

Les taux directeurs et la maîtrise de l'inflation

CERCLE ORION

Tirer des statistiques du passé les conditions d'une politique monétaire efficace

En réponse à la forte montée de l'inflation qui touche la plupart des économies nationales, nombre de banques centrales ont récemment procédé à l'ajustement haussier de leurs taux directeurs, avec des modifications parfois notables : remontée du taux de refinancement de la BCE à 2.00% le 02 novembre 2022 (en hausse de 75 points de base), remontée du taux de la BoE à 3.00% le 03 novembre (en hausse de 75 points), etc. Ce billet examine quelles furent historiquement les pratiques des banques centrales en la matière, par l'étude de statistiques de long terme.

Par Antoine PIERACCI

Le levier des taux directeurs fixés par les banques centrales pour maîtriser l'inflation implique un pilotage fin ...

La fixation des taux directeurs constitue l'un des principaux leviers dont disposent les banques centrales pour mettre en œuvre leur politique monétaire. Dans un contexte d'inflation élevée (où le taux d'inflation s'entend comme la variation d'un indice des prix à la consommation [CPI] sur les douze derniers mois), l'augmentation par une banque centrale du taux de refinancement qu'elle accorde aux banques commerciales influencera naturellement à la hausse les taux des crédits proposés par ces dernières à leur clientèle. L'accès au crédit devenant moins intéressant, il devrait alors s'ensuivre un ralentissement de l'économie ainsi qu'une baisse des prix à la consommation.

Ceci étant dit, se pose alors la question du niveau adéquat auquel un taux directeur devrait être porté dans le but de juguler un phénomène de montée des prix. Il est commode de raisonner en termes de taux d'intérêt réel, défini depuis Irving FISHER comme la différence entre le taux d'intérêt (nominal) d'un titre de dette et le taux d'inflation — ce taux réel pouvant s'interpréter comme la rémunération de l'investisseur au-delà de la préservation de son pouvoir d'achat. Mais ce concept se heurte à certaines difficultés de mise en œuvre :

- Pour pouvoir être comparés en toute rigueur, taux nominal et inflation devraient porter sur la même période de temps. Ainsi, un taux d'intérêt disponible aujourd'hui pour une maturité d'un an est à en mettre en parallèle avec le taux d'inflation qui se réalisera sur les douze prochains mois, lequel est par nature inconnu ;

- Les prix de marché des instruments indexés sur l'inflation (obligations « *linkers* » par exemple) constituent une version *ex ante* et observable de taux réels. Les taux d'inflation qui s'en déduisent (*breakevens*) peuvent s'interpréter comme l'anticipation par les marchés financiers de la croissance du CPI sur la durée de vie du titre considéré, mais ne sauraient être considérés comme des prévisions fiables de l'inflation qui se matérialisera dans le futur ;

- Si l'on se résout tout de même à utiliser la différence

entre les taux directeurs (qui sont des taux au jour-le-jour) des banques centrales et le taux d'inflation constaté sur les douze derniers mois comme une approximation, certes imparfaite, d'un « taux réel », il serait illusoire de croire que la relation de FISHER évoquée plus haut confère un quelconque contrôle mathématique sur l'inflation par un simple ajustement des taux d'intérêt.

... que l'étude de statistiques de longue durée en matière de politique monétaire (BCE, BoE, Fed) permet d'éclaircir ...

Pour autant, il nous semble intéressant de nous pencher sur des séries statistiques de l'évolution conjointe des taux directeurs et du taux d'inflation sur 12 mois pour quelques zones monétaires de premier plan, notamment celles disposant d'une profondeur d'historique suffisante pour que leur banque centrale ait eu à traverser un ou plusieurs épisodes majeurs de poussée inflationniste.

Depuis la première publication en janvier 1999 de son taux de refinancement, la Banque centrale européenne (BCE) n'avait pas été confrontée à un réel épisode inflationniste avant celui que nous connaissons actuellement, si l'on néglige la poussée du taux d'inflation en zone euro à 4% au moment de la crise de 2008, d'ailleurs suivie d'une chute quasiment symétrique puis d'un retour à des niveaux plus usuel (Figure 1).

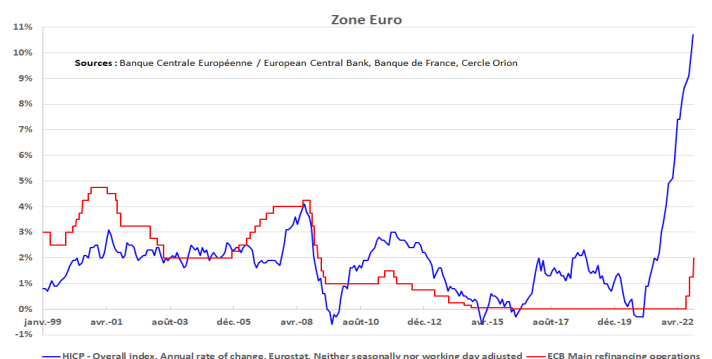


Figure 1 - Evolution conjointe de la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisée (IPCH) et du taux de refinancement (refi) de la BCE (Source : BCE)

Au Royaume-Uni, l'Office for National Statistics publie (<https://www.ons.gov.uk/economy/>) des historiques de CPI et de CPIH (*Consumer Prices Index including owner occupiers' housing costs*) débutant en 1989, mais également — et ce depuis 1948 — un *Retail Prices Index* (RPI) qui fut longtemps l'indicateur principal de mesure de l'inflation britannique avant que le CPI et CPIH ne soient privilégiés. Bien que les valeurs du RPI s'éloignent parfois de celles des deux autres mesures, cet indicateur présente l'avantage de rendre possible une comparaison avec le taux directeur de la *Bank of England* (BoE) à partir de 1975, début de la série fournie par la BoE (<https://www.bankofengland.co.uk/boeapps/database/>). Si la poussée inflationniste du milieu des années 1970 n'a pas été accompagnée par une fixation du taux BoE à des niveaux comparables (jusqu'à 15% tout de même), on constate que les deux autres épisodes inflationnistes majeurs (hors période actuelle) traversés par le Royaume-Uni depuis, autour de 1980 et de 1990, ont vu la BoE ajuster régulièrement son taux directeur afin qu'il reste supérieur (parfois sensiblement) — ou en tout cas quasiment égal — au taux d'inflation. La BoE n'a toutefois pas porté son taux au-delà de 17% au plus haut du pic d'inflation de 1980. On notera par ailleurs que le taux fixé par la BoE est demeuré supérieur à l'inflation sans discontinuer entre le milieu de l'année 1981 et la crise de 2008.

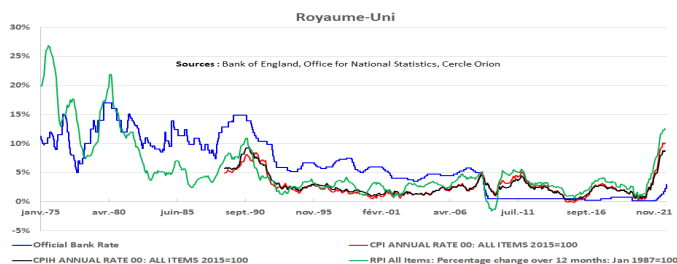


Figure 2 - Evolution conjointe de la variation de l'indice des prix à la consommation (CPI) et sa version harmonisée (CPIH) - et le taux RPI (cf. infra) - et le taux directeur de la BoE (Source : BoE, British Office for National Statistics)

Aux Etats-Unis, la Réserve Fédérale de St. Louis (*Fed*) donne libre accès (<https://fred.stlouisfed.org/>) aux valeurs « cibles » du *Federal funds rate* depuis 1982 (que la Fed exprime sous la forme d'intervalle, et non plus d'une valeur ponctuelle, depuis fin 2008), mais également aux moyennes mensuelles du taux effectif (*Federal Funds Effective Rate*), c'est-à-dire *ex post*, auquel les opérations se sont réalisées. Cette série permet de faire débuter dès 1954 une comparaison avec le taux d'inflation US, ce qui constitue un historique remarquable de la politique monétaire américaine depuis le milieu du XX^{ème} siècle. À l'image de ce que nous avons pu observer au Royaume-Uni, il apparaît que la Fed s'est attachée, jusqu'au début des années 2000 environ, à maintenir le *Federal Funds Rate* à des niveaux comparables voire supérieurs à ceux de l'inflation américaine, dans une grande majorité des cas. Le paroxysme de cette politique fut le fameux *VOLCKER*

shock du début des années 80 — où en réponse à un taux d'inflation approchant les 15%, Paul VOLCKER alors à la tête de la Fed eut recours à des niveaux de taux directeur proches de 20%. L'inflation revint autour de 3-4% dès 1983, au prix toutefois d'une période de récession et d'une envolée du taux de chômage états-unien.

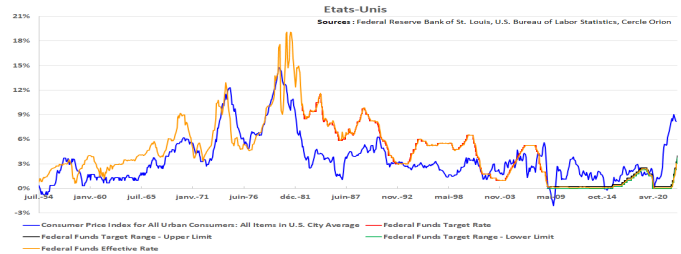


Figure 3 - Evolution conjointe de la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (CPI) ainsi que les différentes versions du "Fed Funds Rate" (Source : Fed, US Bureau of Labor Statistics)

... vu la ligne de crête macroéconomique entre stabilité des prix et croissance en cours et sortie de crise.

Plus généralement, l'arbitrage entre la maîtrise de l'inflation et l'encouragement de la croissance constitue une problématique cruciale quant aux décisions de politique monétaire, problématique dont la période inflationniste actuelle met en lumière toute l'importance. Ainsi, le mandat de la Fed intègre les deux objectifs de croissance et de maîtrise de l'inflation, quand la BCE par exemple place hiérarchiquement la stabilité du niveau des prix au sommet de sa politique monétaire.

Le risque de fragmentation de la zone euro, à la suite d'un resserrement monétaire trop brutal à l'origine de *spreads* grandissants entre économies européennes, est à maîtriser, ce qui a justifié la communication par le Conseil des gouverneurs d'un instrument prévenant ce risque — et donc contenant la trajectoire de hausse de taux directeurs.

La ligne de crête à suivre par la politique monétaire, entre limiter une inflation trop forte qui grève le pouvoir d'achat et augmenter des taux d'intérêts bancaires endiguant les investissements, est donc délicate, alors que le dogme macroéconomique encadrant l'action des banques centrales balance entre l'orthodoxie très prompte à la contraction monétaire et la prudence instillée depuis la crise financière et d'autant plus en œuvre avec la crise sanitaire. ■