



**HAL**  
open science

## **Politiques monétaires : l'immobilisme en mouvement**

Elena Stancanelli, Valerie Chauvin, Guillaume Chevillon, Odile Chagny,  
Hélène Baudchon, Gael Dupont, Catherine Mathieu, Christine Riffart,  
Danielle Schweisguth, Hervé Péléraux, et al.

► **To cite this version:**

Elena Stancanelli, Valerie Chauvin, Guillaume Chevillon, Odile Chagny, Hélène Baudchon, et al..  
Politiques monétaires: l'immobilisme en mouvement. Revue de l'OFCE, Presses de Sciences Po,  
2004, pp.163 - 182. 10.3917/reof.089.0163 . hal-03458741

**HAL Id: hal-03458741**

**<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-03458741>**

Submitted on 30 Nov 2021

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# POLITIQUES MONÉTAIRES : L'IMMOBILISME EN MOUVEMENT

Département analyse et prévision de l'OFCE

*Après une longue période d'attentisme des politiques monétaires, les banques centrales doivent accompagner avec doigté la reprise (confirmée aux États-Unis et au Royaume-Uni, naissante au Japon et balbutiante en Europe). La patience et la prudence s'imposent, le temps que les effets passés des politiques accommodantes se diffusent encore dans l'économie. Si la sphère financière est prête, avec le fonctionnement de tous les canaux de transmission de la politique monétaire, la sphère réelle a besoin d'être encore soutenue. En l'absence de demande, l'accès retrouvé aux marchés financiers n'est en effet pas d'une grande utilité. De plus, si la politique monétaire a désormais les mains libres du côté des marchés de capitaux et du crédit (à l'exception peut-être du marché des obligations publiques) et de la situation financière des entreprises, elle a toujours les mains liées par la situation financière des ménages. Elle ne peut donc se permettre de remonter trop vite ses taux.*

*On ne doit donc pas s'attendre à des changements radicaux des politiques monétaires à l'horizon 2005. Les resserrements se déclineraient selon une gamme allant d'une remontée nette mais prudente de la Réserve fédérale (+ 1,25 point de pourcentage d'ici la fin 2005) et de la Banque d'Angleterre (+ 1 point au maximum), un geste symbolique de la BCE (+ 0,25 point en 2005) et au statu quo de la Banque du Japon.*

## Des politiques monétaires diverses

En l'espace de six mois (entre l'automne 2003 et le printemps 2004), bien qu'il n'y ait eu aucun mouvement de taux directeurs (à l'exception notable de la Banque d'Angleterre), la diversité des politiques monétaires s'est affirmée au travers des stratégies de communication avec les marchés financiers : subtile mais persuasive de la part de la Réserve fédérale ; franche mais déroutante de la part de la BCE ; isolée mais cohérente de la part de la Banque d'Angleterre ; laborieuse mais persévérante de la part de la Banque du Japon. Cette diversité de politiques monétaires découle d'une interaction assez particulière entre la sphère réelle et la sphère financière. Si les banques centrales doivent gérer des situations économiques différentes, elles sont confrontées à des situations patrimoniales assez

similaires (endettement important des ménages, désendettement des entreprises), Japon à part. Ce qui complique leur tâche et justifie un certain immobilisme, tout en expliquant la diversité des styles de communication dans la mesure où elles n'ont pas les mêmes objectifs. Pour autant, chacune aurait à apprendre de la gestion personnalisée des autres : le *risk management* à l'américaine<sup>1</sup> et la stratégie de resserrement progressif de la Banque d'Angleterre devraient faire des émules.

## La patience subtile de la Réserve fédérale

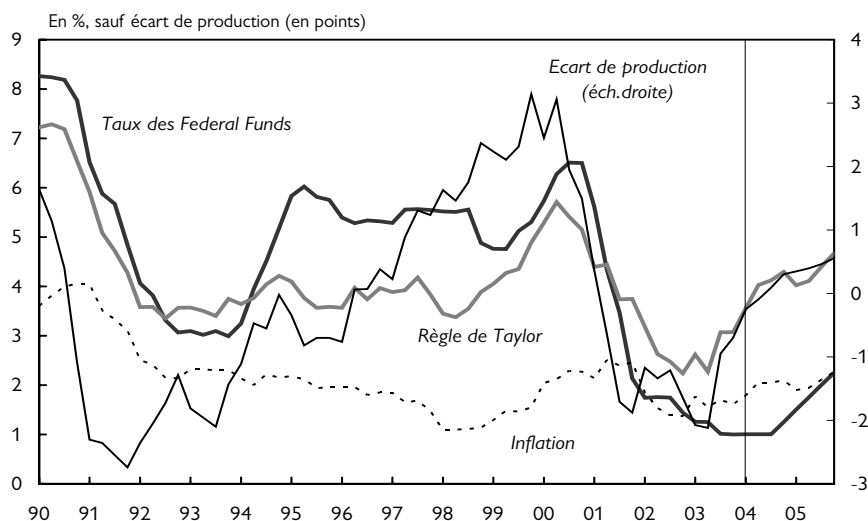
Devenue maîtresse dans l'art de communiquer avec les marchés financiers, la Réserve fédérale a réussi à modifier légèrement son discours sans entraîner de perturbations majeures et durables. Après avoir répété pendant six mois la phrase selon laquelle « le caractère accommodant de la politique pourrait être maintenu durant une période de temps considérable », la Réserve fédérale a, à l'issue du FOMC (*Federal Open Market Committee*) du 28 janvier 2004, troqué cette devise pour une autre. Désormais, la Réserve fédérale pense « qu'elle peut être patiente avant de lever sa politique accommodante ». Elle a ainsi enclenché le compte à rebours du resserrement de sa politique, le conditionnant à une accélération de l'inflation et à l'apparition de signes précurseurs de tensions sur l'offre.

Contrairement à l'épisode de l'été 2003 (la moindre inquiétude de la Réserve fédérale quant au risque de déflation avait alors provoqué une remontée brutale des taux longs nominaux), la Réserve fédérale a cette fois-ci mieux négocié son changement de discours. Les taux longs ne se sont que très brièvement tendus au tournant de la fin janvier et de début février, avant de reprendre leur lente glissade, visible depuis l'automne 2003. Partis en effet de 4,3 % en octobre dernier, ils ont retrouvé en mars 2004 leur niveau du milieu de l'été 2003 (3,8 %). Si le mouvement de hausse amorcé à cette époque avait un temps inquiété par sa rapidité, il avait au moins le mérite de faire revenir les taux longs à des niveaux compatibles avec les anticipations de croissance. Bien que celles-ci ne se soient pas démenties, les taux longs ont suivi une autre voie, celle de la Réserve fédérale, confirmant l'efficacité de son discours. Il ne faut pas non plus lui accorder tout le mérite de la baisse : à l'ancrage sur la politique monétaire s'ajoutent d'autres éléments, tels que la faiblesse persistante de l'inflation et l'absence d'effet d'éviction. Non seulement les agents privés ne sont pas évincés du marché du crédit par le besoin de financement croissant des administrations publiques (partiellement couvert par les banques centrales asiatiques) mais en plus les entreprises boudent encore ce mode de financement : les taux longs ne sont ainsi guère soumis à de fortes pressions à la hausse.

1. Pour plus de détails, se reporter à la partie « Politiques monétaires : chacun cherche son style » dans le dossier « Perspectives 2003-2004 — Les infortunes de la vertu », *Revue de l'OFCE*, n° 87, octobre 2003.

À l'horizon 2005, la donne devrait quelque peu évoluer. Si la Réserve fédérale est logique avec elle-même, la remontée des taux directeurs s'amorcerait à la fin 2004 lorsque la baisse du taux de chômage serait assurée, que l'écart de production serait refermé et que l'inflation dépasserait durablement 2 % en glissement annuel. Le resserrement serait régulier (+ 0,25 point par trimestre) mais tardif et somme toute modeste relativement à ce que suggérerait une règle de Taylor (graphique 1). En l'absence de tensions sur l'offre et sur les prix, la Réserve fédérale ne peut prendre le risque de briser trop vite un élan qu'elle a laborieusement contribué à soutenir. Et compte tenu du niveau d'endettement des ménages (qu'elle a elle-même alimenté), elle ne peut non plus se permettre de laisser filer les taux longs, et surtout de surprendre les marchés (comme cela avait été le cas en 1994). Le scénario central est celui d'une hausse raisonnable des taux longs. Celle-ci semblerait d'ailleurs déjà amorcée depuis la fin mars. Partis de 4 % au premier trimestre 2004, les taux longs gagneraient 1 point d'ici la fin 2005. À 5 %, ils seraient cohérents avec la fourchette basse de leur niveau d'équilibre (somme d'un rendement réel de long terme de 3 % et de la cible d'inflation implicite de 2 % de la Réserve fédérale). À ce niveau, ils n'intégreraient aucune prime de risque (estimée comprise entre 50 et 100 points de base) associée à l'état des finances publiques, considérant que celles-ci s'amélioreraient à l'horizon de la prévision. Ce scénario n'est évidemment pas exempt de risques si, par exemple, les marchés venaient à échapper au contrôle de la Réserve fédérale.

### 1. Règle de Taylor aux États-Unis\*

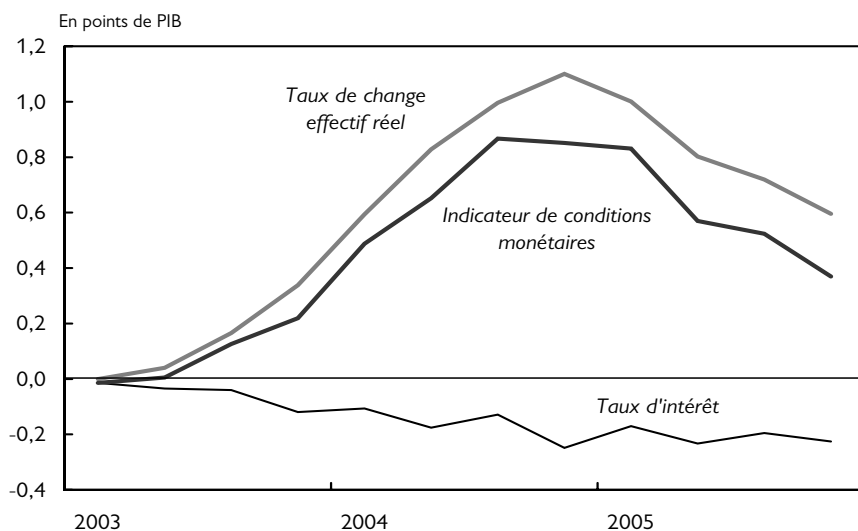


\* La règle est calibrée sur la base des coefficients indiqués par Taylor :  $i = 2 + \dot{p} + 0,5(\dot{p}-2) + 0,5gap$  avec  $i$  le taux directeur de la Réserve fédérale ; 2 le taux d'intérêt réel d'équilibre de longue période ;  $\dot{p}$  l'inflation, en glissement sur un an, mesurée par le déflateur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

Sources : BEA, Réserve fédérale, OCDE, calculs et prévisions OFCE.

Le resserrement de la politique monétaire serait indolore pour la croissance américaine grâce à l'accélération de l'inflation. Le durcissement des conditions monétaires serait essentiellement dû à l'appréciation du dollar (graphique 2). Mais ce durcissement ne serait pas une mauvaise chose : il contribuerait à bon escient à l'inflexion du rythme de croissance, au passage de la phase de reprise à la phase de croissance.

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



Sources : Calculs et prévisions OFCE.

## La résistance franche de la BCE

Quoiqu'on dise du caractère approprié ou non de sa politique, la BCE a au moins réussi sur un point : se poser comme *alter ego* de la Réserve fédérale, et ce en seulement cinq ans d'existence. Les discours de son président (Duisenberg comme Trichet) sont autant attendus, écoutés et décortiqués que ceux de Greenspan. Certes, l'influence directe de la BCE sur les marchés d'actions et d'obligations est encore marginale, ceux-ci ne bougeant qu'aux sons de cloche venant de l'autre côté de l'Atlantique, mais le marché des changes est plus éclectique, réagissant à tout signal de changement d'orientation de la politique monétaire. La zone euro gêne, et si c'est une faiblesse aujourd'hui (parce que le dogmatisme de la BCE s'oppose au pragmatisme des autres banques centrales et parce que la croissance économique européenne fait pâle figure), c'est aussi le signe d'une force en construction, de l'affirmation de la BCE comme banque centrale résolument indépendante, à la recherche de sa crédibilité.

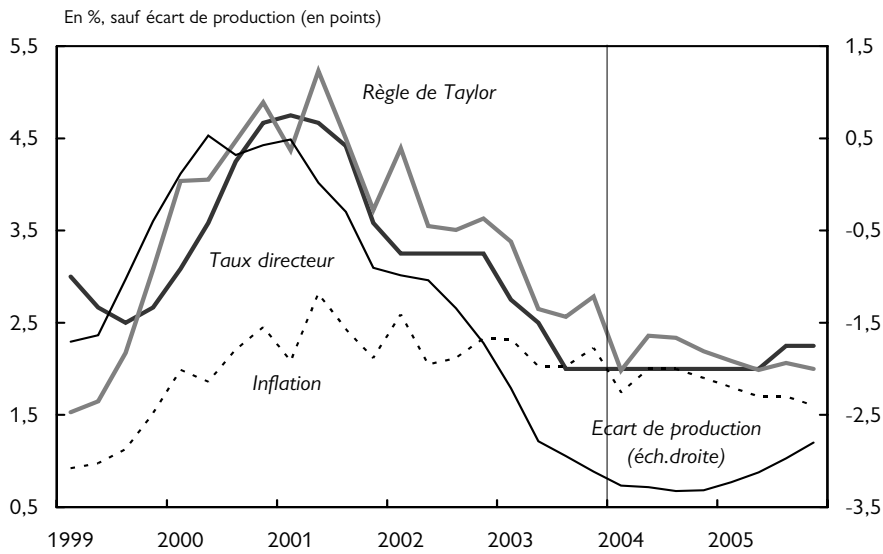
Si elle a parfois semblé soucieuse de l'impact de la hausse de l'euro sur la croissance européenne, la BCE a en fait accordé plus d'importance encore à la résistance à la baisse de l'inflation. Mais autant l'argument

était recevable fin 2003 (avec une inflation en glissement un peu supérieure à 2 %), autant il ne l'est plus au printemps 2004 (avec un glissement de 1,9 % en janvier et de 1,6 % en février et mars). La résistance à la baisse de l'inflation en 2003 est due en partie à des facteurs exceptionnels (prix de l'énergie et de l'alimentaire, hausse de fiscalité). Elle s'explique aussi par la pression des coûts salariaux sur les prix des services, qui alimente l'inflation sous-jacente. Néanmoins, cette dernière a ralenti plus tôt que l'inflation totale puisqu'elle est inférieure à 2 % depuis un peu plus d'un an. Annexe à ce ralentissement de l'inflation mais méritant d'être mentionnée, une deuxième caractéristique de l'évolution de l'inflation est la réduction des disparités entre pays. Ceux qui connaissaient les taux d'inflation les plus élevés (Irlande, Portugal, Pays-Bas, Espagne, Grèce et dans une moindre mesure Italie) bénéficient désormais d'un ralentissement de celle-ci. Cette réduction devrait faciliter à l'avenir la tâche de la BCE.

Entre temps (entre la fin 2003 et le début 2004), l'euro a continué de s'apprécier, justifiant *a priori* une révision à la baisse des prévisions de croissance et d'inflation de la BCE et donc une baisse de taux, pour apporter d'un côté ce que l'appréciation de l'euro enlève de l'autre. Certes, un tel assouplissement de la politique monétaire serait largement insuffisant pour contrer l'impact négatif sur la croissance de l'appréciation de l'euro. Mais les attentes sont telles qu'il pourrait voir son effet sur l'activité démultiplié par le canal des anticipations. Une baisse des taux aurait également constitué une assurance contre le risque d'un enrayement de la reprise : en agissant préventivement, la BCE aurait ainsi flirté avec le *risk management* à l'américaine. Mais elle ne l'entend visiblement pas de cette oreille puisque son diagnostic sur l'économie européenne est résolument confiant. L'orientation de la politique monétaire est jugée appropriée (ce que suggère aussi une règle de Taylor, graphique 3) et constituerait déjà un élément de soutien de la reprise.

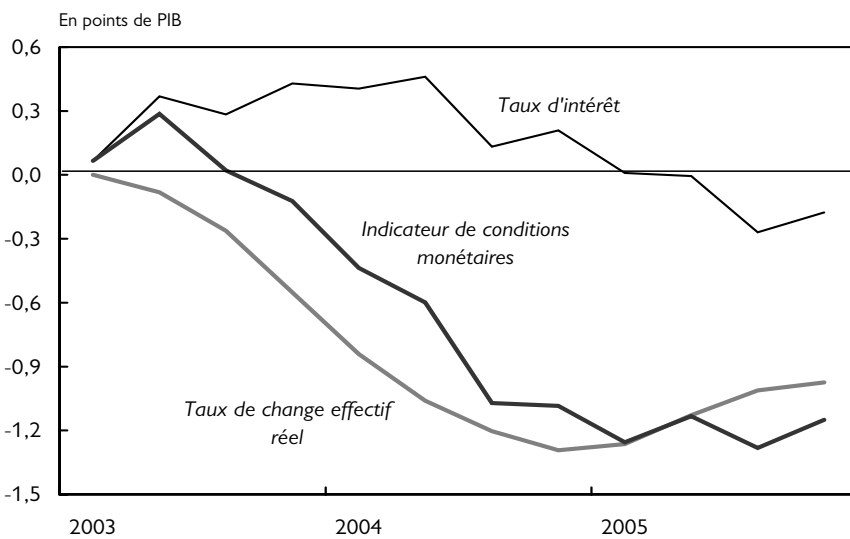
Si une baisse de taux n'est pas définitivement exclue à l'horizon 2004, l'hypothèse d'un *statu quo* serait néanmoins plus réaliste. La BCE demeurerait ainsi fidèle à son dogme. À l'horizon 2005, la BCE (pour ne pas être en reste vis-à-vis des autres banques centrales ?) remonterait une fois, symboliquement, son taux directeur, l'égalisant à 2,25 % fin 2005 avec le taux des *Federal funds*. La remontée des taux longs européens suivrait, en l'amortissant, celle des taux longs américains, et irait au-delà de celle inscrite dans les taux courts. Le différentiel de taux longs tournerait à l'avantage des États-Unis (et du dollar) à partir de la mi-2004. Malgré un quasi *statu quo* sur les taux directeurs, les conditions monétaires dans la zone euro cesseraient au mieux de se durcir, du fait du resserrement en terme réel de la politique monétaire. Celle-ci mettrait donc encore des bâtons dans les roues de la croissance européenne, qui ne tirerait que peu parti de l'arrêt prévu de l'appréciation de l'euro (graphique 4 et encadré 1).

3. Règle de Taylor dans la zone euro\*



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

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



Sources : Calculs et prévisions OFCE.

### 1. Méthodologie de construction des indicateurs de conditions monétaires

Les indicateurs de conditions monétaires sont construits en calculant l'impact de la politique monétaire et des variations de change sur l'économie. Ils sont basés sur des variantes du modèle macroéconomique international MIMOSA (voir *Document de travail OFCE*, n° 98-01, variantes Mimosa). Une variante indique la réponse de l'économie (le niveau du PIB) à un choc permanent sur le taux d'intérêt ou sur le taux de change. Cette réponse est dynamique, c'est-à-dire que les effets s'étalent dans le temps et que l'impact sur le PIB dépend de l'intervalle entre le choc et l'observation. Pour la zone euro, une hausse permanente du taux d'intérêt réel de 1 point a ainsi un effet négatif de 0,3 point de PIB la première année et de 0,4 point de PIB la deuxième. Une hausse de 10 % du taux de change effectif réel a un impact négatif de 0,4 point la première année et de 1,2 point la deuxième année. Ces impacts sont comparables à ceux que donne le modèle NIGEM du NIESR, en l'absence de réaction des politiques budgétaire ou monétaire. Parce qu'il repose sur des variantes analytiques n'intégrant pas les réactions de politique économique, l'indicateur se comprend « toutes choses égales par ailleurs ».

## L'indépendance mesurée de la Banque d'Angleterre

Le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre a relevé son taux directeur de 0,25 point en novembre dernier et de 0,25 point supplémentaire en février, le portant à 4 %. Ces hausses placent les taux courts britanniques bien au-dessus de ceux des États-Unis et de la zone euro. Elles ont été décidées suite à l'affirmation de la croissance britannique et d'un environnement international plus favorable (auquel le CPM se montre très attentif).

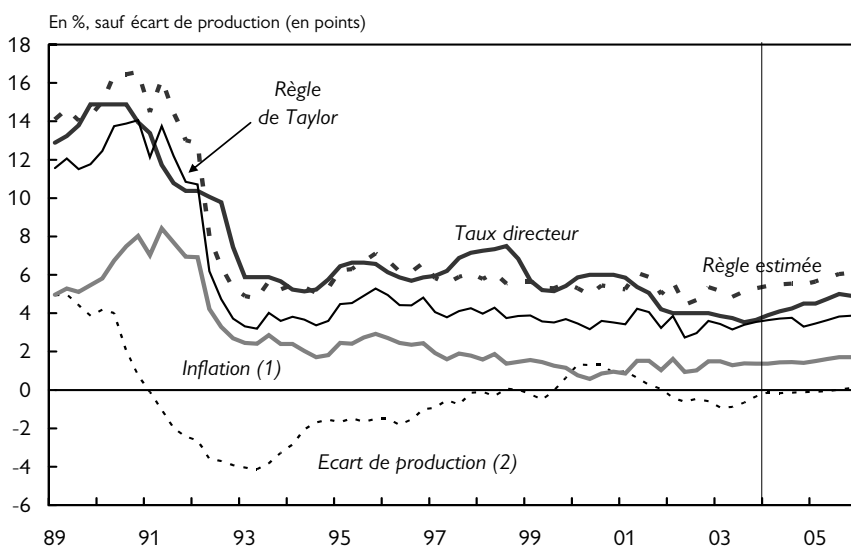
Au Royaume-Uni, la Banque centrale est indépendante, mais doit veiller au respect d'une cible d'inflation fixée par le gouvernement. Or, celui-ci avait annoncé l'été dernier, suite à la publication des résultats des tests relatifs aux conditions d'entrée du Royaume-Uni dans l'Union monétaire, que la cible d'inflation serait prochainement changée. C'est chose faite depuis décembre 2003. La cible est désormais fixée en termes d'IPCH, comme celle de la BCE, de surcroît au même niveau, 2 %, ce qui constitue de fait un pas en direction de la zone euro. Le respect de la cible s'entend à l'intérieur d'une fourchette de  $\pm 1$  %, ce qui confère un caractère explicitement symétrique à la conduite de la politique monétaire britannique, à la différence de la zone euro. La hausse de taux de novembre 2003 s'appuyait encore sur l'ancienne cible (de 2,5 % selon l'indice RPIX des prix de détail hors intérêts hypothécaires) et avait été justifiée par une inflation légèrement supérieure (de 2,7 %). La hausse de taux de février 2004 a été décidée sous le régime de la nouvelle cible, or l'inflation observée lui est nettement inférieure (environ 1,4 % depuis décembre dernier).



En resserrant sa politique en l'absence de tensions inflationnistes, la politique monétaire britannique peut être jugée restrictive selon une règle de Taylor habituelle. En revanche, selon une fonction de réaction estimée sur la période 1993-2003, elle semble plutôt expansionniste (c'est d'ailleurs l'appréciation du CPM). Les coefficients obtenus sont proches de ceux indiqués par Taylor pour les États-Unis (1,5 pour l'inflation et 0,5 pour l'écart de production), mais la constante est de 4,3 (et non de 2), ce qui aboutit début 2004 à un taux neutre de 4,9 % (graphique 5).

Les préoccupations de la Banque d'Angleterre ne portent pas que sur la seule inflation et se rapprochent de celles de la Réserve fédérale. L'endettement des ménages a atteint dans les deux pays des niveaux comparables de l'ordre de 120 % du revenu disponible<sup>2</sup>. Pour partie responsables de cette situation, les autorités monétaires se doivent d'y remédier : la Réserve fédérale s'y prépare, la Banque d'Angleterre a commencé de le faire. D'ici la fin 2005, elle resserrerait d'encore 1 point, au maximum, sa politique. Les perspectives de croissance sont un peu supérieures à la croissance tendancielle (estimée par le gouvernement à 2,75 %) permettant la fermeture de l'écart de production à l'horizon de la prévision, et l'inflation, tout en se rapprochant de la cible, resterait contrôlée. Les conditions monétaires continueraient de se durcir sous le coup de la poursuite du resserrement de la politique monétaire, tandis que le taux de change effectif réel resterait obstinément élevé.

#### 5. Règle de Taylor au Royaume-Uni



1. IPCH, m/m-12.

2. Par rapport au PIB potentiel de l'OCDE.

Sources : Banque d'Angleterre, OCDE, ONS, estimations et prévisions OFCE.

2. Pour plus de détails, se reporter dans ce dossier à la fiche « Royaume-Uni : une croissance correcte ».

## L'activisme persévérant de la Banque du Japon

La politique monétaire nippone reste expansionniste, car la déflation ne s'est pas encore estompée, en dépit de la forte croissance du PIB en volume, et le yen continue de s'apprécier vis-à-vis du dollar.

En janvier 2004, la Banque du Japon (BOJ) a augmenté la cible de liquidités (équivalente au seuil des dépôts des banques commerciales auprès de la BOJ) de 3 trillions de yen, jusqu'à 35 trillions de yen. Cette cible avait déjà été augmentée en octobre 2003 de 2 trillions de yen. La cible d'achats mensuels d'obligations du trésor public de la part de la BOJ reste très élevée, fixée à 1,2 trillion de yen (11,3 milliards de dollars). La BOJ continue aussi à acheter des titres des institutions financières privées (*asset backed securities*), afin de promouvoir les prêts des banques aux petites et moyennes entreprises.

Les taux d'intérêt courts demeurent proches de zéro. La remontée des taux longs qui a eu lieu courant 2003 s'est estompée et les taux sur les obligations publiques à 10 ans restent fermes aux environs de 1,4 % début 2004.

Les interventions massives de la BOJ sur le marché des changes ont limité l'appréciation du yen (à 107 yens pour 1 dollar fin mars 2004). Selon Greenspan, qui début mars 2004 avait invité officiellement les Japonais à arrêter leurs interventions, car les Japonais détiennent à ce jour environ 650 milliards de dollars américains, en monnaie ou obligations. Mais les autorités monétaires japonaises craignent que l'appréciation du yen vis-à-vis du dollar ne freine les exportations nippones vers la Chine, les États-Unis et le reste de l'Asie.

## Une sphère financière uniforme

Mener des politiques monétaires accommodantes présente des avantages et des inconvénients. Certains y voient un risque d'alimenter des bulles (boursière, obligataire, immobilière) et plaident pour une remontée rapide des taux d'intérêt aux États-Unis ou tout du moins pour ne plus les baisser dans la zone euro. D'autres y voient un soutien efficace à la croissance, l'ensemble des canaux de transmission étant désormais opérationnel<sup>3</sup>. Mais ce succès tout neuf a été laborieusement acquis : il n'a pas encore porté tous ses fruits (dans la zone euro en particulier) et invite donc à temporiser avant de mettre un terme à cette ère de liquidités abondantes. C'est l'optique retenue dans cette prévision.

Cette prudence se justifie également par la différence entre la situation financière des entreprises et celle des ménages et le contraste des

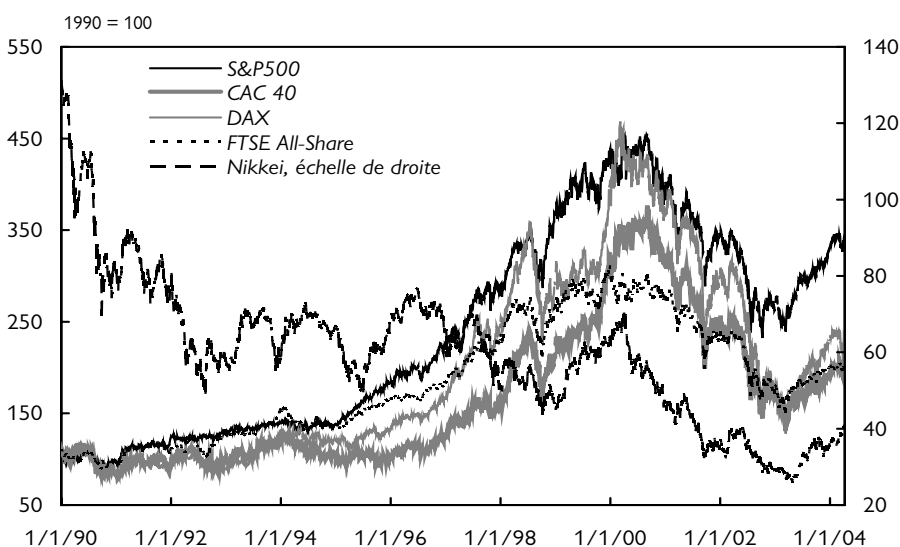
3. Au bémol près que le canal du taux de change ne soutient la croissance que d'un côté de l'Atlantique...

comportements. Malgré un accès redevenu facile aux marchés des capitaux et du crédit, les entreprises conservent leur distance. Très échaudées par l'éclatement de la bulle Internet et peu stimulées pour investir tant par les conditions de l'offre (pas de tensions sur les capacités) que par celles de la demande (peu de débouchés, en tout cas dans la zone euro), elles préfèrent maintenir le cap du désendettement et de la restructuration des bilans. Les ménages, américains comme européens, ont aussi profité de la baisse des taux pour modifier, par des mécanismes différents, la structure de leur dette. Mais, à la différence des entreprises, ils n'ont pas été forcés de se désendetter et ont étonnamment bien encaissé la dévalorisation de leur patrimoine financier. Ils se retrouvent donc à des niveaux d'endettement en pourcentage de leur revenu particulièrement élevés.

## Marchés boursiers : retour des profits et du risque

Après une longue et lourde chute de trois ans (2000-2002), les marchés boursiers ont atteint un point bas en mars 2003. Ils se sont bien repris depuis avec des progressions de l'ordre de 35 % pour le S&P500, de 50 % pour le NASDAQ, de 40 % pour le DJ Eurostoxx et le CAC40, de 60 % pour le DAX, de 20 % pour le FTSE All-Share et de 50 % pour le Nikkei (graphique 6). Aux États-Unis comme en Europe, ce renouveau s'appuie sur le retour des profits, qui croissaient à des rythmes à deux chiffres fin 2003.

6. Indices boursiers

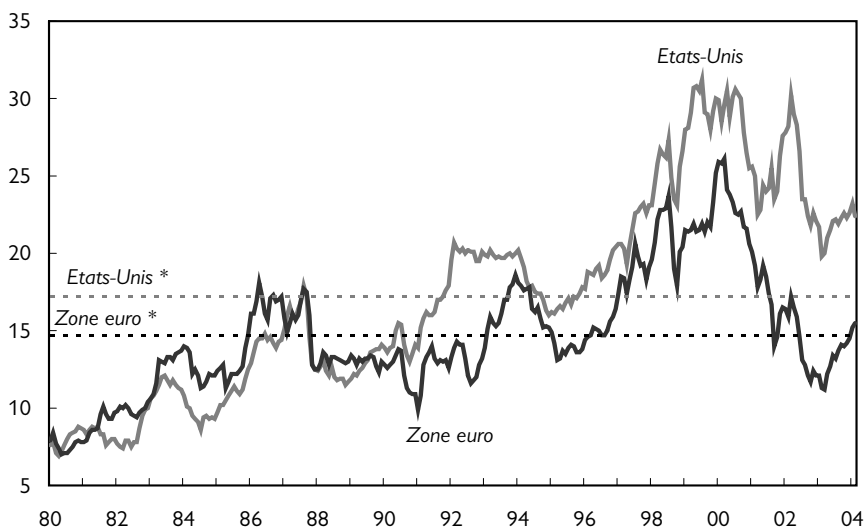


Source : Global Insight.

En outre, le bas niveau des PER de la zone euro en 2003 (inférieur à sa moyenne de long terme) semblait indiquer que les entreprises européennes étaient sous-valorisées au regard de leurs bénéfices réalisés (graphique 7). Cet élément peut expliquer le fait que les marchés boursiers de la zone euro se sont redressés plus fortement que les marchés américains. Aux États-Unis, le niveau du PER est resté élevé, nettement au-dessus de sa moyenne historique, suggérant une surévaluation persistante des cours boursiers américains. Le dégonflement de la bulle n'est pas allé à son terme. De plus la rumeur court qu'une seconde bulle, dite bulle écho, serait en train de se former. Si une telle bulle n'est pas chose rare après un krach boursier, le risque de son éclatement laisse planer un sérieux doute quant à l'évolution future des cours boursiers aux États-Unis, et ce malgré de bonnes perspectives de profits.

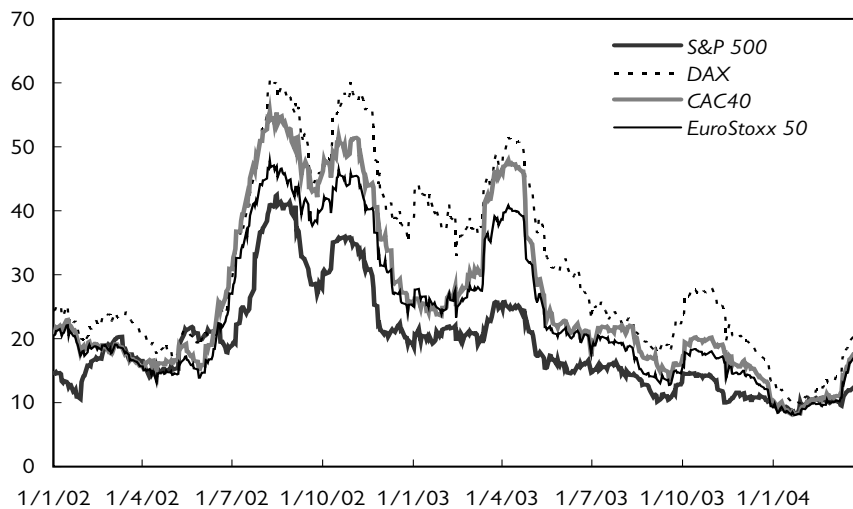
En plus du retour des profits, les marchés d'actions ont tiré bénéfice du report des actifs les plus sûrs à faible rendement (obligations publiques) vers des actifs plus risqués comme les actions et les obligations privées. Les indices de volatilité des cours boursiers qui reflètent la perception du risque par les marchés sont tombés à des niveaux très bas début 2004 (graphique 8). Cette diminution de l'aversion pour le risque, si elle est positive pour la croissance des marchés boursiers, s'est faite dans un contexte de faible investissement. Les engagements pris par les entreprises auprès des banques et des marchés financiers restent ainsi dans des volumes relativement faibles. Ce comportement prudent est apprécié des marchés. Cependant, le rebond des opérations de fusions-acquisitions, avec des montants annoncés similaires à ceux de la fin 2000, montre que les entreprises sont prêtes à reprendre des risques. En revanche, les attentats de Madrid, qui ont montré que l'Europe était aussi vulnérable au terrorisme, ont ravivé des inquiétudes et la volatilité des marchés (encadré 2).

7. PER



\* Moyenne 1980:1-2004:2  
Sources : Datastream, calculs OFCE.

8. Indices de volatilité



Sources : Datastream.

## 2. L'impact économique des attentats de Madrid

Les attentats de Madrid du 11 mars 2004, intervenus trois jours avant les élections législatives, ont replacé la guerre en Irak au cœur de la campagne électorale. La gestion de l'après-attentats par le gouvernement conservateur en place de José Maria Aznar a été très critiquée et a contribué à la victoire du parti socialiste. Ces attentats ont d'abord été attribués à l'ETA. Mais l'enquête puis la revendication par Al Qaida, ainsi que la publication d'une liste de pays visés par cette organisation terroriste, leur ont donné une dimension beaucoup plus importante, avec la propagation d'un sentiment d'insécurité dans la plupart des pays occidentaux. Au-delà de l'impact humain et émotionnel très fort, quel impact macroéconomique peut-on attendre aujourd'hui de ces attentats ? Il n'y aurait pas d'impact durable sur l'économie, même si la hausse des dépenses de sécurité des gouvernements et des entreprises accapare des fonds au détriment d'investissements plus productifs. En revanche, à court terme, l'impact psychologique des attentats peut se répercuter sur la confiance des agents et sur les marchés boursiers, faisant naître de nouvelles craintes sur la vigueur de la reprise en Europe.

Les attentats ont stoppé momentanément la progression des marchés boursiers en Espagne, mais aussi dans la zone euro dans son ensemble. En revanche, aux états-Unis, ils ont amplifié une baisse amorcée quelques jours plus tôt. Le DJ Euro Stoxx 50 et le Dow Jones ont baissé jusqu'au 24 mars avant de se redresser. Fin mars 2004, le DJ Euro Stoxx 50 n'avait finalement perdu que 4,5 % par rapport à la veille des attentats, tandis que le Dow Jones avait gagné 0,8 %. Pour mémoire, le DJ Euro Stoxx et le Dow Jones avaient perdu respectivement 6,8 et 8 % vingt jours après les attentats du 11 septembre 2001. En Espagne, les mouvements de la Bourse ont, en plus des attentats, été influencés par la victoire inattendue des socialistes aux élections et l'incertitude entourant la future politique économique du nouveau gouvernement. De ce fait, la Bourse espagnole a connu une baisse plus forte que le DJ Euro Stoxx 50 : le 15 mars 2004, le lendemain des élections, l'Ibex 35 atteignait un creux, avec une baisse de 7,2 % par rapport à la veille des attentats, contre 5,7 % pour le DJ Euro Stoxx 50. Les marchés ont ensuite été rassurés par les propos du futur premier ministre Zapatero, qui s'est engagé à ne revenir ni sur la discipline budgétaire, ni sur le processus de réformes engagé par le parti conservateur. Après une grande volatilité autour du niveau du 15 mars, l'indice boursier espagnol s'est donc redressé à partir du 25 mars, comme les autres indices boursiers. Fin mars, l'Ibex 35 avait baissé de 3,5 % depuis la veille des attentats, soit moins que l'Euro Stoxx 50.

Les attentats de Madrid, conjugués aux tensions géopolitiques au Proche-Orient, ont fait craindre une nouvelle vague d'attentats dans le monde. Ce sentiment d'insécurité pèse sur les marchés, qui sur-réagissent à la baisse à toute nouvelle information. Cette sensibilité se manifeste par une plus grande volatilité des indices boursiers. Néanmoins, les marchés ont dans une certaine mesure appris à vivre avec les risques d'attentats depuis le 11 septembre 2001, comme en témoigne la moindre réaction des Bourses suite aux événements du 11 mars 2004, et le fait qu'ils semblent déjà plus sensibles aux fondamentaux macroéconomiques et aux résultats des entreprises.

Si les Espagnols vivent avec le terrorisme depuis de nombreuses années et ne devraient pas réduire leurs déplacements pour autant, ce n'est pas nécessairement le cas des étrangers qui viennent chaque année en vacances en Espagne. Celle-ci a accueilli plus de 50 millions de visiteurs en 2003, ce qui en fait la deuxième destination touristique mondiale. Le tourisme représente un peu plus de 10 % du PIB et si les touristes se détournent de l'Espagne, l'impact sur le PIB espagnol ne serait pas négligeable. Cependant, le fait que l'activité touristique n'ait pas été visée lors de ces attentats, comme cela avait été le cas par exemple en Égypte ou en Indonésie, plaide pour un effet limité sur ce secteur.

Le sentiment d'insécurité qui refait surface, et qui n'est pas limité à l'Espagne, pourrait peser sur le rythme de la reprise, en particulier en Europe. En effet, si la confiance des ménages et des entreprises est affectée, ceci peut inciter à l'attentisme en matière de consommation et d'investissement. Cependant, les attentats ne peuvent pas en tant que tels stopper la reprise européenne. Ils ont en revanche accru la pression qui pèse déjà sur la BCE pour qu'elle baisse ses taux, à l'image de la réactivité de la Réserve fédérale en septembre 2001. La pertinence de la comparaison est tout de même limitée dans le sens où la situation économique est aujourd'hui bien différente de celle qui prévalait fin 2001 : l'économie américaine était alors en récession et l'économie européenne ralentissait, alors que début 2004, les États-Unis sont en phase de reprise et la croissance européenne en passe de s'accélérer.

Au-delà des inquiétudes que l'on peut avoir sur la pérennité de leur tendance récente, les marchés d'actions n'ont au moins pas fait défaut sur un point : celui d'avoir progressé en phase avec le redressement des profits et donc en avance sur le cycle d'activité. Ils ont ainsi correctement joué leur rôle prévisionnel. Depuis début 2004 en revanche, la prévision implicite des marchés n'est pas complètement stabilisée, ce qui explique, derrière des oscillations plus amples, leur pause, dès la fin janvier pour le NASDAQ et depuis début mars pour les indices généraux (soit avant les attentats de Madrid). Ces hésitations trouvent leur origine aux États-Unis, dans le changement de discours de la Réserve fédérale lors du FOMC de la fin janvier qui a stigmatisé les faiblesses du marché du travail (alors que le marché des changes et le marché obligataire y sont sensibles depuis plusieurs mois déjà). À l'inverse, les marchés ont évidemment salué les bons chiffres de créations d'emplois du mois de mars. La déconnexion des marchés d'actions et d'obligations sur les premiers mois de 2004 est un symptôme de cette dynamique directionnelle moins assurée (graphique 9). Ces évolutions divergentes s'expliquent par la présence sur les marchés financiers de plusieurs écoles de pensée. Au printemps 2004, six grandes interrogations les divisent. Elles portent :

- Sur la croissance américaine : les États-Unis vont-ils longtemps poursuivre sur ce rythme ou revenir à la normale ?
- Sur l'inflation : faut-il s'attendre à une accélération imminente ou encore à de la désinflation ?

— Sur les taux d'intérêt : un cycle de resserrement est-il déjà enclenché ou la prudence est-elle encore de mise ?

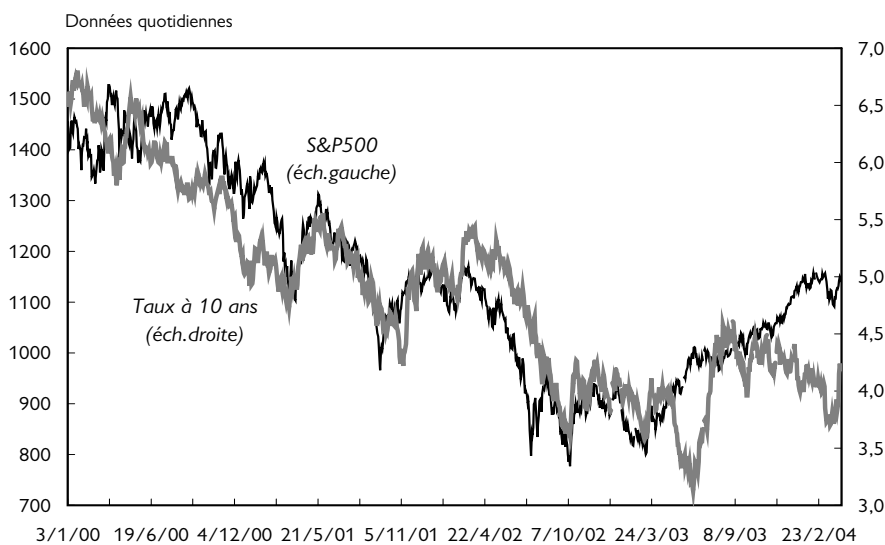
— Sur les déficits budgétaires : leur amélioration sera-t-elle seulement conjoncturelle ou aussi le fruit d'un effort structurel ?

— Sur le déficit courant américain : son financement sera-t-il toujours aussi facilement assuré ?

— Sur le dollar : a-t-il suffisamment baissé ?

Ces opinions contradictoires se répercutent sur les marchés obligataires, qui oscillent sans grande conviction, si ce n'est peut-être celle que la Réserve fédérale est maîtresse de la situation (de par l'influence de sa politique sur les taux d'intérêt mais aussi sur le dollar et donc sur la croissance, l'inflation et les déficits jumeaux).

#### 9. S&P 500 et taux longs nominaux américains



Source : Global Insight.

### Politique monétaire et entreprises : prise de distance

Autant la chute des Bourses avait brutalement ramené les entreprises à la réalité fragile de leur situation patrimoniale, les conduisant à marche forcée à se désendetter et à restructurer leurs bilans, autant la remontée des cours facilite leur redressement financier. Ces efforts de désendettement sont particulièrement visibles aux États-Unis. Le taux d'endettement brut des sociétés non financières (mesuré par la somme des crédits et des titres hors actions), parti d'un point haut de 42 % du PIB au troisième trimestre 2001, y est revenu à 39 % fin 2003. En revanche, les entreprises européennes n'ont pas fourni le même effort, leur taux d'endettement, proche de 60 %, n'ayant pas encore amorcé



un recul significatif (graphique 10). Cet endettement semble cependant soutenable au regard de la stabilisation de son poids financier : selon la BCE, les paiements d'intérêts des sociétés non financières, exprimés en pourcentage du PIB, sont stables dans la zone euro depuis 1996, et ce grâce à la baisse des taux.

Grâce au désendettement des entreprises, le prix des obligations d'entreprises s'est nettement redressé en 2003 et encore début 2004, permettant une nette détente des *spreads*. Entre le pic de la fin octobre 2002 et le point bas de début mars 2004, les *spreads* de crédit des entreprises américaines notées BAA par l'agence Moody's ont ainsi baissé de 160 points de base et ceux des entreprises AAA de plus de 90 points. Le resserrement des *spreads* de crédit est plus particulièrement visible pour les entreprises les plus mal notées, grâce à une forte baisse des taux de défaut des obligations spéculatives, américaines comme européennes, depuis la fin 2002 (graphique 11). L'amélioration est notable pour la zone euro, puisqu'elle partait d'un niveau de taux de défaut beaucoup plus élevé qu'aux États-Unis. D'une part, la crise financière issue de l'éclatement de la bulle sur le secteur des télécommunications y avait été plus importante. D'autre part, le marché obligataire spéculatif européen est peu profond et donc plus sensible aux crises financières. L'amélioration de la qualité de la dette des entreprises est confirmée par les notations Moody's qui se sont nettement redressées depuis la fin 2003, aux États-Unis comme dans la zone euro (graphique 12).

10. Taux d'endettement brut des sociétés non financières



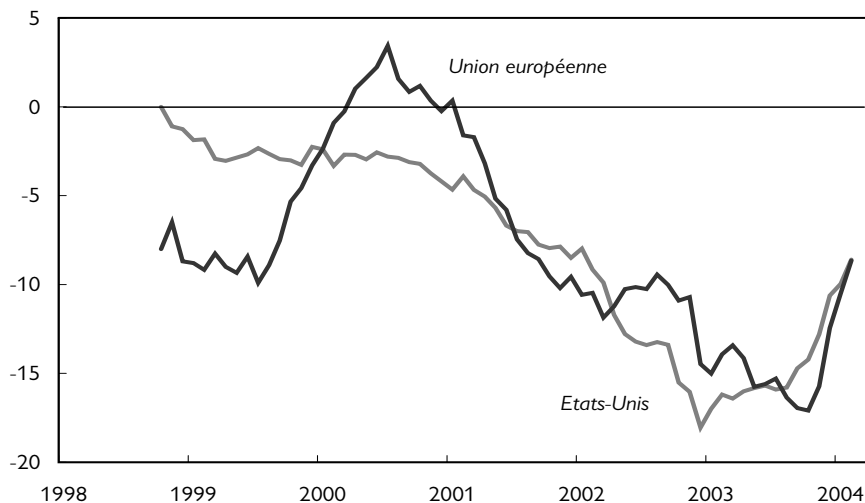
Sources : BCE, Réserve fédérale.

11. Taux de défaut sur les obligations spéculatives



Source : Moody's.

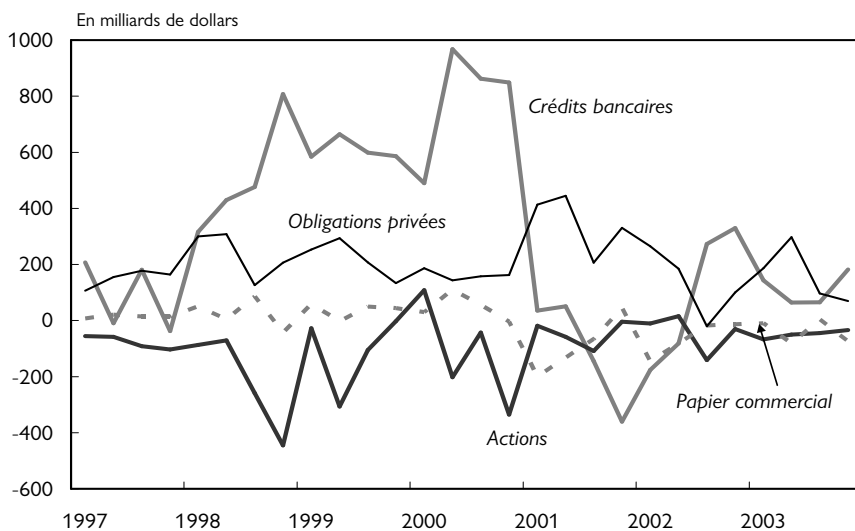
12. Notation des entreprises \*



\* Pourcentage des entreprises dont la notation a été revue à la hausse moins pourcentage des entreprises dont la notation a été dégradée.  
Source : Moody's.

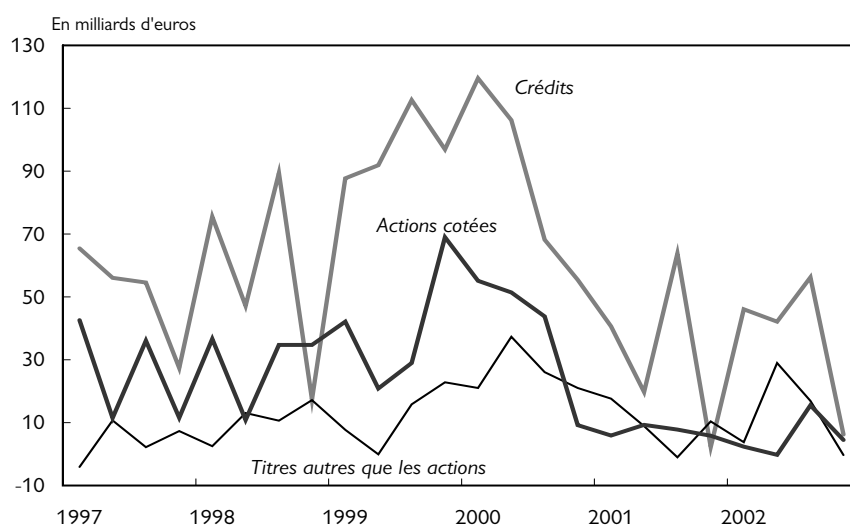
Malgré des conditions d'accès aux marchés des capitaux et du crédit désormais très favorables, les entreprises privilégient encore leur désendettement aux augmentations de capital et même aux émissions d'obligations. Aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro, les émissions d'actions sont restées atones en 2003, tandis que le recours croissant aux émissions d'obligations, manifeste entre la fin 2002 et la mi-2003, s'est essoufflé (graphiques 13 et 14). Néanmoins, selon la BCE, les données concernant les introductions en bourse prévues fournissent des signes précurseurs d'une sortie de cette atonie en 2004. Les investissements réalisés en 2003 ont été en grande partie financés par la hausse des profits. Prudentes et relativement assainies, les entreprises partent donc sur de bonnes bases pour financer sans contrainte leurs futures dépenses d'investissement : à l'autofinancement pourra succéder l'endettement notamment aux États-Unis. Les seules contraintes à une forte progression de l'investissement à l'horizon 2005 seraient celles des débouchés : réduites aux États-Unis, ces contraintes pèseraient en revanche sur la hausse attendue du taux d'investissement dans la zone euro. La sphère financière est opérationnelle, c'est à la sphère réelle de prendre le relais.

13. Variations nettes des engagements des sociétés non financières aux États-Unis



Source : Réserve fédérale.

## 14. Variations nettes des engagements des sociétés non financières dans la zone euro



Source : BCE.

### Politique monétaire et ménages : point sensible

Les trois banques centrales, américaine, européenne et britannique, ont là un problème commun délicat à gérer : la situation patrimoniale des ménages, même s'il n'est pas aussi aigu dans les trois zones, ne s'inscrit pas dans une même configuration macroéconomique et ne nécessite donc pas la même réaction. La Réserve fédérale et, dans un futur plus lointain, la BCE pourraient prendre exemple sur la Banque d'Angleterre qui a déjà courageusement amorcé le resserrement de sa politique.

Aux États-Unis, le diagnostic est *a priori* assez sombre et *a posteriori* plus nuancé compte tenu des multiples facettes du problème. D'un côté, la forte progression de l'endettement des ménages est indéniable : quand l'endettement hypothécaire ralentit enfin un peu (d'une progression des encours de 14 % au deuxième trimestre 2003 en glissement à une progression de 12,5 % au quatrième), les crédits à la consommation prennent le relais (d'un rythme de 4 % à un rythme de 5 %), poussant encore un peu plus haut le taux d'endettement (à 120 % du revenu disponible en 2003). Le poids de la charge financière liée à l'endettement dans le revenu des ménages, s'est stabilisé depuis 2002, grâce à la baisse des taux et aux renégociations de prêts. Le poids de l'endettement reste cependant supérieur d'un point environ à son précédent pic du milieu des années 1980 (13 % pour le strict service de la dette, 18 % si l'on y ajoute d'autres frais afférents à la propriété).

D'un autre côté, cet endettement est gagé sur un actif tout aussi considérable : la progression des marchés boursiers vient enfin appuyer la valorisation du patrimoine immobilier, mettant fin à la détérioration du ratio passif/actif. La richesse nette des ménages a progressé de 11 % en 2003, rattrapant en une année ce qu'elle avait perdu en trois. La consommation des ménages devrait s'ajuster en douceur au resserrement de la politique monétaire, en particulier à la disparition de l'effet d'aubaine des renégociations.

Dans la zone euro, les seuls crédits qui ont été soutenus par les baisses de taux d'intérêt sont les crédits à l'habitat, dont le rythme de croissance est resté élevé par rapport à la croissance. Cet afflux de crédits à l'habitat est vérifié partout, sauf en Allemagne qui souffre de facteurs structurels spécifiques (tableau). Il a permis de soutenir l'investissement dans le logement mais a aussi parfois nourri une forte progression des prix de l'immobilier (plus particulièrement en France, en Espagne et aux Pays-Bas). Un début de réponse a été trouvé aux craintes de développement d'une bulle immobilière, car les taux des crédits à l'habitat pratiqués dans la zone euro ont légèrement augmenté depuis juillet 2003 (suivant la remontée des taux longs à l'époque)<sup>4</sup>. Les ménages étant endettés à taux variable en Espagne et aux Pays-Bas, et le poids de leur dette étant très important, une remontée trop vigoureuse des taux les mettraient dans une situation financière difficile. La situation est moins critique qu'aux États-Unis ou au Royaume-Uni, mais elle invite aussi à une certaine prudence de la part de la BCE.

Crédits aux ménages						
	Zone euro	Allemagne	France	Italie	Espagne	Pays-Bas
Encours des crédits (glissement au troisième trimestre 2003, en %)						
Trésorerie	- 3,7	2,9	4,2	15,7	-0,07	2,8
Habitat	6,3	2,7	10,0	22,1	-0,1	11,1
Total	5,5	2,8	7,8	10,6	13,2	10,8
Variation des taux des crédits nouveaux (entre juillet et décembre 2003)						
Trésorerie	- 0,22	- 0,93	- 0,25	-	-	- 0,45
Habitat	0,13	0,37	0,05	-	0,0	0,25

Sources : BCE, banques centrales nationales.

4. Ces données ne sont publiées que depuis peu par la BCE et doivent donc être lues avec prudence.