aller encore plus loin. Comme les effets des mesures de politique monétaire

se faisaient sentir avec un grand décalage temporel, il était important que les banques centrales informent les marchés et la population de leur projet pour l'avenir.

Dans un célèbre article de 1997, L. Svensson a recommandé que les banques centrales choisissent une trajectoire pour les taux actuels et futurs afin que leurs propres prévisions d'inflation et d'emploi « paraissent satisfaisantes » pour qu'au fil du temps l'économie tende vers l'objectif d'inflation et le plein emploi. « Disons que vous avez un objectif d'inflation de 2 % », explique Scott Sumner de l'Université George Mason. « Vous définissez les politiques de telle sorte que vous prévoyez aussi [que vous parviendrez à une] inflation de 2 %... C'est simplement du bon sens. Pourquoi ne pas définir [l'évolution des futurs] taux directeurs de telle sorte que vous anticipiez que la politique portera ses fruits ? ».

Et pourtant, avant les travaux de L. Svensson, les banques centrales avaient tendance à imaginer une trajectoire pour les taux directeurs qui les conduirait à dépasser leur objectif ou à rester en deçà. « C'est comme si le capitaine d'un navire traversant l'Atlantique avait réglé le gouvernail sur une position qui devrait avoir pour conséquence de faire dévier le bateau de sa trajectoire de 200 miles au moment d'atteindre l'autre rive de l'océan », écrit S. Sumner.

Certaines banques centrales, à l'instar de la Norges Bank, de la Riksbank et de la Banque nationale tchèque, ont commencé à publier leurs trajectoires de taux d'intérêt, conformément aux recommandations de L. Svensson et en suivant l'exemple de la banque centrale de la Nouvelle-Zélande. De nombreuses autres ont adopté des pratiques qui sont allées véritablement dans ce sens. Les travaux de L. Svensson ont contribué à engendrer une conception de la politique monétaire davantage tournée vers l'avenir et une propension à innover durant les périodes de crise, selon Robert Tetlow, conseiller principal de la Fed et collaborateur de L. Svensson.

« Lars réussit toujours à rester incroyablement calme mais intraitable, poli mais franc » lorsqu'il prodigue des conseils aux responsables de banque centrale, a confié R. Tetlow à F&D. Philip Turner, ancien haut fonctionnaire de la Banque des règlements internationaux (BRI), se souvient que, « lors d'une conférence de la Banque du Japon en 2000, Svensson a été l'un des premiers » à préconiser des mesures radicales de politique monétaire. « Le Japon a déjà perdu dix ans, empêtré dans la stagnation économique et la déflation », a-t-il affirmé sans ménagement dans un exposé pour la conférence. « Si de mauvaises politiques continuent à être menées, il risque d'en perdre dix de plus. »

## Des taux négatifs

Les améliorations apportées à la régulation monétaire que prônaient L. Svensson et d'autres ont porté leurs fruits durant la Grande Récession. Les banques centrales ont vite décidé de prendre des mesures qui ont très vraisemblablement permis d'éviter une nouvelle Grande Dépression. Elles ont procédé à de fortes baisses des taux d'intérêt, en précisant qu'elles n'étaient pas obsédées par l'inflation (*inflation nutters*) et qu'elles prenaient

l'objectif de plein emploi au sérieux. Elles ont fait savoir aux marchés qu'elles comptaient maintenir les taux d'intérêt « à un niveau bas pendant longtemps », en donnant des indications prospectives tout à fait dans l'esprit des conseils de L. Svensson en matière de transparence.

La Grande Récession a cependant été si profonde que les banques centrales ont été confrontées à un dilemme. Que pouvaient-elles faire de plus, dès lors qu'elles avaient déjà ramené les taux directeurs à zéro et laissé entendre qu'elles prévoyaient de les maintenir à ce niveau pendant quelque temps ? L. Svensson a recommandé d'adopter des taux d'intérêt négatifs, en prélevant des commissions sur les dépôts pour inciter les banques à accorder des prêts dans le but d'encourager les dépenses.

« Le plus ardent défenseur de la politique est le vice-gouverneur Lars Svensson, spécialiste de renommée internationale de la théorie de la politique monétaire et proche collaborateur de Ben Bernanke », a écrit le *Financial Times* à l'époque. La banque centrale danoise a franchi le pas des taux d'intérêt négatifs en 2012, suivie de la Banque centrale européenne et de plusieurs autres.

S'ils prêtent toujours à controverse, les taux d'intérêt négatifs ont élargi l'éventail des instruments dont disposent les banques centrales, d'après certains économistes. L'ancien économiste en chef du FMI Ken Rogoff affirme que, « si la mesure est appliquée correctement ... les taux négatifs auront une action comparable à celle d'une politique monétaire normale, en stimulant la demande globale et en augmentant l'emploi » lors des futures crises.

## Des politiques différentes qu'il vaut mieux conduire séparément

Avant le début de la crise financière, la Riksbank était parvenue à faire revenir L. Svensson, qui était en poste à Princeton en 2007, pour exercer les fonctions de vice-gouverneur. À l'époque, la banque centrale suédoise suivait déjà ses conseils de communiquer et de justifier sa trajectoire de taux d'intérêt. De plus, en juillet 2009, la Riksbank avait déjà abaissé ses taux à 0,25 %.

Mais L. Svensson n'est pas parvenu à convaincre ses collègues de ramener le taux à zéro, puis d'envisager d'adopter des taux d'intérêt négatifs si besoin est. En 2010, la Riksbank a en réalité commencé à relever ses taux. L. Svensson a dénoncé cette décision, en faisant valoir que la prévision d'inflation était encore nettement inférieure à l'objectif et que le chômage restait élevé. Il était en outre hostile au principe d'aller à contre-courant de la tendance du marché. Il s'agissait de l'idée selon laquelle il faudrait relever les taux d'intérêt afin de neutraliser les risques que fait peser l'augmentation des prix des logements et des emprunts hypothécaires sur la stabilité financière, par exemple, même si des facteurs macro-économiques comme l'inflation et la production imposaient de faire le contraire.

Après deux années de désaccord poli, L. Svensson a fini par quitter la Riksbank à la fin de son mandat à la mi-2013.

Il a annoncé ouvertement qu'il n'était « pas parvenu à susciter l'adhésion à une politique monétaire » qui avait sa préférence. D'anciens collègues de Princeton se sont empressés de prendre sa défense. Paul Krugman a qualifié les relèvements des taux de 2010-11 d'« erreur politique peut-être la plus absurde » de la crise financière mondiale, en indiquant qu'ils n'avaient « aucune justification manifeste en termes d'indicateurs macroéconomiques ».

L. Svensson avait vu juste : en 2014, il est devenu évident que les relèvements des taux ne permettaient pas de maîtriser la hausse des prix des logements et ouvraient la voie à la déflation et à la fragilisation de l'économie. La Riksbank a été contrainte de ramener les taux à zéro. Par la suite, en 2015, elle a entrepris d'adopter des taux d'intérêt négatifs, expérience qui a été jugée concluante par un document de travail du FMI ultérieur de Rima Turk.

Après son départ de la Riksbank, L. Svensson s'est consacré à exposer les raisons pour lesquelles la politique monétaire doit se préoccuper des objectifs d'inflation et de production, en laissant les questions de stabilité financière à la politique macro-prudentielle. Les deux politiques sont « différentes et il est préférable de les mener séparément », a-t-il écrit. Pour étayer son argumentaire, il a effectué plusieurs présentations au FMI et ailleurs, en montrant que les avantages du relèvement des taux d'intérêt pour renforcer la stabilité financière en réduisant le risque d'une crise financière étaient maigres et incertains. En revanche, les inconvénients en termes de hausse du chômage et d'accentuation des pressions déflationnistes étaient majeurs et nettement plus certains.

Les calculs des coûts/avantages de L. Svensson figuraient dans un document des services du FMI de 2015 portant sur le thème « Politique monétaire et stabilité financière », qui concluait que, dans la plupart des cas, les coûts sont plus élevés que les avantages. Philip Turner, l'ancien responsable de la BRI, a confié à F&D que, « en appliquant une logique rigoureuse et en utilisant des grandeurs empiriques très favorables au raisonnement contraire, Svensson a remporté ce débat haut la main ».

## Toujours en activité

À 75 ans, L. Svensson demeure actif dans le domaine de la recherche, ses travaux les plus récents s'efforçant de montrer que les indicateurs couramment utilisés pour chiffrer la surévaluation des prix des logements, comme le ratio prix des logements/revenu, prêtent à confusion et peuvent aboutir à des mesures inadaptées de la part des organismes financiers. Il a aussi remis en cause l'opinion répandue selon laquelle les ménages réduisent davantage leurs dépenses pendant une crise lorsque l'encours de leurs prêts hypothécaires est plus élevé. P. Turner est ravi de constater que L. Svensson continue à bousculer les idées reçues : « Où qu'il aille, les économistes sont obligés de se surpasser. » **FD**

**PRAKASH LOUNGANI** est sous-directeur du Bureau indépendant d'évaluation du FMI.





PHOTO: ALEX KOLOMOISKY

## Accepter le débat

**Karnit Flug** souligne l'importance de la responsabilité et de la transparence au sein des banques centrales

**PEU APRÈS AVOIR ÉTÉ NOMMÉE** gouverneure de la Banque d'Israël en 2013, Karnit Flug rentrait d'une réunion sur la politique économique avec les membres du gouvernement et se demandait s'il était opportun de publier ses commentaires. Mais avant même d'être revenue à la banque centrale, elle a découvert qu'ils avaient déjà été repris dans la presse. « J'ai compris à ce moment-là que rien ne restait confidentiel dans ce genre de réunions », se rappelle-t-elle. « Il vaut toujours mieux avoir la maîtrise de son propre récit que voir ses remarques sorties de leur contexte pour servir les besoins d'un tiers. »

Les banques centrales du monde entier sont aujourd'hui soumises à une surveillance sans précédent tandis qu'elles s'efforcent de lutter contre l'inflation et la récession mondiale. Flug s'est entretenue avec Nicholas Owen, de F&D au sujet de l'importance de la responsabilité et de la transparence dans les banques centrales, des succès et des échecs

des politiques passées, et de son ascension personnelle, d'économiste chargée de recherches à première femme gouverneure de la banque centrale israélienne.

**F&D : La dernière grande poussée inflationniste en Israël remonte aux années 80. Voyez-vous un parallèle avec la situation actuelle ?**

**KF :** Le contexte macroéconomique et les structures institutionnelles ayant radicalement changé entretemps, il est difficile d'établir des parallèles. À l'époque de ce pic d'inflation, en 1984, quand les prix ont augmenté de 445 %, nous avions un déficit public colossal, d'environ 15 % du PIB. La dette atteignait 280 % du PIB. La banque centrale ne jouissait d'aucune indépendance. Dans le cadre du programme de stabilisation, la loi sur la Banque d'Israël a été modifiée, une nouvelle clause interdisant le financement des déficits publics par la création monétaire. Aujourd'hui, le contexte est complètement différent.

Néanmoins, à la Knesset, certains de nos parlementaires font pression pour que la banque centrale introduise de nouvelles initiatives comme la possibilité pour les propriétaires de leur premier logement d'être exonérées de la hausse des taux d'intérêt hypothécaires. J'espère que ces initiatives n'avancent pas. Même si elles n'avancent pas, les discussions y afférentes pourraient inciter à une retenue qui nuirait à l'efficacité de la politique monétaire. Et même sans infléchir le cours de la politique monétaire, elles peuvent modifier les anticipations, ce qui peut suffire à rendre la politique monétaire moins efficace. Les initiatives de ce type sont fâcheuses.

**F&D : Les réformes que vous avez engagées en tant que gouverneure étaient controversées. Quel conseil donneriez-vous aux banquiers centraux actuellement en porte-à-faux avec les décideurs politiques ?**

**KF :** Quand j'étais gouverneure, l'inflation et les taux d'intérêt étaient extrêmement bas, de sorte que la politique monétaire ne prêtait pas à controverse. Or la fonction de gouverneur de la Banque d'Israël est aussi une fonction de conseiller économique auprès du gouvernement en vertu de la loi originale de 1954 sur la banque centrale. C'est un rôle atypique, sujet à frictions avec le système politique, surtout le ministère des Finances. Traditionnellement, les conseils dispensés prennent la forme de déclarations publiques : ils font partie des échanges avec le gouvernement, mais contribuent aussi au débat public.

Mon principal conseil est de livrer des analyses transparentes et professionnelles. Il faut aussi participer activement au débat public en s'appuyant sur des études de grande qualité.

**F&D : Est-il réaliste que, de nos jours encore, les banques centrales n'aient pratiquement jamais à rendre**

**de comptes ? Faudrait-il davantage débattre des coûts d'un resserrement de la politique monétaire alors que le monde va au-devant d'une récession douloureuse ?**

**KF :** La responsabilisation peut prendre différentes formes. On peut promouvoir la responsabilité par des exigences de transparence ou grâce à des évaluations d'experts. Un débat public animé concourt aussi à cette responsabilisation. Mais, en réalité, vous me demandez si les banques centrales devraient appliquer la politique monétaire en toute indépendance pour atteindre un objectif en matière d'inflation. Sur ce point, je pense que les responsables politiques ne se sont toujours pas départis de leur biais inflationniste, ce qui a conduit à la forte inflation des années 70 et 80. Les politiciens jugeaient acceptable d'avoir un peu plus d'inflation pour avoir un peu plus d'activité économique et d'emploi. Mais dans les faits, maîtriser cette inflation s'est révélé très difficile. Une hausse de l'inflation peut enclencher une spirale d'anticipations d'inflation, avec à la clé encore plus d'inflation. Ce biais inflationniste existe toujours. Je ne pense pas qu'il soit possible de réussir cet arbitrage et d'obtenir juste un tout petit peu plus d'inflation en contrepartie d'une activité plus dynamique. Une fois que l'inflation s'accélère, elle est extrêmement dure à endiguer. Et les coûts, y compris sociaux, peuvent être très élevés.

**F&D : Les banques centrales ont-elles fait fausse route dans le passé ? À l'heure actuelle, on nous dit de leur faire confiance quand elles relèvent les taux. Mais elles ont injecté de l'argent dans les économies par le biais de taux d'intérêt faibles et de mesures d'assouplissement quantitatif. N'en payons-nous pas le prix aujourd'hui ?**

**KF :** Je pense que les politiques monétaires menées en réponse à la crise financière mondiale ont été globalement les bonnes et ont effectivement évité une récession planétaire bien plus sévère et plus longue. Le rôle de chef de file de Ben Bernanke et les enseignements qu'il a tirés du passé ont été extrêmement importants. Les politiques monétaires se sont parfois accompagnées de mesures macroprudentielles pour atténuer l'effet de taux d'intérêt très bas sur certains marchés d'actifs. En Israël, nous avons introduit une série de restrictions sur le marché hypothécaire pour éviter toute accumulation excessive de risques.

Après la pandémie de COVID-19, une riposte massive a de nouveau été nécessaire sous la forme d'une expansion tant monétaire que budgétaire. En l'occurrence, je pense que les mesures exceptionnelles de soutien budgétaire et monétaire ont perduré trop longtemps. La reprise s'est révélée très vigoureuse, mais pour autant, certains gouvernements ont conservé une politique budgétaire extrêmement expansionniste, doublée d'une politique monétaire toujours très accommodante. Et quand l'augmentation très substantielle de la demande s'est conjuguée à

des difficultés d'approvisionnement (liées aux fermetures d'usines en Chine et ailleurs, puis à la guerre en Ukraine), l'inflation a commencé à monter en flèche. Il nous a fallu du temps pour comprendre que la demande jouait un rôle capital et que le problème ne venait pas seulement des chocs sur l'offre. C'est une des raisons pour lesquelles l'inflation a augmenté rapidement et aurait nécessité un retrait plus rapide des mesures expansionnistes, retrait qui n'est d'ailleurs pas complètement effectif partout.

**F&D : Votre parcours m'intéresse, je suis curieux de savoir comment l'économiste-chercheuse est devenue une banquière centrale contrainte de prendre des décisions difficiles au quotidien. Cela a-t-il changé votre approche de la recherche en économie ?**

**KF :** L'expérience que j'ai acquise, notamment en gérant le département des études à la Banque d'Israël pendant 10 ans, m'a aidée à utiliser les recherches de manière efficace pour prendre des décisions stratégiques. Cela m'a permis d'identifier les questions auxquelles les modèles peuvent apporter des réponses, mais aussi les limites de ces mêmes modèles. Une expérience dans la recherche peut aider à évaluer l'opportunité d'utiliser des modèles au cours du processus décisionnel ou de s'appuyer plutôt sur la théorie ou sur une simple analyse des données les plus récentes.

**F&D : Vous avez été la première femme nommée à la tête de la banque centrale d'Israël. Était-ce un aspect important pour vous et pour le pays ?**

**KF :** Quand j'ai obtenu le poste, j'étais surtout consciente d'être la première à avoir gravi tous les échelons, d'avoir commencé comme jeune économiste à la Banque en finissant par me hisser jusqu'à la plus haute marche. Avant moi, tous les gouverneurs avaient été des économistes de renom venus de l'extérieur. J'étais concentrée sur la nécessité d'être à la hauteur.

À la Banque d'Israël, je n'ai pas eu l'impression qu'être une femme ait nui d'une quelconque façon à ma carrière. Mais je me suis vite rendu compte que cet aspect était important. La presse parlait à l'envi de la première gouverneure et j'ai souvent dû répondre à des questions à ce sujet quand je rencontrais des étudiants. J'ai compris que j'étais en quelque sorte un modèle.

En assistant aux réunions de gouverneurs au FMI ou à la Banque des règlements internationaux, j'ai été surprise de voir à quel point les femmes étaient peu nombreuses. Être la seule femme dans une salle, entourée de 35 ou 40 collègues masculins, a été parfois un peu intimidant. Mais je m'y suis habituée petit à petit. Et le temps passant, les femmes ont aussi été plus nombreuses. **FD**

*Cet entretien a été révisé dans un souci de concision et de clarté.*



GROS PLAN SUR LES PAYS ÉMERGENTS

# Un parcours bien connu

À une époque de forte inflation, les pays émergents ont de l'expérience à partager

**Lesetja Kganyago**

**D**ans le débat public actuel de politique économique, les défis auxquels sont confrontés les pays avancés priment en général sur ceux du monde en développement. En termes de politique monétaire, par exemple, les problématiques déterminantes de ces dix dernières années ont été le taux d'intérêt plancher zéro et l'inflation trop faible. Mais aucun de ces deux problèmes n'a vraiment touché les pays émergents. Nos problématiques ont été beaucoup plus de nature théorique : empêcher l'inflation de dériver au-delà de nos cibles, résister aux demandes d'abaissement des taux d'intérêt pour stimuler la croissance économique à court terme et financer des positions budgétaires insoutenables.

Aujourd'hui, alors que le dialogue économique dans les pays avancés se tourne vers les moyens de lutter contre une hausse de l'inflation, les pays émergents ont quelque chose

à proposer. Les banques centrales des pays émergents ont une longue expérience de la gestion de ce type de situations, notamment les pressions politiques qui suivent souvent le durcissement de la politique monétaire. Notre expérience se distingue dans trois domaines.

Le premier concerne la gestion des chocs liés à l'offre. Ces chocs sont aussi difficiles à expliquer du point de vue de la politique monétaire qu'ils sont fréquents. Au cours de mes douze années au sein du comité de politique monétaire de la Banque centrale de l'Afrique du Sud, j'ai passé plus de temps à essayer d'évaluer l'impact des chocs liés à l'offre et à expliquer comment faire la distinction entre effets transitoires et effets persistants qu'à gérer les pressions du côté de la demande. Nombre de pays émergents ont connu le même type d'expérience.

Une partie du problème est que, même avec des taux d'inflation modérés, les responsables de la fixation des prix et des salaires apprennent à surveiller l'inflation et à indexer leurs prix. Cela signifie que, si les banques centrales ne réagissent pas aux chocs en temps voulu, les pressions sur les prix s'intensifient et les anticipations d'inflation changent, laissant la politique monétaire de plus en plus derrière la courbe, de sorte que les chocs temporaires finissent par avoir des effets durables.

Pendant de nombreuses années, la réponse optimale aux chocs liés à l'offre a été la version classique des manuels d'économie avancée : ne pas réagir, car le choc va se dissiper. Mais les pays émergents affichent une plus grande indexation et moins de tolérance à l'égard des pertes de revenu réel. L'inflation d'aujourd'hui est davantage susceptible de se propager dans l'avenir. C'est pour cette raison que des mesures de politique monétaire sont plus souvent nécessaires face à ce type de chocs. Nombre de pays émergents ont mis en place de solides dispositifs de ciblage de l'inflation pour mieux façonner les anticipations d'inflation, qui ont généralement bien fonctionné et apporté de la souplesse à la politique monétaire.

Ce besoin d'une approche distincte pour les pays émergents peut s'expliquer par des taux d'inflation généralement plus élevés, incitant fortement les gens à surveiller l'indice des prix à la consommation plutôt que de supposer des prix stables. Nos niveaux d'inflation ont leur importance dans les prises de décisions quotidiennes des ménages et des entreprises.

## Viabilité budgétaire

Le deuxième domaine est lié à notre mission. On suppose souvent que les politiques budgétaire et monétaire ne se recoupent pas, ce qui est plus abstrait que réel. La politique monétaire peut être faussée par la politique budgétaire, comme tout décideur de pays émergent vous le dira. Les craintes de plus en plus fortes d'une domination budgétaire le confirment, d'autant plus que les grandes banques centrales se concentrent de plus en plus sur les conséquences de l'assouplissement quantitatif et d'autres mesures qui ont considérablement augmenté leurs avoirs en dette publique. Pour des raisons de bilan, il est encore plus crucial que les missions des banques centrales restent simples et directes.



Pour obtenir de bons résultats, les pays ont besoin d'une stratégie macroéconomique plus large qui apporte d'autres résultats fondamentaux, en particulier la viabilité budgétaire. Sans une telle stratégie, les banques centrales ne peuvent, à elles seules, assurer un environnement favorable à la croissance.

L'Afrique du Sud en est un bon exemple. Dans les années 90, le gouvernement démocratique nouvellement élu a institué une série de réformes qui ont soutenu la plus longue période de croissance ininterrompue de l'histoire de l'Afrique du Sud. Les trois principaux éléments constitutifs de ces réformes ont été un taux de change flottant, qui a libéré le pays d'interventions de change coûteuses et infructueuses ; le ciblage de l'inflation, qui a conduit à des taux d'intérêt plus bas et à des prix plus stables ; enfin, et surtout, l'austérité budgétaire.

Toutes ces réformes ont aidé le pays à traverser les crises des pays émergents de 1998 et 2001. Mais, dans la mesure où elles ont impliqué discipline et prudence, elles n'ont pas été très appréciées. Elles ont ensuite contribué à une approche plus dépensière au cours des dix dernières années, où tant le volume que la qualité des dépenses ont été beaucoup moins pris en compte. Une grave détérioration macroéconomique s'en est suivie, ainsi que des taux de croissance parmi les plus bas de l'histoire de l'Afrique du Sud.

La politique monétaire a tenu bon, mais la politique monétaire n'est pas tout. Là encore, d'autres pays émergents ont connu le même type d'expérience.

### Un exercice d'équilibrisme

Cela m'amène au troisième domaine d'expérience des pays émergents : comment manœuvrer lors de l'élaboration de la politique monétaire et, plus précisément, comment trouver l'équilibre entre des mesures résolues et une ouverture permanente à de nouvelles idées et informations.

Dans les pays avancés, en particulier ces dernières années, la pensée unique a sans doute été un problème de taille pour la politique monétaire. Mais je ne suis pas certain que ce soit l'expérience des pays émergents. Dans le cas de la politique monétaire sud-africaine, nous avons rarement eu un accord unanime sur l'opportunité de relever les taux. Même dans les rares cas où tous les membres du comité de politique monétaire convenaient de procéder à un durcissement, nous n'étions pas d'accord sur le pourcentage de hausse des taux. Et, dans notre société en général, je peux vous assurer que nous ne souffrons pas d'un manque de diversité d'opinions.

Selon mon expérience, ce dont les décideurs des pays émergents ont vraiment besoin, ce sont de points de vue divergents sur les questions tactiques, mais d'un consensus sur la stratégie d'ensemble.

En Afrique du Sud, notre mission en tant que banque centrale, définie dans la constitution, est de protéger la valeur de la monnaie dans l'intérêt d'une croissance équilibrée et durable. Bien que j'apprécie fort les franches discussions, il n'est pas utile de remettre en question et de critiquer le rôle de la banque centrale. La diversité d'opinions a son importance, mais tout n'a pas besoin d'être remis en question.

Au moment où les pays avancés sont confrontés à une dynamique inflationniste ressemblant davantage à celle des pays émergents, il pourrait être utile de faire cette distinction entre éléments devant faire l'objet d'une conviction et ceux devant susciter un débat. Les responsables de la politique monétaire prennent des décisions difficiles, à partir d'informations insuffisantes et face à des enjeux de taille. Les critiques ignoreront la complexité et affirmeront simplement que les banques centrales ne sont pas capables de voir les faits. Les banques centrales devraient réitérer leurs objectifs stratégiques, avec clarté et patience et à l'aide de données appropriées. Quel que soit le consensus atteint, il doit être nourri, et non pas craint comme une manifestation de la pensée unique. En revanche, en matière de tactique, il convient d'être ouvert et prêt à changer d'avis.

L'année 2023 pourrait bien être celle où les tendances de 2022 s'inverseront et où un certain nombre de pays avancés reviendront à une inflation plus faible. Si tel est le cas, les pays émergents connaîtront alors un répit bien apprécié. Mais il ne faut rien tenir pour acquis. Malheureusement, il n'est pas aussi évident que des tendances inflationnistes plus modé-

*La politique monétaire peut être faussée par la politique budgétaire, comme tout décideur de pays émergent vous le dira.*

rées dans les pays avancés puissent faciliter la situation économique des pays émergents et des pays en développement. Il importe de redoubler d'efforts pour remédier aux niveaux d'endettement élevés, en gardant à l'esprit le coût de la transition vers des économies à faibles émissions de carbone. Les pays émergents doivent faire un meilleur usage du financement qu'ils peuvent obtenir pour renouer avec une croissance économique plus forte, assortie de capitaux plus durables.

Compte tenu de l'affaiblissement de la croissance économique et d'un besoin toujours aussi prononcé de ressources financières, il est probable que l'environnement de forte inflation persistera dans une grande partie du monde. Il conviendrait de mieux coordonner les politiques budgétaire et monétaire viables pour créer de fortes synergies, qui réduiraient les conséquences des chocs liés à l'offre, maintiendraient les coûts de financement des gouvernements à de faibles niveaux et permettraient aux ménages et aux entreprises de l'ensemble des pays émergents d'effacer l'inflation de la liste de leurs préoccupations. **FD**

**LESETJA KGANYAGO** est gouverneur de la Banque centrale de l'Afrique du Sud.



GROS PLAN SUR LES PAYS ÉMERGENTS

## Le bien-fondé des interventions

Dans certaines conditions, une intervention sur le marché des changes peut réduire la volatilité injustifiée de la monnaie

Sukudhew Singh

**L**orsque les banques centrales des grands pays ont abaissé leurs taux d'intérêt après 2008, les petits pays émergents, en particulier d'Asie, ont fait face à un déferlement de capitaux provoquant une appréciation de leur monnaie et une baisse des taux d'intérêt. Maintenant que les grandes banques centrales durcissent rapidement leur politique monétaire, ces flux financiers se sont inversés : les monnaies des pays émergents se déprécient, l'inflation augmente et les banques centrales sont sous pression pour relever les taux d'intérêt alors même que la croissance stagne.

L'intégration économique et financière du monde a affaibli la transmission de la politique monétaire au niveau national et permis à des facteurs internationaux d'influencer plus fortement les prix et la conjoncture économique de chaque pays. Les taux de change totalement flottants sont parfaits pour la plupart des pays émergents, mais leur lien aux fondamentaux économiques est facilement ébranlé sous l'effet des évolutions extérieures. L'autonomie de la politique monétaire n'est garantie que si les économies sont suffisamment solides pour résister à la volatilité et au fort désalignement des taux de change.

Une intervention sur le marché des changes permet aux décideurs de modérer le rythme et l'ampleur d'une appréciation ou d'une dépréciation de la monnaie. Elle peut aussi neutraliser les pressions sur le taux de change en réduisant les attentes unilatérales concernant la valeur future de la monnaie. Un système financier plus approfondi facilite l'intermédiation, mais peut être une arme à double tranchant : une disponibilité accrue d'instruments financiers et une plus grande liquidité peuvent attirer davantage d'entrées de capitaux. Les pays émergents ouverts dotés de vastes systèmes financiers intégrés à l'échelle mondiale doivent détenir davantage de réserves de change et intervenir de manière plus agressive pour éviter une volatilité excessive. Une intervention réussie n'est toutefois pas garantie.

### Une intervention réussie

Plusieurs facteurs permettent à une intervention d'être plus susceptible de réussir. Par souci de brièveté, je me limiterai ici à ceux qui déterminent la réussite lorsqu'il s'agit de défendre une monnaie qui se déprécie.

- **Le niveau des réserves de change :** Les réserves de change ont un coût, mais elles sont inestimables lorsque le taux de change subit des pressions à la baisse injustifiées. Elles revêtent encore plus d'importance pour les pays ayant des taux de change rattachés (comme la région administrative spéciale de Hong Kong) ou des cadres monétaires fondés sur le taux de change (Singapour).
- **La solidité de l'économie et du système financier du pays :** La solidité de ces fondamentaux donne à la banque centrale une plus grande souplesse pour savoir dans quelle mesure intervenir et laisser le taux de change fluctuer. Cette solidité permet une intervention plus efficace, car la banque centrale n'a pas à procéder activement à des opérations de liquidité qui nuisent à ses interventions de change (voir point 4).
- **Le taux de change prévu « justifiable »** dans la mesure où il illustre les fondamentaux économiques : les pressions sur la monnaie dues aux sorties persistantes des comptes commerciaux et courants de la balance des paiements traduisent souvent une incapacité à créer une économie diversifiée, compétitive et intégrée à l'échelle mondiale. Une intervention ne servira à rien. Si le taux de change est affecté par des fondamentaux intérieurs faibles, tels qu'un fort déficit budgétaire, une croissance monétaire excessive ou une inflation élevée, une intervention serait également inutile. Tant qu'il n'existera pas une forte volonté de remédier à ces faiblesses, elles continueront d'exercer une influence négative sur la monnaie.
- **Les actions des banques centrales pour gérer les conséquences de l'intervention sur la liquidité :** Lorsqu'une banque centrale intervient pour défendre le taux de change, elle diminue l'offre de monnaie locale et augmente l'offre de devises étrangères. Si les autres

facteurs restent les mêmes, cela devrait soutenir le taux de change de la monnaie locale. La diminution de la liquidité en monnaie locale fait grimper les taux d'intérêt intérieurs, apportant un soutien supplémentaire au taux de change. Toutefois, la banque centrale s'efforce souvent de protéger l'économie nationale contre une hausse des taux d'intérêt. Les autorités sont également susceptibles d'être mécontentes d'une hausse du coût du financement de la dette publique. La banque centrale réinjecte donc généralement des liquidités dans le système bancaire, maintenant ainsi les taux d'intérêt locaux relativement stables, mais nuisant à ses efforts pour soutenir la monnaie. Si une monnaie plus faible entraîne une hausse de l'inflation intérieure, ces opérations de liquidité affaiblissent non seulement le taux de change, mais aussi la stabilité des prix intérieurs, diminuant ainsi l'efficacité de la politique monétaire et des opérations d'intervention.

- **L'ouverture du compte de capital :** Les pays émergents ouverts n'ont pas tous le même niveau d'ouverture, en particulier en ce qui concerne le compte de capital. Un compte de capital ouvert peut faciliter les flux de capitaux entrants et sortants dans des circonstances normales, mais de nombreux mouvements unidirectionnels en période d'instabilité peuvent anéantir la capacité de la banque centrale à stabiliser la monnaie. Il est toutefois crucial d'éviter de fortes fluctuations du taux de change en raison de la facilité avec laquelle les flux financiers à court terme des résidents et des non-résidents peuvent se produire en réponse aux anticipations de taux de change.
- **L'exposition en devises du secteur privé et niveau de couverture :** Dans les pays émergents, la banque centrale doit surveiller attentivement cette exposition et même la réglementer pour s'assurer qu'elle ne présente aucun risque pour la stabilité économique et financière nationale. Sans ces précautions, les pressions exercées sur le taux de change par des achats de devises en panique risquent d'annihiler les interventions visant à soutenir la monnaie.

## L'adéquation des réserves

Le niveau des réserves a son importance non seulement pour une intervention, mais aussi pour inspirer la confiance dans la capacité d'un pays à honorer ses engagements financiers dans le monde. Le maintien d'un encours suffisamment élevé de réserves est une considération de premier ordre de la politique monétaire.

L'un des moyens de réduire la demande de réserves auprès de la banque centrale consiste à **développer le marché local en devises**, pour offrir davantage de possibilités à une intermédiation privée des flux de devises et à de nouveaux instruments de couverture. Ainsi, la fréquence des interventions de la banque centrale devrait être réduite. En période d'incertitude, il arrive fréquemment que les devises

étrangères se tarissent en raison d'une demande excessive ou de la thésaurisation. Ce sont en fin de compte les réserves de la banque centrale qui doivent à nouveau fournir le mécanisme de sécurité du marché.

La viabilité des réserves **est également fonction des sources** dont elles proviennent : les réserves issues d'excédents du compte des transactions courantes et de flux d'investissements directs étrangers sont en général plus fiables que les réserves issues de flux de portefeuilles à court terme. Les réserves doivent être constituées lors de périodes fastes. Dans les pays émergents, les banques centrales sont souvent soumises à des pressions politiques pour détourner les réserves existantes vers d'autres fins, rendant les pays vulnérables et limitant les capacités d'intervention des banques centrales lorsqu'elles en ont besoin.

Il existe **des sources de réserves d'urgence**. Le financement du FMI est une option, mais une option de dernier recours pour nombre de pays, notamment d'Asie. Les pays ont également des accords bilatéraux d'échange de devises à court terme pour apporter des liquidités d'urgence en dollars ou en monnaies locales. Parmi les pays de l'ASEAN+3, un accord de mutualisation des ressources de 240 milliards de dollars connu sous le nom d'accord de multilatéralisation dans le cadre de l'initiative de Chiang Mai apporte un soutien en liquidités aux pays de la région en période de tensions extérieures. Ces accords n'ont toutefois pas entamé le désir des pays membres de constituer leurs propres réserves pour diverses raisons, notamment l'indépendance de leur politique monétaire.

Lorsque les réserves s'épuisent ou que les flux de capitaux sont si nombreux qu'une intervention a peu de chances de réussir, il convient de procéder à une intervention plus directe pour rétablir la stabilité. Les décideurs peuvent à juste titre envisager **des mesures visant à restreindre les flux de capitaux**. Nombre de facteurs qui contribuent à la réussite des interventions entreront également en jeu pour déterminer le succès de ces contrôles de capitaux. Les décideurs qui imposent des contrôles de capitaux doivent également faire preuve de prudence lorsqu'ils choisissent le moment de les supprimer — le faire trop tôt peut être aussi risqué que de les maintenir en place trop longtemps.

S'ils sont bien faits, les contrôles de capitaux peuvent agir comme un coupe-circuit qui protège les réserves de change et donne aux décideurs un répit temporaire pour procéder à des réformes visant à réduire les facteurs de vulnérabilité et à soutenir l'économie, sans avoir à s'inquiéter de l'instabilité extérieure. La confiance dans l'économie locale est un paramètre fondamental essentiel et doit être rétablie par des politiques crédibles, après quoi les contrôles peuvent être progressivement assouplis, puis supprimés. **FD**

**SUKUDHEW SINGH** a été gouverneur adjoint de la Banque Negara de Malaisie entre 2013 et 2017.





GROS PLAN SUR LES PAYS ÉMERGENTS

# S'en tenir à la cible

Un régime de ciblage de l'inflation constitue la meilleure solution en temps de crise

Leonardo Villar

**D**epuis sa première application en 1990, le ciblage de l'inflation a généralement fait ses preuves en tant que stratégie de politique monétaire. La plupart des pays qui y ont eu recours ont pu réduire l'inflation et sa volatilité. Le ciblage de l'inflation a également permis à plusieurs pays émergents de substituer des mesures contracycliques à une politique monétaire procyclique, qui tend à amplifier les phases d'expansion économique et à aggraver la contraction de l'activité, ce qui a contribué à stabiliser la croissance du PIB.

Mon pays, la Colombie, en est un bon exemple. En 1999, après trois décennies où l'inflation était stable, mais obstinément élevée, nous avons adopté des cibles d'inflation. Avant ce changement, la banque centrale était

confrontée à des mécanismes d'indexation complexes qui perpétuaient l'inflation. Elle était contrainte d'utiliser le taux de change comme point d'ancrage nominal de l'économie, sur fond d'inflation relativement élevée et de volatilité de la balance des paiements. En conséquence, en riposte aux chocs et aux cycles extérieurs, elle n'avait guère d'autre choix que de recourir à des mesures monétaires procycliques pour stabiliser le taux de change.

## Changement de cap

Après l'adoption par la Colombie de cibles d'inflation, une politique monétaire contracyclique a pu être mise en œuvre pour la première fois. Les autorités ont alors permis la fluctuation du taux de change, qui a ainsi joué le rôle de première ligne de défense contre les cycles et les chocs extérieurs. Les réponses monétaires à la crise financière mondiale de 2007–09 et au choc lié à la pandémie de COVID-19 en 2020 en sont une illustration. Au cours de ces deux épisodes, les autorités ont laissé la monnaie nationale se déprécier, tout en comptant sur la crédibilité de la cible d'inflation, plutôt que sur le taux de change, comme principal point d'ancrage nominal de l'économie.

La stratégie de ciblage de l'inflation a également permis de contrer le fort choc inflationniste auquel nous avons été confrontés en 2014–16, lorsque la Colombie a subi une baisse simultanée des termes de l'échange après l'effondrement des cours du pétrole, une grave sécheresse et d'autres chocs sur l'offre. En conséquence, la dépréciation nominale annuelle a atteint 68 % en 2015, et l'inflation est passée d'environ 3 % à mi-2014 à 9 % en juillet 2016, puis a été ramenée au niveau cible de 3 % quelques années plus tard sans sacrifice majeur de la production. La crédibilité de la politique monétaire et la stabilité relative des anticipations d'inflation à long terme ont contribué à la réussite de cet ajustement.

## Les défis de l'après-COVID

Les pays émergents qui ont opté pour le ciblage de l'inflation affrontent des défis de taille dans le contexte actuel post-pandémique. Le régime repose largement sur la crédibilité des autorités lorsqu'il s'agit de maintenir l'inflation à un niveau proche de sa cible, ce qui n'a pas été le cas depuis 2021.

Une fois de plus, la Colombie en est un bon exemple. L'inflation a progressé de moins de 2 % en 2020 à 13,1 % en 2022, son niveau le plus élevé depuis que nous avons adopté le ciblage de l'inflation. Cette hausse est due en grande partie aux prix des denrées alimentaires, qui ont augmenté à un rythme annuel de près de 28 % en 2022 sous l'effet de chocs sur l'offre tant nationaux qu'internationaux.

Une forte reprise de la demande globale a également poussé l'inflation à la hausse. Le PIB colombien a augmenté de plus de 10 % en 2021 et de 8 % en 2022. Le déficit croissant de la balance des transactions courantes est proche d'un record historique, malgré l'amélioration des termes de l'échange en 2022. Une demande excédentaire a également provoqué une tendance à la hausse de l'inflation de base qui, hors alimentation et prix réglementés par le gouvernement, est passée de 2,5 % en 2021 à 9,5 % en 2022.

La forte dépréciation de la monnaie nationale a également influencé l'évolution de l'inflation. À fin 2022, le peso colombien s'était déprécié de 38 % par rapport au début de 2021. Cette dépréciation est plus marquée que dans la plupart des autres pays d'Amérique latine. Elle a été associée à une détérioration de la perception du risque-pays par les investisseurs au cours des deux dernières années, avec des déficits budgétaires qui dépassaient largement ceux des autres pays de la région.

Les différents mécanismes d'indexation ont également une incidence sur l'inflation. Le relèvement annuel du salaire minimum, qui intervient au début de chaque année sur la base de l'inflation passée observée, est un facteur clé. À cet égard, les années 2022 et 2023 ont été singulières, puisque le salaire minimum a progressé respectivement de 10 % et de 16 %, soit bien plus que l'inflation globale. Ces hausses du salaire minimum ont contribué à maintenir l'inflation à un niveau élevé en raison de leur impact sur les coûts de production et de la spirale caractéristique salaires-prix : les prix grimpent sous l'effet de la hausse des salaires, qui augmentent à leur tour pour compenser la hausse des prix.

### Communication et transparence

Dans ce contexte difficile, la politique monétaire a subi un resserrement sans précédent. Jusqu'à présent, la banque centrale a augmenté le taux d'intérêt directeur de 1,75 % en septembre 2021 à 12,75 % en janvier de cette année.

La succession de chocs sur l'inflation observée depuis 2021 et la réévaluation forcée de la politique monétaire qui s'imposait en conséquence ont également représenté un défi de communication pour la banque centrale. En raison des effets inflationnistes considérables et prolongés de ces chocs, la période de convergence vers la cible d'inflation est longue, et il faut l'expliquer au grand public. Une convergence trop rapide peut être très coûteuse en matière de production et d'emploi, mais une convergence trop longue risque de désancrer les anticipations d'inflation.

La banque centrale a déclaré publiquement que le processus de resserrement n'était pas fini et qu'elle était

déterminée à ramener l'inflation à sa cible de 3 % sur une période de deux ans, avec un écart acceptable de 1 point de pourcentage. Heureusement, les anticipations d'inflation sont largement conformes à la trajectoire de convergence que nous souhaitons.

### Ancrage crédible

L'inflation devrait décroître rapidement par rapport aux normes historiques, mais connaîtra probablement sa plus longue période au-dessus de son taux cible depuis l'introduction du régime de ciblage. Il sera donc plus difficile de maintenir la crédibilité de la cible en tant que principal point d'ancrage nominal de l'économie.

De toute évidence, les défis en matière de politique monétaire seront particulièrement difficiles à relever en 2023 et 2024. Nous prévoyons une forte décélération de l'activité économique, qui ramènerait la crois-

*Le ciblage de l'inflation a aidé la Colombie à faire face aux chocs économiques par des moyens autrefois inaccessibles.*

sance du PIB à un faible taux de 0,2 % en 2023, sous l'effet d'un durcissement des conditions financières mondiales, d'un ralentissement de la croissance chez nos partenaires commerciaux et de la nécessité d'une politique monétaire nationale de contraction qui garantisse le rapprochement de l'inflation vers la cible établie par la banque centrale.

Ces défis ne constituent nullement un argument contre la stratégie de ciblage de l'inflation. Ils soulignent plutôt l'importance que nous attachons au renforcement de son rôle d'ancrage et la nécessité de mener, dans la conjoncture actuelle, une politique monétaire restrictive qui témoigne de l'engagement de la banque centrale à l'égard d'une cible d'inflation explicite et crédible.

Associé à un taux de change flottant, le ciblage de l'inflation a été bénéfique à l'économie colombienne. Le pays a ainsi pu faire face aux chocs économiques par des moyens autrefois inaccessibles. Nous restons convaincus que le renforcement de sa crédibilité reste le meilleur moyen de surmonter cette période difficile. **FD**

**LEONARDO VILLAR** est le gouverneur de la banque centrale colombienne : el Banco de la República de Colombia.



## En première ligne face à l'inflation

*Pour Philip R. Lane, de la BCE, il est important de ramener l'inflation de la zone euro dans sa cible*

**LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE** (BCE) est en première ligne dans la lutte contre l'inflation. Les taux d'intérêt ont été relevés à des niveaux sans précédent depuis 15 ans pour ramener l'inflation de la zone euro, qui culminait à plus de 10 % en octobre, à sa valeur cible de 2 %. L'inflation devrait ralentir cette année, mais la politique monétaire continuera d'être suivie de près, car la croissance économique du continent ralentit, les consommateurs se débattent toujours avec la crise liée au coût de la vie, et les États cherchent à financer de fortes dettes dans une nouvelle période de taux d'intérêt élevés.

Dans un entretien accordé à Nicholas Owen, de F&D, l'économiste en chef de la BCE, Philip R. Lane, appelle les gouvernements à commencer à supprimer les mesures de relance budgétaire en faveur des consommateurs, car la crise de l'énergie déclenchée par l'invasion russe en Ukraine devient plus aiguë. Il évoque l'importance d'un retour des anticipations d'inflation dans la cible, les défis que représente la réduction du bilan de la banque centrale et les leçons que nous pouvons tirer des mesures monétaires de l'an dernier.

**F&D :** Après une envolée à des niveaux inédits depuis 40 ans, l'inflation en Europe montre des signes de ralentissement. Pourquoi est-il si important, pour les perspectives économiques de la zone euro, que les autorités parviennent à ramener les anticipations d'inflation à 2 % ?

**PL :** Pour une banque centrale, le pire scénario est une phase prolongée de forte inflation amenant la population à perdre confiance dans la capacité de sa banque à maintenir des prix stables (en l'occurrence à faire respecter une cible d'inflation de 2 %) à moyenne échéance. Si le public en vient à penser que l'inflation restera élevée pour un temps indéterminé, ce sentiment sera intégré dans le processus de fixation des prix et des salaires et s'auto-entretiendra. Il est donc essentiel que la politique monétaire soit clairement définie pour assurer un retour rapide de l'inflation dans notre cible de 2 %. C'était d'autant plus important l'an dernier que la politique monétaire visait depuis plusieurs années à contrer une inflation tendancielle inférieure à la cible. En conséquence, nous nous détournons de manière durable d'une orientation extrêmement accommodante au profit d'une politique assez restrictive pour garantir le retour de l'inflation dans la cible et maintenir ainsi l'ancrage des anticipations d'inflation à plus long terme.

**F&D :** Pour les décideurs, quels sont les enseignements à tirer du choc inflationniste ? La plupart des économistes estimaient que les pressions inflationnistes n'étaient que transitoires. Devons-nous penser différemment la politique monétaire ?

**PL :** Il est certain que cet épisode sera étudié pendant encore de nombreuses années, de sorte que ma réponse à



## La crise énergétique devenant moins critique, il faut commencer à supprimer les mesures de relance budgétaire.

voire question est on ne peut plus provisoire. En même temps, je pense qu'il faudrait reconnaître que les effets conjugués de la pandémie et de la flambée des prix de l'énergie provoquée par la guerre ont été des chocs exceptionnellement puissants et asymétriques qui, dans un premier temps, ne pouvaient qu'engendrer une phase de forte inflation. Il ne fait aucun doute que l'enquête en cours visant à déterminer si la BCE et les autres banques centrales auraient pu mieux évaluer l'ampleur et la durée du choc d'inflation se justifie. Nous devrions toujours chercher à tirer des enseignements de tels épisodes et nous montrer ouverts à la critique, de l'intérieur comme de l'extérieur. Dans l'année écoulée, les banques centrales sont revenues sur les programmes d'assouplissement quantitatif et ont relevé notablement les taux d'intérêt, par des hausses successives dans un laps de temps assez bref. Nous en apprendrons aussi beaucoup sur la conduite de la politique monétaire et sur son efficacité dans les prochains mois.


**F&D :** Pensez-vous que les mesures prises par la BCE en vue de réduire son bilan seront problématiques pour les États de la zone euro dont les besoins de financements sont importants ? Certains d'entre eux, très endettés, ont pris l'habitude d'écouler facilement leurs obligations auprès de la BCE.

**PL :** L'objectif principal de ces programmes a toujours été de faire en sorte que le compartiment long de la courbe des rendements contribue à l'assouplissement de la politique monétaire dont l'ensemble de l'économie avait besoin pour éviter une période prolongée de faible inflation : ils n'avaient pas vocation à financer directement les États. Bien qu'il soit trop tôt pour tirer des conclusions de l'abandon de l'assouplissement quantitatif et de la transition en cours vers un resserrement quantitatif, les derniers mois ont montré que la normalisation des taux d'intérêt s'est traduite par une forte demande d'achat d'obligations publiques de la zone euro de la part de nombreux investisseurs (européens et internationaux).

S'agissant de la politique budgétaire, il faudrait à l'évidence — conformément au cadre de gouvernance économique de l'UE — qu'elle vise à rendre notre économie plus productive et à faire progressivement baisser la dette publique élevée.

Bien sûr, elle a un rôle important à jouer en protégeant les agents économiques les plus vulnérables du choc lié aux prix de l'énergie. C'est un impératif moral mais aussi économique. Nous soulignons toutefois que les mesures de relance budgétaire destinées à isoler l'économie de ce choc devraient être temporaires, ciblées et adaptées afin de continuer à encourager les économies d'énergie. La crise énergétique devenant moins critique, il faut commencer en particulier à supprimer ces mesures au plus vite, parallèlement à la chute des prix de l'énergie et de manière concertée.

**F&D :** Les hausses de taux d'intérêt accentuent la pression sur les ménages dans toute l'Europe. Les banques centrales peuvent-elles intervenir pour alléger cette pression, ou ce problème devrait-il être du seul ressort du gouvernement et des responsables de la politique budgétaire ?

**PL :** La stabilité des prix à moyen terme est bénéfique pour tous les ménages. Quand l'inflation s'installe durablement, les ménages pauvres sont les plus durement touchés. Il est donc dans l'intérêt de tous que la BCE se concentre prioritairement sur le retour rapide de l'inflation à son niveau cible de 2 %. Nous devrions conduire la politique monétaire dans un souci d'efficacité, c'est-à-dire atteindre notre cible tout en réduisant au maximum les coûts en termes de production et d'emploi. Quand nous analysons la transmission de la politique monétaire, nous examinons de près les effets de l'évolution des taux d'intérêt sur les ménages : non seulement les effets directs, qui varient de toute façon selon les emprunteurs et les épargnants et en fonction des groupes d'âge, mais aussi les effets indirects liés à l'incidence de la politique monétaire sur la production et l'emploi. Ce ne sont pas les mêmes effets pour les travailleurs des secteurs les plus sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt (construction, biens d'équipement durables, etc.) et les travailleurs des secteurs d'activité moins cycliques. Les pouvoirs publics devraient toujours protéger les populations les plus vulnérables, mais les mesures budgétaires qui compensent directement les effets des variations de taux peuvent nuire à l'efficacité de la politique monétaire et se révéler moins efficaces que d'autres politiques de revenu. 

# LES FORCES EN PRÉSENCE

Les pays avancés font face à plusieurs changements structurels majeurs durables qui affecteront la manière dont est conduite la politique monétaire. Les changements en cours jouent inévitablement sur le niveau naturel des taux d'intérêt (niveau naturel maximal atteint pour ce qui est de l'inflation et de la production) et sur les voies de transmission de la politique monétaire.

## La transition verte

Il est nécessaire que l'investissement annuel dans les énergies propres s'élève à **4 000 milliards de dollars** d'ici 2030 pour que l'objectif de zéro émission nette soit atteint d'ici à 2050<sup>1</sup>.

Pour réussir la transition verte, **un transfert substantiel des ressources** devra s'opérer vers les énergies renouvelables, principalement éoliennes et solaires, au détriment des combustibles fossiles. Cette transition nécessitera probablement **une forte augmentation des investissements**, possiblement stimulée grâce à une forme de subvention. L'augmentation des demandes d'investissement aura tendance à remonter le niveau naturel des taux d'intérêt. La transition verte exigera donc probablement que les banques centrales soutiennent un taux directeur plus élevé.

## Travail à distance

La proportion de travail à distance a augmenté de **44 %** au cours des cinq dernières années<sup>2</sup>.

Le télétravail façonne les conditions inflationnistes à travers deux canaux : **l'offre de main-d'œuvre et sa productivité**. Le travail à distance a tendance à augmenter le nombre d'heures de travail que les ménages peuvent fournir : les travailleurs sont prêts à accepter une réduction de salaire s'ils sont autorisés à effectuer un travail donné à distance. Cependant, à distance, certaines tâches ne peuvent pas être effectuées aussi efficacement, ce qui réduit la productivité par heure-travailleur. Avec ces deux forces en présence, les coûts marginaux des entreprises ont tendance à augmenter (ce qui génère à son tour des pressions inflationnistes) quand la baisse de productivité l'emporte sur l'augmentation de l'offre de travail. Le canal de la productivité affecte également **la demande des ménages** : une baisse de la productivité conduit les travailleurs à anticiper une baisse des salaires à venir, ce qui les amène à réduire leur demande de biens et crée une force compensatoire à la baisse sur les prix. Leurs comportements façonneront les exigences en matière de politique monétaire.



Plusieurs tendances économiques à évolution lente influenceront la politique monétaire à long terme

## Démondialisation

L'ouverture aux échanges commerciaux a culminé à environ **60 %** en 2008 et a diminué depuis<sup>3</sup>.

La démondialisation a tendance à appauvrir les pays en créant des obstacles au commerce et en encourageant la réaffectation des ressources vers des industries moins efficaces. Une baisse de la production **peut réduire les recettes publiques** et provoquer une inflation **résultant de mesures budgétaires** si le gouvernement réduit les dépenses et/ou augmente les impôts. **L'offre et la demande** ajouteront des forces inflationnistes, dont les répercussions dépendront du fait qu'un pays importe plus qu'il n'exporte, ou inversement. Les pays importateurs auront plus de difficulté à acheter des biens à l'étranger, ce qui pourrait créer des pressions inflationnistes au sein de leurs frontières.

En revanche, les pays exportateurs anticiperont une baisse de leurs revenus issus des ventes à l'étranger, ce qui pourrait entraîner une baisse de la demande des ménages.



nces  
olution  
ont  
étaire  
e



## Démographie

Le nombre de personnes dans le monde **âgées de plus de 60 ans doublera** d'ici 2050<sup>4</sup>.

L'évolution démographique est susceptible **d'influer sur l'offre et la demande et de créer des pressions politiques**. Le vieillissement de la population tirera la demande vers le bas, à mesure que les gens épargneront pour leur retraite, ce qui réduira temporairement le niveau naturel des taux d'intérêt. Du côté de l'offre, la baisse du taux d'activité réduira la production potentielle et entraînera une croissance plus lente des revenus qui incitera les individus à épargner pour l'avenir. Une fois que la transition vers une population plus âgée sera terminée, l'attrait pour l'épargne pourra s'atténuer :

les retraités auront tendance à se servir plus largement de leur épargne pour consommer, et le taux d'activité se stabilisera. À long terme, il n'est donc pas certain que l'évolution démographique conduise à une baisse permanente des taux d'intérêt réels ou à une déflation, et nul ne saurait dire quelles répercussions elle aura sur la politique monétaire.



## Monnaie numérique de banque centrale

Plus de **100 pays** expérimentent actuellement les monnaies numériques de banque centrale<sup>5</sup>.

La monnaie numérique de banque centrale, dont l'avènement participe à la révolution de la monnaie numérique qui est en cours, permettra aux banques centrales de fixer directement le taux d'intérêt lié à la monnaie numérique de banque centrale. Les banques centrales pourront ainsi **transmettre la politique monétaire directement aux ménages**, sans passer par

les banques, comme elles le font aujourd'hui. Les banques ne transmettent pas entièrement les changements de taux aux ménages, en particulier les augmentations. Ainsi, une augmentation du taux directeur décidée par les banques centrales ne conduit pas à une augmentation stricte des taux de dépôt.

L'utilisation de la monnaie numérique de banque centrale sera également essentielle pour façonner le rôle des banques centrales dans l'économie. En émettant de la monnaie numérique directement disponible aux ménages, les banques centrales devront probablement **amplifier la taille de leurs bilans de façon permanente**. Une banque centrale pourrait décider d'investir son portefeuille élargi dans des obligations d'État, apportant un soutien solide à la politique budgétaire, ou bien encore prêter au secteur privé, stimulant les investissements dans des secteurs spécifiques. Les banques centrales devront prendre soin de maintenir leur réputation d'entité indépendante, toute décision d'investissement étant susceptible de générer des tensions sur le plan politique.

<sup>1</sup>Agence internationale de l'énergie, <https://www.iea.org/reports/net-zero-by-2050>.

<sup>2</sup>NorthOne, <https://codesubmit.io/blog/remote-work-statistics/>.

<sup>3</sup>Note des services du FMI 2023/001, <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2023/01/11/Geo-Economic-Fragmentation-and-the-Future-of-Multilateralism-527266?cid=bl-com-SDNEA2023001>.

<sup>4</sup>Organisation mondiale de la santé, <https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/ageing-and-health>.

<sup>5</sup>Atlantic Council, <https://www.atlanticcouncil.org/cbdctracker/>.

Rédigé par l'équipe de F&D en s'appuyant sur les recherches de Markus K. Brunnermeier, de l'Université de Princeton.





# L'OR,

# L'ARGENT

## ET LA STABILITÉ MONÉTAIRE

Un épisode presque oublié du XIX<sup>e</sup> siècle nous rappelle que la coopération internationale est essentielle à la stabilité du système monétaire mondial

Johannes Wiegand

L'année 1873 a marqué un tournant dans l'histoire monétaire. En juillet, le parlement du nouvel empire germanique avait remplacé toute une série de monnaies fondées sur l'argent par le mark-or. En septembre, la Monnaie de Paris avait limité la frappe d'argent, mettant fin au double étalon monétaire or-argent qui prévalait en France depuis des décennies. Et plus tôt dans l'année, le Congrès américain avait voté la disparition progressive du papier-monnaie temporaire émis pendant la Guerre civile pour lui substituer un dollar-or

après la reprise par les autorités des paiements en espèces (pièces), en 1879.

Le Royaume-Uni utilisant déjà l'or, à la fin des années 1870, l'ensemble des grandes nations industrielles se servaient de monnaies-or. L'argent qui, jusqu'en 1873, avait été sur un pied d'égalité avec le métal jaune, devient alors une monnaie métallique secondaire principalement utilisée par les pays périphériques.

Ces évolutions ont entraîné des conséquences monétaires majeures : entre 1873 et la fin de la décennie, l'argent a

perdu quelque 20 % de sa valeur par rapport à l'or, après 70 ans de stabilité. Les pays du bloc-or ont connu une grave déflation jusqu'au début des années 1890. Les répercussions réelles sont plus difficiles à apprécier, car nous ne disposons pas de comptes nationaux détaillés pour les années 1870, mais des indicateurs comme la production industrielle témoignent d'une récession grave et prolongée dans plusieurs pays (en Allemagne, par exemple, la période post-1873 est appelée *Gründerkrise*, littéralement « crise des fondateurs »).

## Un bimétallisme mondial

Les systèmes monétaires du XIX<sup>e</sup> siècle avaient un fonctionnement très différent de notre système actuel. La monnaie était liée aux métaux précieux (lingots). Les pièces (espèces) étaient frappées à partir de lingots et le papier-monnaie était convertible en lingots à des taux de change garantis.

Au début du XIX<sup>e</sup> siècle, la monnaie était rattachée à l'argent dans la plupart des pays, ou bien à l'or, comme au Royaume-Uni et, à partir du milieu des années 1830, aux États-Unis. La France avait lié sa monnaie à la fois à l'or et à l'argent : aux termes d'une loi napoléonienne de 1803, la Monnaie de Paris payait 200 francs le kilogramme d'argent et 3 100 francs le même poids d'or. Cette double garantie de prix offerte en France est à l'origine du bimétallisme dans le monde : non seulement, elle garantissait une valeur d'échange stable de 15½ entre l'argent et l'or, mais elle établissait également des taux de change quasiment fixes entre tous les pays utilisant des monnaies or ou argent.

Ce bimétallisme a fonctionné tant que des pièces d'or et d'argent ont eu cours en France. Le pays a joué ensuite le rôle d'un stabilisateur monétaire mondial : en vertu d'un mécanisme appelé « loi de Gresham », les variations des stocks mondiaux d'or et d'argent se sont traduites principalement par des modifications de la composition de la monnaie française, tandis que les taux de change entre les monnaies or et argent restaient stables. En outre, le bimétallisme était plus efficace pour stabiliser les prix qu'un régime monométallique, car les chocs respectivement liés à l'offre d'or ou d'argent se compensaient mutuellement.

Le bimétallisme a prospéré dans le monde à peu près jusqu'en 1850. Ensuite, les grandes quantités d'or découvertes en Californie et en Australie ont permis de multiplier par cinq la production mondiale. Suivant la loi de Gresham, la part d'or dans les espèces françaises a bondi, passant de moins de 30 % à plus de 85 % (!) au milieu des années 1860.

Les experts de la monnaie ont pris conscience qu'une telle évolution était dangereuse pour le bimétallisme. Si l'or évinçait complètement l'argent dans les espèces françaises,

## La loi de Gresham

D'après la loi de Gresham, dans un régime de change fixe, « la mauvaise monnaie chasse la bonne ». Dans le cas du bimétallisme, la frappe fixait le prix relatif de deux métaux-monnaies. Si les stocks d'un des métaux augmentaient (en raison de nouvelles découvertes ou de réformes monétaires qui démonétisaient ce métal, par exemple), son prix de marché tendait à chuter, ce qui était une incitation à frapper des lingots (métal brut) et à les convertir en espèces (pièces) pour profiter du prix garanti. À l'inverse, l'autre métal, à ce moment-là plus rare (et donc relativement plus précieux), était retiré de la circulation. Les variations des stocks de lingots entraînaient donc une modification de la composition des espèces en faveur du métal « inflationniste » déprécié, tant que la garantie de prix associée à la frappe était effective. Ce principe monétaire doit son nom à Sir Thomas Gresham, agent financier de la reine Élisabeth I.

la France deviendrait de fait un pays du bloc-or. Le lien entre l'or et l'argent serait rompu et le monde serait divisé en un bloc-or et un bloc-argent, ce qui entraînerait un risque de fluctuations potentiellement violentes des taux de change et des prix.

Le problème était particulièrement préoccupant en Allemagne, où la plupart des États utilisaient des monnaies en argent. En l'absence de lien entre les deux métaux, le pays se retrouverait placé sous un régime monétaire différent de celui des grandes puissances économiques mondiales (États-Unis, France et Royaume-Uni) et ses échanges commerciaux avec celles-ci seraient soumis à des taux de change flottants. Les économistes et les entrepreneurs craignaient que l'Allemagne ne soit alors reléguée au rang de pays périphérique. Par ailleurs, le bimétallisme ne faisait pas l'unanimité en France, notamment en raison des fluctuations de la composition des espèces.

## Le bimétallisme dans les années 1860

Compte tenu de ces tensions, comment le bimétallisme a-t-il pu se maintenir au-delà des années 1860 ? En 1867, l'empereur Napoléon III a organisé une conférence monétaire internationale à Paris pour réfléchir à d'autres possibilités. À l'issue de cette conférence, une recommandation en faveur d'un système monétaire mondial fondé sur l'or a été formulée. C'est semble-t-il à l'instigation de la France elle-même que le monde tournait ainsi le dos au bimétallisme.

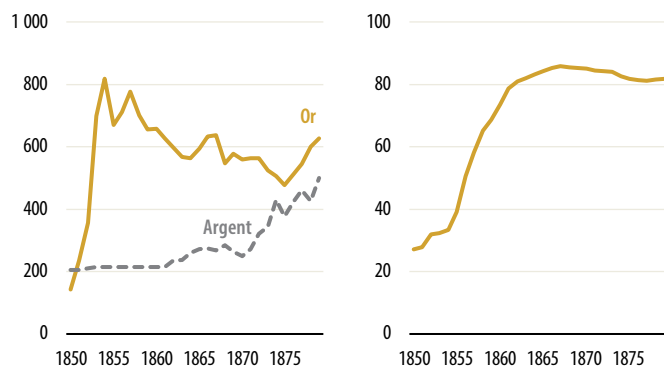
Formuler une recommandation était une chose, la mettre en pratique en était une autre, et pour la France pas moins que pour ses homologues. Pour passer à l'or, il lui fallait se débarrasser des pièces en argent. Mais le métal blanc se déprécierait dès la dissolution du lien avec l'or et se démonétiserait : en abandonnant le bimétallisme, la France se punissait elle-même (Flandreau, 1996).

## L'argent et l'or

En vertu de la loi de Gresham, les variations des approvisionnements en or et en argent influent sur la composition de la monnaie en France, tandis que les taux de change entre monnaie-or et monnaie-argent restaient stables.

Production mondiale annuelle d'or et d'argent  
(en millions de francs français)

Part des pièces d'or dans les espèces  
en circulation en France  
(en pourcentage)



Source : Wiegand (2019).

En Allemagne, les partisans d'un remplacement de l'argent par l'or ou une monnaie bimétallique ont vu grossir leurs rangs. Mais les États ne pouvaient se défaire de leurs pièces d'argent que si quelqu'un les acceptait contre de l'or ; et dans le système bimétalliste, ce « quelqu'un » ne pouvait être que la France. D'après la loi de Gresham, la réforme allemande déboucherait sur une forte hausse de la circulation d'argent français. La France le tolérerait-elle ? Ou allait-elle rompre le lien bimétallique pour éviter d'être submergée de pièces en argent et d'être victime précisément de ce que les experts allemands redoutaient, l'isolement monétaire ? Les dirigeants allemands en ont été réduits à des conjectures et la réforme monétaire qu'ils envisageaient est restée au stade embryonnaire (Wiegand, 2022).

En résumé, dans les années 1860, aucune solution simple n'a pu être trouvée pour sortir du bimétallisme, système dont la France était à la fois le maître et l'otage : elle pouvait dissuader les autres pays de modifier les paramètres du système, mais n'était pas en mesure de mettre fin au bimétallisme elle-même sans s'exposer à des pertes considérables. Le bimétallisme a donc triomphé. Les marchés avaient une très grande confiance dans cet arrangement et traitaient les actifs adossés à l'or et à l'argent comme de quasi-substituts (Flandreau et Oosterlinck, 2012).

## La réforme allemande

Le contexte a radicalement changé en 1870. Une coalition allemande dirigée par la Prusse a remporté la guerre contre la France, entraînant la chute de Napoléon III, la

naissance de la Troisième République et la formation de l'empire allemand. Les troupes prussiennes ont occupé Paris, conditionnant leur retrait au versement d'une indemnité colossale (plus de 20 % du PIB français), payable en argent, notamment. Dès lors, la France n'a plus eu le loisir d'abandonner le bimétallisme : la démonétisation de l'argent aurait sapé sa capacité à payer et à retrouver sa souveraineté.

À Berlin, les dirigeants ont eu ainsi le champ libre pour mener la réforme monétaire, au moins jusqu'à ce que la France ait réglé son tribut. L'Allemagne a donc agi rapidement, voire précipitamment. En juillet 1871, la Monnaie de Berlin a suspendu la frappe de pièces d'argent. Quelques semaines plus tard, le gouvernement fédéral a commencé à acheter de l'or à Londres et, début décembre, le Reichstag a autorisé le monnayage en or. Le gouvernement fédéral et les gouvernements régionaux ont pu introduire les nouvelles pièces d'or simplement en dépensant l'indemnité de guerre (au départ, sans retirer les pièces d'argent). Les espèces en circulation ont donc fortement augmenté, provoquant une relance budgétaire et monétaire de grande ampleur (et de courte durée). Le Reichstag a officiellement adopté l'étalon-or en juillet 1873.

On peut s'interroger sur ce qui a poussé l'Allemagne à adopter une monnaie-or plutôt que bimétallique, sachant que le bimétallisme avait la faveur d'un grand nombre d'économistes allemands avant 1870. Mais la circulation des espèces en Allemagne était trop peu importante pour soutenir à elle seule un bimétallisme mondial : l'Allemagne avait besoin de la France pour maintenir le lien bimétallique, tant avant qu'après le règlement de l'indemnité, et serait sinon renvoyée dans le bloc-argent. La coopération monétaire avait déjà échoué dans les années 1860, mais elle semblait encore plus improbable dans le sillage du conflit armé.

L'Allemagne s'est donc définitivement tournée vers l'or, seule possibilité pour elle d'éviter la marginalisation monétaire, quelles que soient les décisions de la France (Wiegand, 2019). Et l'Allemagne n'était pas isolée : les pays scandinaves et les Pays-Bas ont aussi saisi l'occasion qui se présentait et sont passés de l'argent à l'or.

## Le bimétallisme démantelé

Le 5 septembre 1873, la France réglait sa dernière échéance : deux émissions obligataires d'un volume resté inconnu à ce jour (« Rente Thiers ») lui avaient permis de payer bien avant la date prévue. Le lendemain, la Monnaie de Paris limitait la frappe d'argent et rompait ainsi le lien bimétallique.

Cette initiative a surpris. La France aurait pu garder le bimétallisme même après les réformes monétaires de l'Allemagne, des Pays-Bas et des pays scandinaves si elle



avait accepté une plus forte proportion de pièces en argent. Dans ces conditions, pourquoi s'exposer et exposer le reste du monde à l'instabilité monétaire ? La mesure semble si autodestructrice que Flandreau (1996) y a vu l'expression d'un revanchisme. S'il a nui à la France, l'arrêt du bimétallisme a été encore plus préjudiciable à l'Allemagne, qui s'est retrouvée à la tête d'un stock d'argent encore plus volumineux et ne pouvant dès lors plus être vendu qu'à perte.

Velde a proposé une explication étonnante (2002). La France aurait pu continuer à soutenir le bimétallisme au début des années 1870, mais sa capacité d'absorption n'était pas infinie. À partir du début de cette décennie-là, les gisements découverts dans l'Ouest américain ont dopé la production mondiale d'argent (voir le graphique) et, selon la loi de Gresham, cet argent risquait de se mêler aux espèces circulant en France et d'évincer l'or. Et que se passerait-il si encore plus de pays abandonnaient les monnaies-argent et cherchaient à se débarrasser de leurs espèces obsolètes en France ?

Le vent avait tourné : c'était à présent à la France de redouter la marginalisation monétaire avec l'argent si le bimétallisme prenait fin. Face à une telle perspective, il semblait préférable d'arrêter les frais tant que les stocks d'argent français étaient encore modestes (et les stocks allemands considérables), plutôt que d'attendre et se retrouver avec de grosses quantités d'argent dont le reste du monde avancé n'aurait pas besoin.

Conformément à la thèse de Velde, la France n'a pas mis un coup d'arrêt brutal au bimétallisme. À la place, le Trésor a souligné que les restrictions applicables à la frappe de monnaie en argent étaient provisoires et pourraient être levées quand les afflux excessifs d'argent auraient cessé. Il s'agissait d'une invitation à peine voilée adressée à l'Allemagne pour qu'elle reconsidère sa réforme. Ces efforts s'étant révélés vains, la disparition du bimétallisme n'a pu être évitée. Au début de l'année 1875, les marchés ont pris acte du fait que le lien bimétallique avait vécu et la France a complètement suspendu la frappe d'argent en 1876. L'étalon-or classique était né.

## Les conséquences

On l'a presque oublié, mais les débuts de l'étalon-or ont été difficiles. Dans le nouveau bloc-or, une déflation persistante a fait grimper les taux d'intérêt réels, pesant sur les bénéfices et les investissements. Les conflits qui ont éclaté entre débiteurs et créanciers au sujet de la répartition ont empoisonné l'atmosphère politique. Le public a bientôt pris conscience que les décisions monétaires du début des années 1870 n'étaient pas étrangères à l'affaire. Des groupes de défense du bimétallisme se sont constitués pour demander le retour à l'ancien régime monétaire. Le sujet a été abordé

durant les conférences internationales de 1878, 1881 et 1892, mais sans résultat, comme dans les années 1860.

Un autre point d'inflexion a été atteint en juillet 1886, quand un prospecteur de la région sud-africaine du Witwatersrand a découvert un filon rocheux contenant des traces d'or. Il s'agissait en fait d'un gisement aurifère immense, et la ruée vers l'or qui a suivi a éclipsé même les découvertes plus récentes effectuées en Australie et en Californie. L'or est venu grossir les stocks de monnaie, permettant aux pays à court de liquidités de relancer rapidement leur économie. Quand la déflation a pris fin, les problèmes liés à la dette étaient devenus moins préoccupants.

La Belle Époque a commencé, marquée par des évolutions économiques, technologiques et culturelles rapides jusqu'à la Première Guerre mondiale. La prospérité a énormément fait pour la réputation de l'étalon-or : l'arrimage d'une monnaie à l'or est devenu synonyme d'une gestion monétaire avisée. De ce fait, après le premier conflit mondial, les responsables politiques ont cherché à restaurer l'étalon-or, cadenassant ainsi les « chaînes dorées » qui plus tard amplifieraient la Grande Dépression.

## Les enseignements

Le bimétallisme a fonctionné sans problème aussi longtemps que l'environnement financier a été stable, et un seul pays, la France, en avait besoin. Quand la situation est devenue plus difficile, il aurait été bon de conserver le bimétallisme, mais une coopération internationale aurait été nécessaire, et celle-ci a échoué lamentablement.

Si le système monétaire actuel a un fonctionnement très différent de celui du XIX<sup>e</sup> siècle, la stabilité monétaire demeure un bien public et exige à ce titre une coopération internationale, comme tous les autres biens publics mondiaux, de la paix et la stabilité à la protection du climat. **FD**

---

**JOHANNES WIEGAND** est conseiller au département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI.

## Bibliographie :

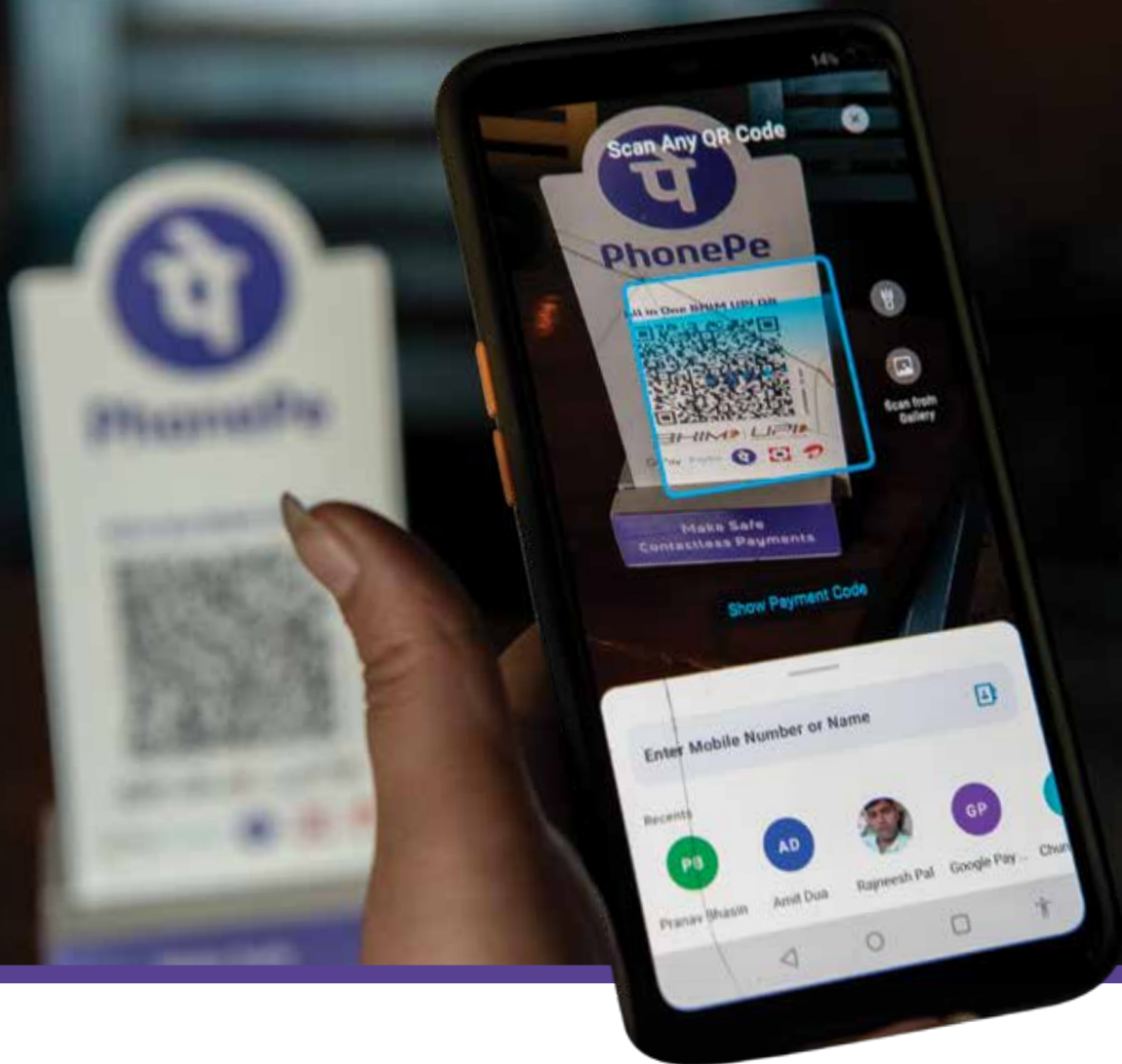
Flandreau, Marc. 1996. "The French Crime of 1873: An Essay on the Emergence of the International Gold Standard, 1870–1880." *Journal of Economic History* 56 (4): 862–97.

Flandreau, Marc, and Kim Oosterlinck. 2012. "Was the Emergence of the International Gold Standard Expected? Evidence from Indian Government Securities." *Journal of Monetary Economics* 59 (7): 649–69.

Velde, François R. 2002. "Following the Yellow Brick Road: How the United States Adopted the Gold Standard." *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives* 26 (2): 42–58.

Wiegand, Johannes. 2019. "Destabilizing the Global Monetary System: Germany's Adoption of the Gold Standard in the Early 1870s." IMF Working Paper 19/32, International Monetary Fund, Washington, DC.

Wiegand, Johannes. 2022. "Pictures of a Revolution: Analyzing the Transition from Global Bimetallism to the Gold Standard in the 1860s and 1870s." IMF Working Paper 22/119, International Monetary Fund, Washington, DC.



# LES DONNÉES PAR LES CITOYENS, *pour les citoyens*

En Inde, la démarche en matière de gouvernance des données ne favorise ni une intervention excessive de l'État ni un laissez-faire absolu, mais encourage l'innovation

Siddharth Tiwari, Frank Packer et Rahul Matthan

Les innovations opérées dans l'écosystème numérique de l'infrastructure publique indienne ont non seulement amélioré les fonctions de base de la société, mais ont aussi permis de démocratiser les données et de redonner aux individus le pouvoir de contrôler leurs propres données.

Pendant des siècles, les services publics et privés se sont appuyés sur des processus papier et manuels. Ces processus englobaient la prestation de services et la vérification du respect des lois et des règlements en vigueur. La numérisation substitue un code aux personnes et au support papier, ce qui permet de gagner en efficacité. Opérationnelle 24 heures sur 24 et peu coûteuse, l'infrastructure numérique peut être mise à l'échelle pour atteindre un grand nombre de personnes, ce qui permet de réaliser en quelques années des gains qui, autrement, auraient pris plusieurs décennies. De même, l'infrastructure publique numérique assure la prestation de services collectifs à l'ensemble de la population, y compris aux communautés marginalisées.

L'avènement de l'ère numérique a aussi provoqué une explosion du volume des données, accru leur disponibilité et transformé la manière dont elles sont traitées. Au niveau mondial, un petit groupe de fournisseurs de services, tels que Facebook, Google et Apple, contrôlent des volumes gigantesques de données de grande valeur sur les consommateurs, données qu'ils agrègent et exploitent à leur profit. Cet accès asymétrique aux données entrave la capacité des individus à exploiter leurs données personnelles dans leur propre intérêt.

Cette question est d'autant plus pertinente que l'infrastructure publique numérique peut considérablement améliorer l'accès au financement basé sur les données. Partout dans le monde, il est établi qu'en l'absence de garanties tangibles, la grande majorité de la population adulte ne peut pas obtenir de prêts auprès du système financier. Les informations recueillies à partir des activités en ligne quotidiennes des individus produisent un « capital informationnel » qui réduit les coûts de transaction, l'asymétrie d'information entre les emprunteurs et les prêteurs, et la dépendance à l'égard de garanties matérielles. Lorsque les individus ont accès à leurs données et peuvent en assurer le contrôle, ils sont en mesure de générer du capital informationnel.

Plusieurs organismes de réglementation ont tenté de résoudre le problème de la thésaurisation des données par les entreprises privées, en adoptant des politiques visant à limiter l'usage abusif des données, mais ces politiques ont également entravé l'utilisation de ces données, en particulier au profit de la population en général.

Cependant, dans la structure financière numérique de l'Inde, les mesures de protection de la vie privée sont intégrées dans la conception technique, plutôt qu'imposées de l'extérieur par des lois et des réglementations. Les avantages des données sont disponibles pour tous, sans porter atteinte aux droits individuels. Cette stratégie de gouvernance des données ne favorise ni une intervention excessive de l'État ni un laissez-faire absolu. Une telle association de fonctionnalités privées et publiques renforce la réglementation et l'innovation.

## Le numérique en premier lieu

Depuis 2009, l'infrastructure publique numérique de l'Inde a connu un essor rapide, qui tient à trois raisons principales. Premièrement, la vision stratégique a été de concevoir cette infrastructure publique numérique comme un système de rails, chaque rail répondant à un besoin spécifique. Deuxièmement, l'innovation technologique appliquée à plusieurs de ces rails a donné jour à une combinaison intégrée et performante d'applications, souvent appelée « India Stack », qui peut être mise à l'échelle au service d'une population très diverse (plus d'un milliard de personnes réparties dans 29 États et parlant 22 langues). Troisièmement, l'infrastructure publique numérique a été déployée dans de nombreux secteurs.

Contrairement à d'autres pays, où l'infrastructure numérique a été développée en grande partie par des entreprises privées, l'Inde a mis en place un modèle unique, conçu et contrôlé par l'État, mais mis en œuvre par le secteur privé.

Cette approche permet au secteur public de se décharger de la responsabilité d'une prestation de bout en bout, par exemple dans les secteurs des paiements, de l'éducation et de la santé. Grâce à l'essor de la numérisation en Inde, la pénétration du numérique s'est intensifiée, et les plateformes des différents services publics ont pu être harmonisées. Dans le cadre des partenariats public-privé, le secteur public se concentre sur le cadre réglementaire, tandis que le secteur privé prend en charge l'interface avec les consommateurs et la prestation de services. Cette stratégie a également permis de réduire les écarts en matière d'inclusion.

L'infrastructure publique numérique de l'Inde, mise en place dans le cadre du système réglementaire, a permis aux citoyens d'accéder à l'économie formelle grâce à une identité numérique vérifiable, de participer au marché national grâce à un système de paiement rapide et de réaliser des gains de prospérité en matière de finances, de santé et de commerce grâce à la maîtrise et au partage des données.

**Identité vérifiable :** une identité vérifiable, ou une pièce d'identité certifiant que « je suis qui je suis », est un élément clé de toute économie et du niveau d'inclusion financière. En 2008, seul un Indien sur huit avait une identité vérifiable. En 2009, l'Inde a mis en place un système d'identification vérifiable, largement connu sous le nom d'*Aadhaar*, dans le cadre de son infrastructure publique numérique. Cette carte a été délivrée à plus d'un milliard de personnes, y compris celles qui ne savent ni lire ni écrire.

Cette identité numérique a stimulé l'inclusion financière. En moins de 10 ans, la proportion d'adultes possédant un compte bancaire est passée de 25 % à plus de 80 %. Sachant que l'inclusion financière va de pair avec le développement économique et la croissance du PIB par habitant, selon une estimation approximative, si l'Inde avait uniquement misé sur les modes de croissance économique traditionnels, il lui aurait fallu près de 50 ans pour progresser autant en matière d'inclusion.

**Un système de paiement rapide :** pour les consommateurs, un système de paiement rapide (un autre élément de l'infrastructure publique numérique) est un moyen sûr et pratique de transférer de l'argent et de payer les factures. Pour les entreprises, ce système permet de gérer efficacement les ventes et les stocks, et de réduire les frais généraux. Le gouvernement dispose quant à lui d'un système sans failles pour le versement des aides sociales et autres aux citoyens, y compris aux groupes cibles difficiles à atteindre.

Un système de paiement efficace réduit la dépendance à l'égard de l'économie monétaire et soutient la croissance



économique. La plateforme de paiement rapide de l'Inde, l'interface de paiement unifiée (United Payments Interface, UPI), gérée par la National Payments Corporation of India, un organisme sans but lucratif, illustre la manière dont le régulateur (par exemple, la banque centrale) et le régulé (par exemple, les banques commerciales) peuvent gérer ensemble un système de paiement sous la forme d'une infrastructure publique numérique volontaire fonctionnant 24 heures sur 24. Le système UPI est interopérable, en ce sens qu'il permet aux services de paiement en ligne, tels que PhonePe, Paytm et Google Pay, de se connecter à son service. Le coût de fonctionnement du rail de paiement est supporté par les banques commerciales participantes.

Il offre tous les avantages de réseau des grands systèmes technologiques, tels que les transferts instantanés et les frais quasi nuls, sans les inconvénients d'un monopole. À la fin de 2022, l'UPI traitait près de huit milliards de transactions par mois, soit environ 70 % de plus que l'année précédente. Dans les faits, les rails du commerce dématérialisé, complétés par des systèmes de paiement numériques, ont atténué les pires conséquences des confinements liés à la COVID-19 dans le pays.

**Une large applicabilité :** la pandémie a révélé le potentiel des infrastructures publiques numériques, qui dépasse le domaine de la finance. Parmi les solutions systémiques concluantes, on peut citer la mise au point et la distribution de vaccins, qui ont sauvé des vies ; les rails du commerce électronique, qui ont protégé les emplois et les moyens de subsistance ; et l'enseignement par voie numérique, qui a permis de réduire au maximum la déperdition scolaire.

Ainsi, dans le secteur des soins de santé, les rails numériques permettent un partage des données dans l'ensemble de l'écosystème médical afin que les hôpitaux, les laboratoires de diagnostic et les instituts de recherche puissent bénéficier d'un échange de données en temps réel, avec le consentement et dans l'intérêt des patients. Des dossiers complets, qui incluent les symptômes, les antécédents médicaux et d'autres points de données, sont facilement accessibles et permettent aux médecins d'établir des diagnostics et des traitements plus précis.

Dans le secteur spécialisé, les rails de l'infrastructure publique numérique permettent d'échanger et de trouver en toute confiance et en tout lieu des justificatifs de compétences. Dans un monde où la mobilité ne cesse de croître, la possibilité de certifier ses propres compétences peut se traduire par une autonomisation importante.

Dans le secteur de l'éducation, les rails numériques complètent les pratiques existantes et offrent des outils qui permettent aux enseignants, aux étudiants et aux établissements d'atteindre les objectifs d'apprentissage à l'échelle nationale. Ils facilitent les nouveaux moyens d'apprentissage et d'évaluation qui peuvent être diffusés pour obtenir des résultats personnalisés.

## Renforcement du contrôle des données

Les infrastructures numériques contiennent une grande masse de données. Même si la loi limite la quantité de données pouvant être recueillies, leur usage et la durée de leur conservation, les consommateurs ne peuvent souvent pas accéder à leurs données, car elles sont stockées dans des silos exclusifs et dans des formats incompatibles. Compte tenu du volume de données concernées, de la nécessité de les sécuriser et de limiter les coûts de transaction, tout système qui redonne le contrôle aux consommateurs et aux entreprises doit être numérique.

Le cadre Data Empowerment and Protection Architecture (DEPA) de l'Inde offre une solution technico-juridique qui permet aux individus de faire valoir leurs droits en matière de données, grâce à un système de partage des données fondé sur le consentement. Ce système propose un niveau de sécurité élevé et des coûts de transaction faibles (environ 0,07 dollar par extraction de données), qui sont supportés par les consommateurs qui font appel à ce service. Cette architecture allie l'infrastructure publique numérique et l'innovation pilotée par le marché privé. Le partage des données ne se fait que sur la base d'un consentement détaillé qui indique les données sollicitées, la durée de leur conservation et les responsables de leur traitement. Les protocoles donnent également aux individus et aux entreprises, ou aux personnes concernées, la possibilité de révoquer leur consentement, de vérifier les transactions de partage des données et d'imposer à cet égard certaines exigences en matière de sécurité des données.

Voici comment fonctionne en pratique un rail de partage des données basé sur le consentement dans le secteur financier. Le graphique montre comment l'infrastructure publique numérique permet de fournir des services de crédit, d'assurance et de gestion de patrimoine, grâce à un partage autorisé des données au sein d'un système conforme à des principes de confidentialité bien établis.

Dans cette série de transactions, le gestionnaire de consentement connaît l'identité des utilisateurs ou des fournisseurs de données, mais ignore le contenu des données qu'ils transfèrent. Les utilisateurs (fournisseurs) de données, quant à eux, connaissent le contenu des données, mais ignorent l'identité du fournisseur (utilisateur). Par l'intermédiaire du gestionnaire de consentement, les flux de données sont séparés des flux de consentement, ce qui garantit un transfert efficace des données tout en respectant les impératifs de confidentialité. Par exemple, même si, en réponse à la demande d'un client, une banque peut partager des données sur l'historique des dépenses de ce client dans le cadre d'une demande de crédit, elle ignore l'objet de la demande et l'identité de l'entité qui reçoit les données.

Depuis que ce système a été mis en place dans le secteur financier indien l'année dernière, quelque 1,1 milliard de comptes individuels qui en bénéficient peuvent désormais

tirer parti de la valeur de leurs données. Les expériences de chacun montrent que le système a considérablement réduit le temps nécessaire pour accéder au crédit, qui est passé de plusieurs mois à quelques jours. À titre d'exemple, une petite entreprise qui a dû faire face à de graves problèmes de trésorerie quand ses projets d'expansion sont devenus irréalisables après le début de la pandémie de COVID-19 a pu obtenir un financement et éviter la faillite grâce à la possibilité de partage de ses données financières.

Toutefois, l'Inde a connu des difficultés de parcours. En l'absence d'une loi nationale sur la protection des données, le cadre de consentement des données du pays a été élaboré sous la supervision réglementaire de la banque centrale, plutôt que d'un régulateur spécialisé dans la protection des données. Le nouveau projet de loi de l'Inde fait spécifiquement référence au mandat technique et réglementaire du gestionnaire de consentement, qui est au cœur du cadre DEPA. Une fois adoptée, cette loi jouera un rôle essentiel dans l'élaboration des bases de réglementation et de surveillance du DEPA.

## Gouvernance des données

Les enseignements tirés de l'expérience indienne, et plus généralement de celle de plusieurs territoires dans le monde — l'Australie, le Royaume-Uni, Singapour et l'Union européenne, pour n'en citer que quelques-uns —, ont démontré le rôle central des données pour garantir des avantages équitables et tangibles aux citoyens. Une caractéristique essentielle de l'infrastructure publique numérique est qu'elle peut être conçue pour permettre aux particuliers et aux entreprises d'utiliser leurs données dans leur propre intérêt.

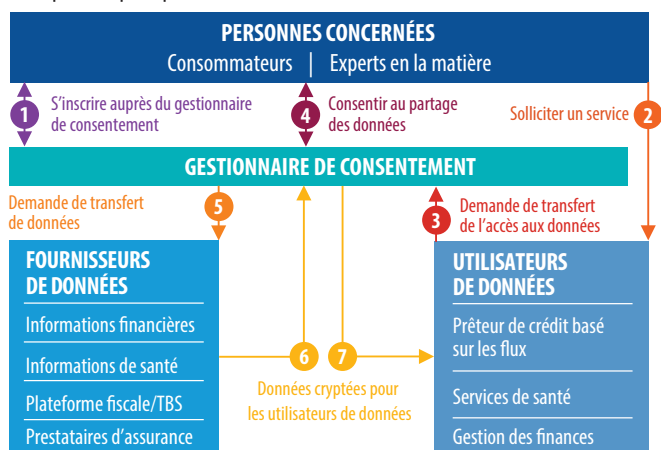
À en juger par l'expérience de l'Inde, les principes suivants pourraient s'avérer utiles à d'autres pays désireux d'adopter une infrastructure publique numérique :

- Les citoyens doivent avoir le droit d'accéder à leurs données et de les utiliser, où qu'elles se trouvent, dans leur propre intérêt.
- Les règles liées à l'accès aux données et à leur utilisation doivent être pratiques et claires, et permettre aux utilisateurs d'accéder à leurs données et de les partager avec leur consentement, à un coût raisonnable, et dans le respect de leur vie privée et de leur sécurité.
- Un tel système doit être numérique, et les principes de protection des données doivent être intégrés dans la technologie, étant donné le volume de données concernées et la nécessité de les stocker en toute sécurité moyennant des coûts de transaction réduits.

Récemment, les dirigeants de l'Australie, de la France, de l'Inde, du Japon, du Rwanda, de la Banque des règlements internationaux et de la Commission européenne ont discuté des approches permettant la reprise du contrôle des données et ont affirmé l'importance de renforcer le double objectif de protection de la vie privée et d'innovation axée sur les données, au moyen de protocoles techniques ouverts et interopérables.

### Favoriser le partage des données

L'écosystème public numérique de l'Inde permet de fournir des services financiers grâce à l'échange transparent de données avec consentement, en garantissant le respect des principes de confidentialité des données.



Source : Tiwari, S., S. Sharma, S. Shetty et F. Packer. 2022. "The Design of a Data Governance System." BIS Paper 124, Banque des règlements internationaux, Bâle.

Note : Le graphique illustre le système de partage des données tel qu'il est appliqué par l'architecture indienne de maîtrise et de protection des données. TBS = taxe sur les biens et services.

La gouvernance des données est également devenue un élément clé de certaines nouvelles initiatives commerciales régionales en Asie et dans le Pacifique. L'accord de partenariat sur l'économie numérique entre le Chili, la Nouvelle-Zélande et Singapour et le cadre économique indopacifique pour la prospérité en sont deux exemples récents.

Les infrastructures publiques numériques et la maîtrise des données seront les thèmes centraux de la présidence indienne du G20 en 2023. Afin de réaliser des avancées dans le monde entier, un mécanisme de gouvernance mondiale sera requis pour appuyer les normes technologiques ouvertes, la coordination réglementaire entre les nombreuses parties prenantes et une accréditation interopérable. En outre, la coordination internationale est essentielle pour garantir une gouvernance adéquate des transactions transfrontalières. Il est trop tôt pour évoquer des normes communes en matière de gouvernance des données, mais des discussions informelles et au sein des institutions internationales sur les critères généraux de telles normes ont déjà commencé.

Dans une perspective future, la communauté mondiale doit encourager cette réflexion, en incitant les pays aux vues similaires à partager leurs expériences et à repousser les limites des meilleures pratiques en matière de gouvernance des données. L'absence persistante d'institutions chargées de représenter les intérêts globaux dans le domaine du numérique constitue une lacune majeure de l'architecture internationale actuelle. **FD**

**SIDDHARTH TIWARI**, membre de Chatham House à Londres, a été directeur du bureau pour l'Asie et le Pacifique de la Banque des règlements internationaux, ainsi que du département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI. **FRANK PACKER** est conseiller régional au bureau pour l'Asie et le Pacifique de la Banque des règlements internationaux. **RAHUL MATTHAN** est un associé du cabinet Trilegal.

# Prévoir l'évolution des prix

L'inflation anticipée aujourd'hui a tendance à devenir l'inflation réelle de demain

Francesco Grigoli



**AVEZ-VOUS REMARQUÉ** que les articles vendus près de chez vous sont plus chers et que votre salaire ne vous permet pas d'en acheter autant qu'auparavant ? Dans de nombreuses régions du monde, les prix des biens et services augmentent à leur rythme le plus soutenu depuis 40 ans. En général, les journaux et autres organes de presse communiquent le taux d'inflation le plus récent, à savoir la variation des prix par rapport au même mois de l'année précédente. Cependant, les responsables politiques s'intéressent surtout aux anticipations d'inflation.

Les anticipations d'inflation décrivent le rythme auquel les prix augmenteront ou baisseront à l'avenir selon les individus. Par exemple, si vous estimez qu'une voiture dont le prix actuel est de 20 000 dollars coûtera 22 000 dollars dans un an, votre anticipation d'inflation pour les voitures est de 10 %. Si vous pensez que la voiture coûtera 18 000 dollars, alors votre anticipation d'inflation est de -10 %. Votre anticipation d'inflation est égale à 0 si vous estimez que le prix de la voiture restera le même. Si vous élargissez cet exemple pour tenir compte de l'ensemble des biens et services consommés généralement dans un pays, vous obtenez un chiffre pour les anticipations d'inflation globales.

Les anticipations d'inflation sont importantes puisque l'inflation anticipée aujourd'hui a tendance à devenir

l'inflation *réelle* de demain. Si vous pensez qu'une voiture sera 10 % moins chère l'an prochain, vous êtes susceptible d'attendre que les prix baissent avant de l'acheter. Ce recul de la consommation a pour effet de ralentir la croissance économique en réduisant la demande et en faisant encore baisser les prix. À l'inverse, si vous estimez que la voiture coûtera 10 % de plus, il est probable que vous l'achèterez immédiatement pour éviter de payer un prix plus élevé par la suite. Cela accroît la demande dans l'économie et fait monter les prix.

Les anticipations d'inflation influent aussi sur les négociations salariales. Si les travailleurs et leurs syndicats pensent que les prix augmenteront de 10 %, ils feront pression sur leurs patrons pour obtenir une revalorisation des salaires au moins équivalente afin de ne pas subir une perte de pouvoir d'achat. Les travailleurs pourraient même faire grève en vue d'accentuer la pression. Les entreprises augmenteront alors leurs prix dans l'optique de protéger leurs marges bénéficiaires contre la hausse des coûts salariaux. Cela peut enclencher ce que l'on appelle une « spirale prix-salaires » : l'inflation se traduit par une augmentation des salaires, qui elle-même se solde par une inflation encore plus élevée.

## Mesurer les anticipations d'inflation

Traditionnellement, les anticipations d'inflation sont mesurées à l'aide d'enquêtes de banques centrales, d'universités ou d'institutions privées. À titre d'exemple, l'Université du Michigan réalise une enquête mensuelle dans laquelle il est demandé à au moins 600 ménages répartis dans tous les États-Unis de communiquer leur meilleure prévision d'inflation. Certaines enquêtes recueillent les prévisions d'analystes professionnels travaillant dans des banques ou des sociétés financières. D'autres compilent les réponses des magasins et autres établissements qui fixent les prix payés par les consommateurs.

Les anticipations peuvent varier énormément entre les groupes de personnes et au sein de ces groupes. Des prévisionnistes professionnels sont rémunérés pour étudier l'ensemble des informations disponibles, et leurs hypothèses d'inflation sont en général les plus fiables. Toutefois, même ces experts sont en désaccord entre eux, surtout pour ce qui est de prévoir l'inflation dans des pays où les prix sont plus instables.

Les divergences d'opinions sur les anticipations d'inflation sont encore plus grandes parmi les ménages et les entreprises. Cela tient notamment au fait que la plupart



des gens ne s'interrogent pas longuement sur l'inflation s'ils ne considèrent pas qu'elle présente un intérêt direct pour leur vie. Ce phénomène est connu sous le nom d'« inattention rationnelle ». Ils peuvent supposer plutôt que tous les prix évoluent en fonction du coût d'un seul produit qu'ils achètent souvent, l'essence, par exemple. Certaines personnes peuvent penser que les prix augmenteront alors que d'autres estiment qu'ils baisseront. Une moyenne simple ne rend pas compte de cette complexité.

### Garantir la stabilité des prix

Les banques centrales cherchent pour la plupart à maintenir l'inflation à un taux stable qualifié d'« objectif » d'inflation. L'inflation anticipée a tendance à devenir l'inflation réelle. Il est donc dans l'intérêt des banques centrales de gérer les anticipations d'inflation et de faire en sorte qu'elles s'écartent le moins possible de cet objectif. En d'autres termes, les banques centrales souhaitent que les anticipations d'inflation demeurent « ancrées » à l'objectif afin d'atteindre leur but premier de stabilité des prix.

Les banques centrales savent qu'il est pratiquement impossible d'ancrer les anticipations d'inflation à court terme puisqu'elles sont essentiellement la conséquence d'événements récents, par exemple une inondation ou une sécheresse qui a détruit une récolte et fait monter les prix des denrées alimentaires. Elles s'emploient plutôt à gérer les anticipations d'inflation à moyen terme, en général sur deux à trois ans. Il s'agit de « l'horizon d'action » pendant lequel elles disposent d'instruments pouvant jouer sur l'inflation.

Si l'inflation est supérieure à l'objectif, la banque centrale peut relever son taux directeur à court terme, mais aussi jouer sur les taux d'intérêt à plus long terme, afin qu'il soit plus coûteux d'emprunter pour les ménages et les entreprises. En raison de la hausse du coût du crédit, les dépenses deviennent plus onéreuses. Cela pèsera sur la demande et ralentira donc l'inflation, et les anticipations d'inflation diminueront.

Une autre solution pour influencer sur les anticipations d'inflation pendant l'horizon d'action consiste à communiquer en envoyant des signaux concernant la future orientation de la politique monétaire. Cet outil de communication, connu sous le nom d'« indications prospectives », s'est généralisé au moment où les taux d'intérêt de nombreuses banques centrales sont restés bloqués à zéro ou près de ce niveau durant les dix années environ qui ont suivi la crise financière de 2008–09. De nombreuses banques centrales ont hésité à adopter des taux directeurs négatifs. Même lorsque les taux directeurs étaient inférieurs à zéro, les banques centrales ont affiné leur communication sur la future politique de manière à stimuler la demande et à ramener les anticipations d'inflation à l'objectif.

### La crédibilité des banques centrales

Ancrer les anticipations d'inflation n'est pas chose aisée. Examinons un cas de figure dans lequel les anticipations d'inflation sont plus élevées que l'objectif, et la banque centrale abaisse les taux d'intérêt au lieu de les relever. Dans ce scénario, le crédit deviendrait moins cher, la demande exploserait, et les prix s'éloigneraient encore davantage de l'objectif. La population comprendrait que la banque centrale n'accomplit pas sa mission de stabilité des prix avec rigueur. Par conséquent, interrogés sur leurs anticipations d'inflation, les citoyens avanceraient probablement des chiffres supérieurs à l'objectif. Comme l'inflation anticipée a tendance à devenir l'inflation réelle, cela maintiendrait l'inflation au-dessus de l'objectif pendant beaucoup plus longtemps — c'est *l'inconvénient* d'une banque centrale qui manque de crédibilité.

Prenons plutôt l'exemple d'une banque centrale crédible qui est fermement déterminée à garantir la stabilité des prix. Même si l'inflation s'écarte de l'objectif, la population pensera que la banque centrale mettra tout en œuvre pour rétablir la stabilité des prix. En conséquence, les sondés ne modifieront peut-être pas leurs anticipations d'inflation pendant l'horizon d'action de deux à trois ans.

Parvenir à ce niveau de crédibilité prend du temps et n'est pas toujours facile. Une banque centrale doit, en permanence, agir conformément à sa mission de stabilité des prix afin que les citoyens pensent qu'elle est toujours prête à réduire tout écart entre les anticipations d'inflation et l'objectif. Dans certains cas, cela peut passer par des arbitrages délicats, comme relever les taux d'intérêt pour apaiser les tensions sur les prix, même lorsque l'économie est fragile et que le chômage augmente, par exemple. Pour autant, une fois que les anticipations d'inflation sont solidement ancrées, la banque centrale peut se montrer nettement moins offensive et tout de même assurer la stabilité des prix. Toute situation dans laquelle les anticipations d'inflation sont supérieures ou inférieures à l'objectif aura tendance à se corriger elle-même, et les poussées d'inflation disparaîtront plus rapidement, ce qui constitue un *avantage* d'une banque centrale crédible. Ce faisant, cela libère la banque centrale, qui peut axer la politique monétaire sur des objectifs secondaires, par exemple stimuler la croissance économique et l'emploi.

Les chiffres de l'inflation que vous lisez chaque mois dans les journaux sont certes importants. Néanmoins, les anticipations d'inflation le sont peut-être davantage, pour les perspectives économiques et l'évolution future des taux d'intérêt. **FD**

**FRANCESCO GRIGOLI** est économiste principal au département des études du FMI.



# *Les avantages de la* **mondialisation**

L'Histoire montre que pour dompter l'inflation, il faut accroître les échanges internationaux — non les réduire

**Harold James**

**L**a flambée d'inflation actuelle découle de l'interaction entre les perturbations des chaînes d'approvisionnement et les considérables déficits budgétaires. La pandémie, puis l'invasion de l'Ukraine par la Russie, ont bouleversé les chaînes d'approvisionnement et provoqué des pénuries. Les pays riches industrialisés ont fait face aux pénuries, aux inégalités et aux tensions sociales en mettant en place de généreux plans de relance budgétaire. Dans la spirale qui en a résulté, l'augmentation des dépenses a entraîné une nouvelle hausse de la demande, qui a provoqué un nouveau creusement des déficits. Il se peut bien qu'un autre cercle vicieux prenne la suite : la hausse des prix des denrées alimentaires et des carburants pourrait déclencher des mécontentements, des manifestations, voire des révolutions et des chutes de gouvernement dans le monde entier.

Cette spirale inflationniste pourrait présager un monde bien différent, divisé en blocs concurrents poursuivant d'odéuses stratégies de « relocalisation en pays ami », en orientant les échanges vers des nations et des régimes alliés, tout en s'efforçant de déjouer leurs rivaux. Les grands États réévaluent les

avantages de la mondialisation et tentent de protéger ce qu'ils considèrent comme des ressources vitales ou stratégiques. Telle est la recette pour geler la croissance économique mondiale.

Même si la mondialisation a été fort critiquée récemment, l'Histoire montre qu'elle n'est peut-être pas la bonne cible au moment de renouveler les politiques, car elle présente un antidote aux spirales inflationnistes. Les grandes famines du milieu du XIX<sup>e</sup> siècle et les chocs pétroliers des années 70 ont d'abord déclenché de violentes flambées d'inflation dans le monde. Dans les deux cas, de nouvelles technologies ont radicalement modifié les systèmes d'approvisionnement mondiaux, en intensifiant la mondialisation et en entraînant de longues périodes de désinflation. C'est donc une inflation galopante qui a fini par stimuler, et non affaiblir, la mondialisation, avec nombre d'avantages.

Les mêmes forces pourraient bien entrer en jeu aujourd'hui. L'environnement favorable des prix au début du XXI<sup>e</sup> siècle est né de l'amélioration des politiques des banques centrales, mais également de l'ouverture des marchés mondiaux des produits et du travail. Un marché mondial du travail a fait baisser les

salaires dans les pays riches, et les pays plus pauvres ont recherché la stabilité monétaire pour pouvoir accéder aux marchés mondiaux sans difficulté.

Les décideurs et les chercheurs ont constaté cette relation entre mondialisation et transition vers une faible inflation dans le monde, d'abord dans les pays riches industrialisés, puis dans les pays émergents d'Asie, et enfin même en Amérique latine, où l'inflation était devenue un mode de vie. En 2005, Alan Greenspan, alors président de la Réserve fédérale, a affirmé que la mondialisation et l'innovation étaient « des éléments essentiels de tout paradigme en mesure d'expliquer les événements des 10 dernières années », ou ce que l'on a appelé la Grande Modération. Pas plus tard qu'en 2021, le président actuel de la Fed, Jay Powell, a fait allusion à « des forces désinflationnistes persistantes, notamment la technologie, la mondialisation et peut-être des facteurs démographiques ».

Il s'agit d'un cycle historique dans lequel la mondialisation conduit à la désinflation. Ce qui est généralement considéré comme la première période de la mondialisation moderne a commencé au milieu du XIX<sup>e</sup> siècle avec les grandes famines. Elle a été interrompue par la Première Guerre mondiale, suivie de la crise de 29. Finalement, un nouveau style de mondialisation a vu le jour dans les années 70. Les deux tournants — années 1840 et 1850, et années 1970 — ont débuté par des pénuries et des flambées inflationnistes (graphiques 1 et 2).

## Des technologies porteuses de transformations

Dans les deux cas, les progrès technologiques dans le monde des transports ont ensuite entraîné une mondialisation novatrice. La machine à vapeur a ouvert les continents avec les chemins de fer et les océans avec les bateaux à vapeur. Après les années 70, le conteneur maritime a considérablement réduit les coûts de transport des marchandises. Les inventions en tant que telles se sont produites sensiblement plus tôt. Matthew Boulton et James Watt ont construit des moteurs à vapeur opérationnels dans les années 1770 et le premier porte-conteneurs a été lancé en 1931.

À chaque fois, il a fallu un choc spectaculaire pour transformer des idées fascinantes en technologies porteuses de transformations : les grandes famines du milieu du XIX<sup>e</sup> siècle, puis la flambée des cours du pétrole des années 70. Ce sont les perturbations provoquées par les fortes hausses de prix qui ont créé les circonstances dans lesquelles s'est concrétisé le pouvoir de transformation de ces innovations. Le trophée n'a été obtenu qu'après avoir traversé des situations de pénuries.

L'adoption généralisée des innovations a été fonction des choix des pouvoirs publics, à commencer par la suppression des obstacles au commerce. À la suite des révolutions gouvernementales, les pouvoirs publics ont assumé davantage de tâches liées à la gestion de l'économie, comme orienter la trajectoire de libéralisation des échanges et rédiger des législations qui ont révolutionné le monde des entreprises. Au XIX<sup>e</sup> siècle, l'entreprise a été remodelée par l'adoption

de nouvelles structures, notamment celles de société par actions à responsabilité limitée et de banques universelles, en mesure de mobiliser des capitaux de façons innovantes. L'association de nouveaux approvisionnements en or et de l'innovation bancaire a entraîné des flambées monétaires et des prix.

La stabilité des prix et l'ordre monétaire se sont rétablis, aboutissant à un consensus sur un cadre monétaire stable et applicable au niveau international au moment où les pays ont recherché un mécanisme leur permettant d'attirer des entrées de capitaux ou de se mondialiser davantage. Au XIX<sup>e</sup> siècle, ce fut l'étalon-or. À la fin du XX<sup>e</sup> siècle, ce fut le ciblage moderne de l'inflation par les banques centrales. La nouvelle vision qui en a découlé a entraîné une stabilisation monétaire et un recentrage des gouvernements sur leurs tâches principales.

Est-il réaliste de s'attendre aujourd'hui à ce que la même dynamique se reproduise ? Historiquement, la première réaction à une volatilité menaçante est de courir dans la direction opposée et de rechercher une plus grande autosuffisance. Cette ligne de conduite, toutefois, est rarement couronnée de succès : elle augmente les coûts et alimente l'inflation, elle complique la mise en œuvre de solutions attrayantes. Plus précisément, les questions en matière de conception institutionnelle — comment rédiger une nouvelle législation relative aux entreprises, gérer les marchés publics ou exploiter de nouveaux systèmes financiers — n'ont pas de réponses faciles. Les technologies de pointe nécessitent un apprentissage considérable, pour lequel l'expérience des autres pays est inestimable.

## Les retombées politiques

Lors des transitions précédentes, peu de gens se sont sentis à l'aise, en pleine instabilité générale. Au milieu du XIX<sup>e</sup> siècle, des gouvernements ont été renversés dans le monde entier, et il a été difficile de savoir immédiatement si leurs successeurs allaient être meilleurs, plus compétents ou plus efficaces. Ils avaient besoin d'apprendre. Dans les années 70, la viabilité de la démocratie a été mise en doute de façon virulente et généralisée. Le monde a alors assisté à une multitude de crises aussi complexes que celles d'aujourd'hui. Mais il y a eu une issue. Les sociétés, les électeurs et, partant, les dirigeants ont commencé à faire des comparaisons avec les corrections et les expériences faites ailleurs. Au milieu du XIX<sup>e</sup> siècle et aussi dans les années 70, il est vite devenu évident que les gouvernements qui ne s'ouvraient pas au monde obtenaient les moins bons résultats.

Ce processus d'apprentissage commence déjà à apparaître aujourd'hui. Le Royaume-Uni, par un hasard de son système politique, a entamé un processus de désengagement politique, réglementaire et économique en 2016 en votant pour le Brexit. En 2022, les coûts sont apparus beaucoup plus nettement, et l'autre solution radicale consistant à essayer de promouvoir une croissance indépendante a échoué lamentablement sous le gouvernement éphémère de la Première ministre Liz Truss. Le Royaume-Uni est devenu un exemple de ce qu'il ne faut pas faire. Les mouvements populistes antimondialisation de toute l'Europe, initialement séduits par

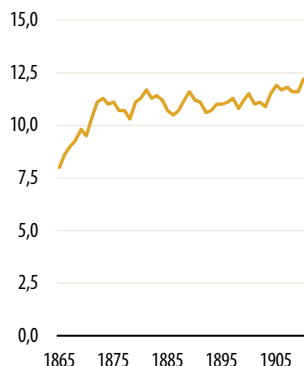


Graphique 1

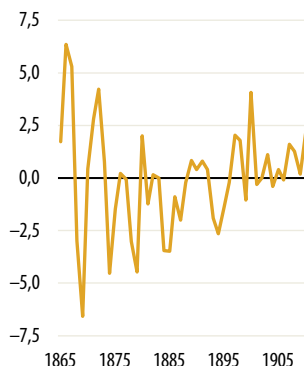
### Première période de mondialisation

Lorsque les locomotives et les bateaux à vapeur ont considérablement réduit les coûts de transport au XIX<sup>e</sup> siècle, le commerce mondial s'est développé et l'inflation liée aux grandes famines s'est apaisée.

Commerce mondial de marchandises  
(en pourcentage du PIB)



Indicateur de l'inflation des prix  
à la consommation  
(inflation des prix à la consommation  
au Royaume-Uni, en pourcentage)



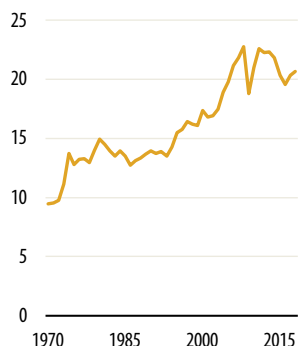
Sources : Catao, Luís A. V. et Maurice Obstfeld, directeurs de publication, 2019. *Introduction to meeting globalization's challenges: policies to make trade work for all*, publié par Catao et Obstfeld, Princeton, NJ : Princeton University Press ; et Banque d'Angleterre, A millenium of economic data dataset (jusqu'en 2016).

Graphique 2

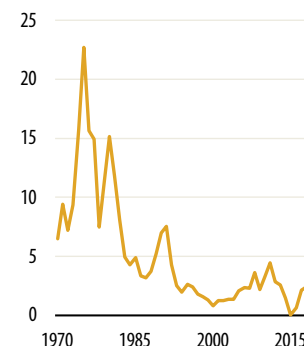
### Mondialisation et inflation

Au lendemain de la flambée d'inflation provoquée par les chocs pétroliers des années 70, les nouvelles technologies de transport par conteneurs ont contribué à relancer l'expansion du commerce mondial, et la hausse des prix à la consommation s'est considérablement ralentie.

Commerce mondial de marchandises  
(en pourcentage du PIB)



Indicateur de l'inflation des prix  
à la consommation  
(inflation des prix à la consommation  
au Royaume-Uni, en pourcentage)



Sources : Catao, Luís A. V. et Maurice Obstfeld, directeurs de publication, 2019. *Introduction to meeting globalization's challenges: policies to make trade work for all*, publié par Catao et Obstfeld, Princeton, NJ : Princeton University Press ; Banque d'Angleterre, A millenium of economic data dataset (jusqu'en 2016) ; FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*.

l'attrait d'une position anti-Union européenne, ont rapidement fait machine arrière.

Aujourd'hui, les protestations sont de plus en plus nombreuses, à la fois contre les autocraties et les démocraties, avec un point commun : le mécontentement face aux méthodes existantes de gestion des pandémies, des guerres et même des technologies de l'information.

Parallèlement, nous arrivons à discerner les nouvelles technologies qui conduiront à améliorer la croissance et la capacité à relever la longue série de défis d'aujourd'hui — santé, politique énergétique, climat et même sécurité. Tous nécessitent une action et une coordination transfrontalières. Les équivalents de la machine à vapeur ou du porte-conteneurs existent déjà sous forme de nouvelles avancées scientifiques. Le vaccin à ARN messager, par exemple, a été lentement mis au point depuis les années 90, essentiellement pour répondre à des maladies tropicales rares. Puis son utilisation contre la COVID a servi de modèle, et il est désormais suivi par des applications pour traiter d'autres maladies, notamment certains cancers.

De même, les possibilités techniques de la télémedecine ou du téléenseignement existaient déjà bien avant la pandémie. Sous la pression de l'urgence, leur application s'est rapidement banalisée et a déclenché une révolution qui pourrait permettre un accès plus généralisé et moins onéreux. Le travail à distance — également au-delà des frontières politiques — est l'équivalent des révolutions des communications d'antan. L'application des technologies de l'information signifie que nous pouvons communiquer davantage tout en nous déplaçant moins physiquement.

Une première mondialisation centrée sur la révolution industrielle a vu les produits manufacturés d'un petit nombre de pays être échangés contre les produits de base provenant de nombreux autres pays du reste du monde. Les années 70 ont créé la mondialisation au moyen de chaînes d'approvisionnement de plus en plus complexes. Les crises actuelles engendrent une nouvelle forme de mondialisation, fondée sur les flux d'informations, et la compétence avec laquelle les sociétés réagiront à cette nouvelle révolution des données sera très contrastée. La dynamique de mondialisation d'aujourd'hui a le potentiel de révolutionner l'optimisation des systèmes, ce qui permettra de rendre plus abordables et plus accessibles les résultats des évolutions techniques antérieures. En ce sens, c'est la mondialisation qui constitue la véritable loi sur la réduction de l'inflation. **FD**

**HAROLD JAMES** est professeur d'histoire et d'affaires internationales à l'Université de Princeton et historien du FMI.

# Les leçons de l'Histoire

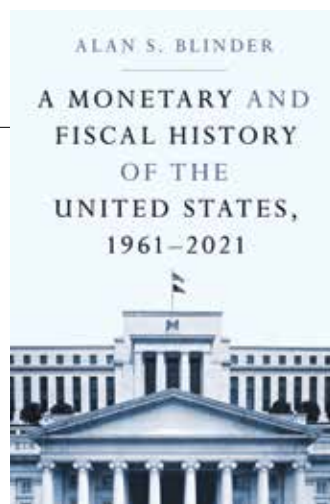
**HORMIS LES DEUX GRANDES CRISES** de ce siècle (la crise financière de 2008 et la pandémie mondiale de 2020), nous vivons dans un monde créé par les banquiers centraux des années 80 et 90. C'était l'époque où les économistes démontraient de manière empirique la relation entre l'indépendance des banques centrales et la stabilité des prix, où les politiciens de tous bords rendaient hommage à la sagesse des banquiers centraux en matière de stabilité des marchés, de diplomatie internationale, de réforme des retraites et de politique budgétaire, et où les marchés étaient subjugués par le moindre commentaire de ces mêmes banquiers.

Dans son nouveau livre, Alan Blinder, économiste de renom et ancien vice-président de la Réserve fédérale américaine, qui a joué un rôle actif dans la politique budgétaire et monétaire de cet âge d'or, salue la sagacité des banquiers centraux, mais souligne également leurs incursions et excursions parfois peu glorieuses dans le monde de la politique budgétaire.

Blinder écrit avec la verve qui le distingue à juste titre. Les apartés blinderiens abondent, tout comme les bribes de biographie des acteurs clés. De surcroît, comme il sied à un économiste impliqué dans l'élaboration des politiques depuis 40 ans, l'auteur analyse avec une grande acuité les implications de l'histoire sur les différends stratégiques actuels. Ce livre d'histoire écrit pour notre époque en dit long sur les conflits et les collaborations entre politique monétaire et budgétaire qui se poursuivent à un rythme soutenu, y compris, tout récemment, la crise de 2020, qui est peut-être la plus grande de ces collaborations depuis la Seconde Guerre mondiale.

L'ouvrage de Blinder est un récit ouvertement (néo-) keynésien de cette étape de l'histoire économique, qui fait l'éloge des technocrates et de leurs maîtres politiques, et qui défend l'indépendance des banques centrales, l'auteur étant convaincu qu'il existe de bonnes et de mauvaises réponses politiques aux questions économiques. Blinder contesterait très certainement l'idée, par exemple, que les banquiers centraux sont des acteurs politiques. C'est, à mon avis, la plus grande faiblesse de sa démonstration. Nous avons plutôt une description poussée de politiciens ayant un parti pris marqué pour le court terme et de technocrates servant de contrepoids intellectuel, dont l'erreur était principalement, voire exclusivement, leur incapacité à exercer l'indépendance que leur statut exige.

La réalité est plus complexe. Si Blinder parvient à montrer que les banquiers centraux et leurs homologues technocrates restaient souvent impartiaux dans leurs conseils en



*Alan S. Blinder*

**A Monetary and Fiscal History of the United States, 1961-2021**

Princeton University Press,  
Princeton, NJ, 2022, 432 pages,  
39,95 dollars

matière de politique budgétaire, il est moins convaincant lorsqu'il affirme que ces acteurs ne sont pas politiques. Il s'agit là d'une différence importante. Ce n'est pas pour rien que le point de vue de Blinder sur les politiques de la Fed en 2009, par exemple, était si diamétralement différent de celui d'Allan Meltzer. Ce n'est pas parce que Blinder est un démocrate et Meltzer, un républicain. C'est la façon dont Blinder et Meltzer ont respectivement réduit les complexités du monde à travers une vision qui a facilité cette réduction.

La mission des banquiers centraux est, entre bien d'autres, de procéder à une réduction similaire. En 2023, alors que la Fed mène le resserrement mondial des

**L'auteur analyse avec une grande acuité les implications de l'Histoire sur les différends stratégiques actuels.**

taux d'intérêt en réponse à une inflation record, nous sommes de nouveau au cœur de cette bataille intellectuelle. Les enjeux sont de taille, mais pas seulement sur le plan technocratique. Dans les mois et les années à venir, les banquiers centraux auront à exercer des jugements de valeur dans des conditions de grande incertitude. L'ouvrage de Blinder est une référence essentielle pour nous tous qui devons composer avec ces tensions. Il nous faut creuser davantage pour évaluer l'ampleur du rôle politique qu'ils joueront dans ce processus. **FD**

**PETER CONTI-BROWN** est professeur de réglementation financière à la Wharton School de l'Université de Pennsylvanie.

# L'intérêt est le prix du temps

**LES JOURNALISTES FINANCIERS** adorent les superlatifs comme « au plus haut depuis quatre semaines » et « le plus en un an ». Par conséquent, lire qu'après la faillite de Lehman Brothers, les banques centrales ont porté les taux d'intérêt à leur plus bas niveau depuis 5 000 ans attire l'attention. C'est ainsi que commence l'ouvrage d'Edward Chancellor intitulé *The Price of Time: The Real Story of Interest*, dans lequel il observe que les Mésopotamiens faisaient payer des intérêts sur les prêts avant même d'équiper les charrettes de roues. Dans les temps anciens, l'intérêt, qui est antérieur à la monnaie frappée, sur

taux extrêmement bas, qui pénalisent la croissance, la productivité, l'épargne et l'investissement. Ils maintiennent en vie des entreprises zombies, alimentent les inégalités, donnent naissance à des bulles et nuisent à la stabilité financière.

L'auteur critique la politique de taux bas de la Réserve fédérale qui remonte pratiquement à sa création en 1913. Selon lui, « l'élimination par la Fed de la volatilité économique a encouragé la constitution d'un levier financier » puisque l'argent à bon marché a déclenché la crise financière de 2008. Il rapporte et approuve les propos du journaliste financier James Grant, fondateur du *Grant's Interest Rate Observer*, qui a déclaré que « la double mission opérationnelle de la Fed est devenue celle d'un pyromane et d'un pompier ».

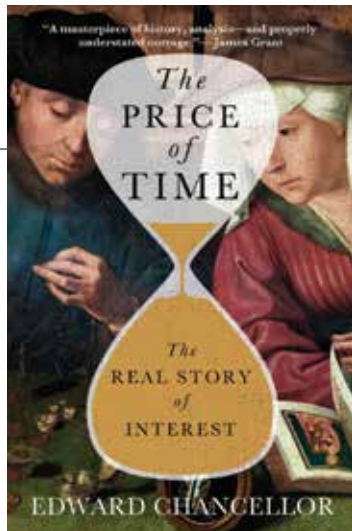
Parmi les exemples de « mauvais investissements résultant de taux d'intérêt extrêmement bas », E. Chancellor insiste sur les ententes illicites sur les prix, en évoquant des études qui montrent qu'elles sont fortement influencées par les taux d'intérêt. Les taux bas ont débouché sur la surévaluation de jeunes pousses d'entreprises, à l'instar de Theranos, nouvelle société frauduleuse de tests médicaux fondée par Elizabeth Holmes, dont la valorisation maximale a atteint 9 milliards de dollars. Autre exemple : les Printemps arabes. Selon l'auteur, ils ont débuté en raison de la faiblesse des taux d'intérêt aux États-Unis qui a engendré des flux de capitaux vers les pays émergents et provoqué une envolée des prix des denrées alimentaires. Sans oublier les cryptomonnaies, manie « due aux conditions monétaires » autant qu'aux technologies : « La dépréciation des monnaies par les banques centrales signifie qu'un nouveau type de monnaie devenait nécessaire ».

Sur fond d'anesthésie monétaire, E. Chancellor observe que les craintes à l'égard du capitalisme, du libéralisme et de la démocratie elle-même réapparaissent. Les banques centrales manipulent ce qui constitue « le prix le plus important dans une économie de marché » et le moteur du capitalisme.

Selon l'auteur, sans l'impulsion nécessaire donnée par les coûts d'emprunt, les futurs revenus ne peuvent pas être évalués, le capital ne peut pas être correctement réparti et le montant de l'épargne est insuffisant. Une chaîne de réaction négative incontrôlée menace. Si cette situation perdure, « les investissements publics devront remplacer les investissements privés et les banques centrales devront se substituer aux banques commerciales comme principaux fournisseurs de crédit », conclut-il. « Sans intérêts pour réguler les comportements financiers, un système financier par nature instable imposera continuellement de nouvelles réglementations. »

Le mot hébreu pour désigner l'intérêt, *neschek*, « trouve son origine étymologique dans la morsure d'un serpent », constate E. Chancellor en introduction. Sa conclusion postule que « pas de morsure » est encore pire. **FD**

**JEFF KEARNS** fait partie de l'équipe de rédaction de *Finances & Développement*.



Edward Chancellor  
**The Price of Time: The Real Story of Interest**  
Atlantic Monthly Press  
New York, NY, 2022,  
432 pages, 28 dollars

les prêts pour acheter des céréales et du bétail transparaissait dans des mots qui associent les coûts d'emprunt à ce qu'ils produisent : en sumérien, le vocable veut dire chevreau ; en grec ancien, *tokos* signifie veau.

L'auteur de *Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation* livre une autre analyse historique approfondie avec sa nouvelle histoire des taux d'intérêt qui s'appuie sur des recherches poussées.

Les taux bas jouent le rôle du méchant. Les responsables de banque centrale ont cherché de manière obsessionnelle à atteindre les objectifs d'inflation, inconscients des dommages provoqués. Ces conséquences « n'ont jamais été analysées convenablement ou résolues » alors que des mesures ont été prise face à la crise de 2008 et à la crise de la dette souveraine en Europe. Les exemples cités par E. Chancellor, qui couvrent différents pays et périodes, mettent en cause les



# Un réexamen de l'éclatement de l'Union soviétique

**LE LIVRE DE JOHN ODLING-SMEE** décrit la transformation des pays à économie planifiée après l'éclatement de l'Union soviétique en 1991. L'auteur est un économiste à la retraite qui, de 1992 à 2003, était à la tête de l'équipe du FMI chargée des anciennes républiques soviétiques. Le récit se déploie des bureaux du gouvernement situés dans l'ancien bâtiment du comité central du parti communiste aux datchas des jeunes réformateurs fougueux à Arkhangelskoe, à la périphérie de Moscou. On y découvre les grands dîners officiels où les invités étaient tenus de vider leur verre de vodka ou de brandy après chacun des nombreux toasts solennels. Mais Odling-Smee n'omet pas de décrire en détail les âpres difficultés des gens ordinaires lors de l'effondrement de l'économie soviétique : files

**L'auteur montre à quel point les graves faiblesses politiques, et surtout la corruption et le favoritisme, ont nui à la croissance des économies de marché réelles.**

d'attente interminables devant les magasins d'alimentation d'État aux rayons vides, vendeurs de petits articles grelottant au bord des routes. Si les anecdotes personnelles viennent enrichir, illustrer et faciliter la lecture, Odling-Smee connaît bien son sujet et apporte un éclairage rigoureux sur les questions économiques.

Odling-Smee et d'autres membres de l'équipe du FMI se sont rendus en Union soviétique en 1991 pour aider le pays à éviter l'effondrement économique. Ce fut, bien entendu, une « mission impossible ». Le monde extérieur à l'URSS ne connaissait que peu de choses sur l'Union soviétique, que des statistiques falsifiées et d'autres mensonges. L'auteur décrit de façon saisissante l'horreur de la situation initiale et le chaos qui a suivi la désintégration de l'Union soviétique.



Certains ont accusé le FMI d'avoir détruit l'économie soviétique, qui était déjà au bord du gouffre au moment où l'institution a été appelée à intervenir.

J'ai eu le privilège de coopérer avec le FMI lorsque j'étais Premier ministre de l'Estonie de 1992 à 1994 et je ne peux que souscrire à ces propos de l'auteur : « Plus vite les réformes seront mises en œuvre, plus vite l'économie se redressera. En retardant ces difficiles réformes, on ne fait que prolonger l'agonie et la douleur de la population. » Odling-Smee propose plusieurs explications au succès des pays baltes. Je ne peux ajouter que deux petites remarques : premièrement, ils se sont complètement détachés de leur passé communiste ; deuxièmement, l'effondrement de l'économie soviétique est le résultat de la chute du système soviétique, et non des réformes.

Ce livre est rédigé dans un style calme et pondéré. L'auteur ne prend ni la défense du FMI ni la sienne, mais suggère ce qui aurait pu être fait différemment, peut-être pas par le FMI, mais par les pays en transition. Il montre à quel point les graves faiblesses politiques, et surtout la corruption et le favoritisme, ont nui à la croissance des économies de marché réelles.

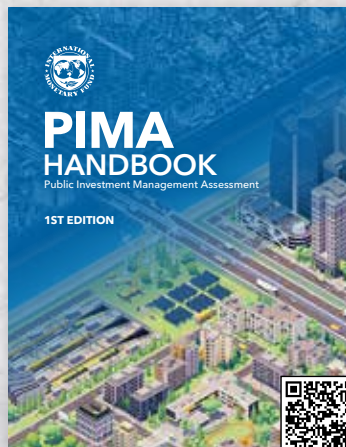
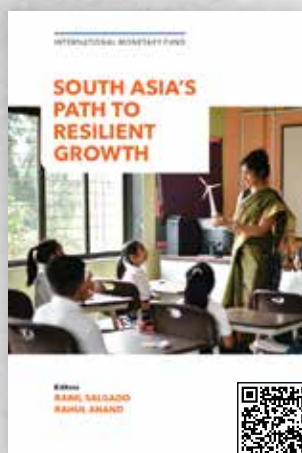
L'ouvrage ayant été écrit avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022, il n'aborde pas cette tragédie, mais en décrit très bien les racines. L'échec des réformes a favorisé la corruption, le favoritisme et l'oligarchie, ce qui a conduit à Poutine et à la guerre. Il est inutile de chercher les coupables lorsqu'on se demande « Qui a perdu la Russie ? ». La Russie s'est perdue elle-même, et seule la Russie peut relever la Russie. **FD**

**MART LAAR** a été Premier ministre de l'Estonie.

# LES PUBLICATIONS DU FMI À LA DEMANDE

## TITRES DISPONIBLES

Scannez les codes QR pour lancer le téléchargement



**IMF | PUBLICATIONS**  
L'économie mondiale  
à portée de main.  
**IMF.org/pubs**

French  
Finance & Development, March 2023



MF1FA2023001