

Cet article est disponible en ligne à l'adresse :

[http://www.cairn.info/article.php?ID\\_REVUE=ECOP&ID\\_NUMPUBLIE=ECOP\\_168&ID\\_ARTICLE=ECOP\\_168\\_0149](http://www.cairn.info/article.php?ID_REVUE=ECOP&ID_NUMPUBLIE=ECOP_168&ID_ARTICLE=ECOP_168_0149)

---

## Les indicateurs de la politique monétaire

par Fabrice MONTAGNÉ

| La Documentation française | Économie et Prévision

2005/2 -

ISSN 0249 - 4744 | pages 149 à 155

---

Pour citer cet article :

– Montagné F., Les indicateurs de la politique monétaire, Économie et Prévision 2005/2, , p. 149-155.

---

Distribution électronique Cairn pour La Documentation française.

© La Documentation française. Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

# Les indicateurs de la politique monétaire<sup>1</sup>

Fabrice Montagné

L'orientation de la politique monétaire, c'est-à-dire la question de savoir si l'environnement monétaire soutient ou au contraire bride l'activité économique, peut être appréciée à travers différents indicateurs : taux neutre, taux de la «règle de Taylor» et indices des conditions monétaires et financières sont les plus simples et les plus largement répandus.

- Le taux d'intérêt dit «neutre», défini par la règle d'or, peut être introduit dans le cadre d'un modèle de croissance équilibrée de long terme : il est égal au taux de croissance potentielle de l'économie. Cette première méthode permet de définir la limite entre une politique monétaire restrictive et une politique monétaire accommodante indépendamment de la situation conjoncturelle.
- Une économie n'est cependant jamais à l'équilibre et il est normal de voir les taux d'intérêt osciller autour de ce taux neutre au cours du cycle. En 1993, J. Taylor propose de modéliser les taux directeurs américains par une règle simple à deux cibles : l'une d'inflation et l'autre d'activité. Cette règle repose sur le fait que plus l'activité est déprimée et plus l'inflation est basse, plus les taux d'intérêt doivent être bas pour soutenir l'économie. La règle de Taylor reflète le comportement moyen de la banque centrale sur le passé, et permet donc d'indiquer si la politique monétaire est plus ou moins accommodante, compte tenu de la position dans le cycle, qu'elle ne l'est en moyenne. Outre qu'elle n'a pas de valeur normative, l'estimation de cette règle souffre toutefois d'une grande incertitude.
- Plus sophistiqués et interprétables en évolution, les Indices des Conditions Monétaires et Financières (ICMF) permettent enfin d'apprécier l'orientation de la politique monétaire au regard de l'évolution des autres variables monétaires et financières que sont les taux obligataires, les taux de change et la capitalisation boursière. Ces indices permettent d'estimer l'impact de l'environnement monétaire et financier sur l'activité économique.

Le niveau actuel des taux d'intérêt en zone euro est mis en perspective avec ces différents indicateurs, à titre d'exemple. Ainsi, le taux directeur actuel de la BCE (2%) est-il très inférieur au taux «neutre». Cela n'est pas surprenant dans la mesure où l'activité économique dans la zone euro se situe en dessous de son potentiel. Si l'on prend en compte la conjoncture, il semble que pour l'ensemble de la zone, le taux d'intérêt est resté proche et légèrement en-deçà de ce que suggère la «règle de Taylor» depuis mi-2001. Les calculs d'ICMF permettent cependant d'approfondir le diagnostic en tenant compte notamment de l'appréciation de l'euro intervenue ces dernières années. Un taux d'intérêt sous la règle de Taylor apparaît alors cohérent avec les évolutions du marché des changes.

---

1. Cet article est issu du DPAE n° 75 – Juin 2005.

## 1. Taux neutre et taux réels

La comparaison du taux d'intérêt avec un niveau «neutre» est sans doute le premier élément de l'analyse de la politique monétaire. Le taux neutre se définit comme le taux d'intérêt compatible avec une croissance de long terme équilibrée ; il est indépendant de la position dans le cycle. Sa définition peut varier suivant la modélisation de l'économie mais la plus répandue dérive de la règle d'or : **à l'équilibre le taux d'intérêt est égal au taux de croissance de l'économie.**

### La règle d'or

En 1928, l'économiste F. Ramsey s'intéresse à la détermination du «bon» niveau de capital par tête qui permettrait de maximiser le bien-être social. Il suppose qu'à chaque période, les agents peuvent choisir entre consommer leur revenu tout de suite ou reporter la consommation à demain en épargnant une partie.

Le taux d'intérêt compatible avec le niveau d'épargne d'équilibre vérifie (sous certaines hypothèses) la règle d'or : le taux d'intérêt est égal au taux de croissance de l'économie.

$$r = n + g \text{ (règle d'or)}$$

On note  $n$  la croissance de la population,  $g$  le progrès technique et  $r$  le taux neutre. Dans certains modèles, la règle d'or prend en compte un coefficient de préférence pour le présent qui traduirait l'idée que les agents valorisent plus ou moins la consommation présente et ajustent leur épargne en conséquence.

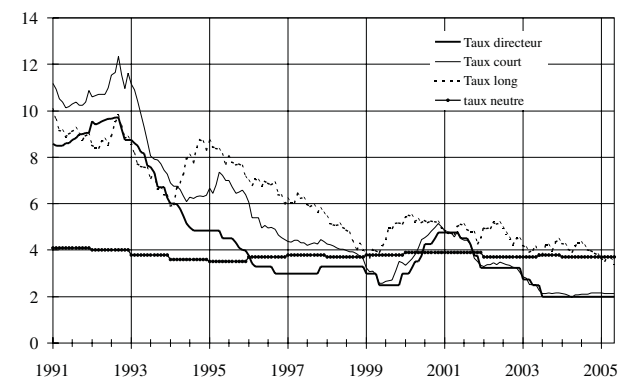
Le taux d'intérêt réel est le taux réellement perçu par les agents : il permet par exemple du point de vue de l'emprunteur de comparer le coût de son prêt (taux nominal) avec la dépréciation de la monnaie (taux d'inflation).

Pour calculer le «taux neutre» à une date donnée, c'est le taux de croissance potentielle qui est retenu. En effet, à chaque instant, la production peut être décomposée en une composante tendancielle (ou potentielle) et une composante cyclique (ou conjoncturelle). La composante tendancielle peut être définie comme la composante qui résulterait du seul jeu des facteurs d'offres, correspondant au niveau de production d'équilibre tel qu'il est défini dans les modèles de croissance de long terme.

L'estimation de la production potentielle que l'on utilise ici correspond à une croissance potentielle de court-terme (Cf. DPAE n°48 : *La croissance potentielle de l'économie française de moyen-long-terme*, septembre 2004) : le stock de capital est pris égal au stock effectif à la date  $t$ , et la technologie est prise en tendance (grâce à des techniques de lissage par exemple). Le niveau d'emploi est défini comme le niveau des ressources de main-d'œuvre qui pourraient être employées sans entraîner une hausse de l'inflation. L'évolution de la production potentielle définit la croissance potentielle.

Ainsi, en 2004, le taux neutre réel de la zone euro se situerait entre 1,80% et 1,90% selon les estimations. En prenant en compte une cible d'inflation compatible avec l'objectif de la BCE, un peu inférieure à 2%<sup>2</sup> le taux neutre nominal peut être estimé comme un peu inférieur à 3,80-3,90%. La période récente (Cf. graphiques 1a et 1b) est ainsi caractérisée par des taux d'intérêt durablement et significativement sous leur niveau d'équilibre de long terme.

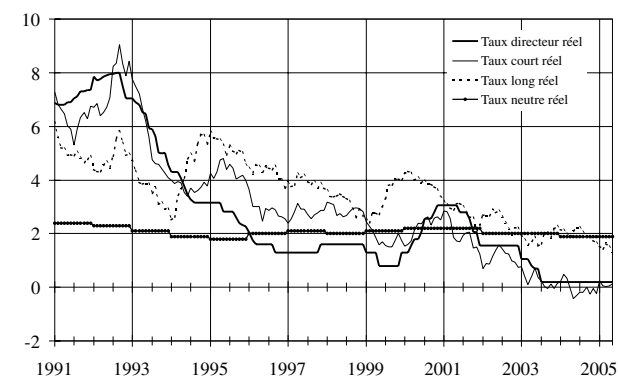
Graphique 1a : taux d'intérêt nominaux en zone euro



Source : Datastream et OCDE

Cette situation est à relier au fait que le PIB de la zone euro est actuellement sous son potentiel. Mais sans préjuger des évolutions à court-terme, ceci implique, comme le rappelle régulièrement le président de la BCE, *que les taux directeurs remonteront un jour ou l'autre en Europe*<sup>3</sup> en lien avec le retour des variables économiques vers leur niveau d'équilibre, et donc entre autres, avec le retour du PIB vers son potentiel.

Graphique 1b : taux d'intérêt réels en zone euro



Source : Datastream et OCDE

Au total, la comparaison du taux d'intérêt observé et du taux neutre n'apporte que peu d'information. Le taux neutre évolue dans une fourchette très étroite proche de la croissance potentielle de long terme. En général, le diagnostic qu'il fournit est que la politique monétaire est restrictive en phase haute du cycle et accommodante en phase basse du cycle. Dans le cas de la zone euro, la période 1991-1996 fait cependant figure d'exception pour des raisons qui seront analysées plus loin.

2. Cible officielle non quantifiée : en dessous mais proche de 2%.

3. JC Trichet, Conférence de presse du 3 Mars 2005

## 2. Les règles de Taylor

### 2.1 Les principes

En 1993, J. Taylor<sup>4</sup> reproduit le comportement des taux d'intérêt américains pendant les années 1980, à l'aide d'une règle simple, comprenant deux cibles : une d'inflation et une d'activité<sup>5</sup>. Il montre, en utilisant des modèles à anticipations rationnelles, que de telles règles peuvent être optimales - au sens où elles minimisent la volatilité du PIB et des prix. La règle qu'il choisit pour illustrer son propos, portera par la suite son nom. Elle s'écrit de la manière suivante :

$$i_t = \bar{r} + \pi_t + 0,5(\pi_t - \bar{\pi}) + 0,5(y_t - \bar{y}) \text{ (règle de Taylor)}$$

On note  $i_t$ , le taux d'intérêt nominal de court terme,  $\bar{r}$  le taux neutre réel,  $\pi_t$  le taux d'inflation et  $\bar{\pi}$  sa cible,  $y_t$  le PIB réel (en logarithme) et  $\bar{y}$  sa cible (PIB potentiel en général).

Le taux d'intérêt réel de court terme ( $i_t - \pi_t$ ) défini par la règle de Taylor, ou *taux de Taylor*, est adapté à la situation économique. Il s'écarte du taux d'intérêt réel neutre défini plus haut en lien avec l'écart entre l'inflation et la cible d'inflation ; il s'en écarte aussi en fonction de la différence entre le PIB et le PIB potentiel (ou *output gap*). Taux neutre et *taux de Taylor* ne sont confondus que lorsque inflation et production sont à l'équilibre.

Cette règle est avant tout basée sur une régularité historique : elle reproduit fidèlement les évolutions passées des taux des Fed Funds à partir de deux variables, les prix et le PIB ; mais ne présage *a priori* en rien de leurs évolutions futures (changement de cible par

4. John B. Taylor, né en 1946, est professeur à l'université de Stanford. Il s'est aussi impliqué dans la conduite des politiques économiques depuis 2001 en tant que sous secrétaire du Trésor américain

5. John B. Taylor, Discretion versus policy rules in practice, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1993, vol. 39, pp. 195-214.

exemple). En choisissant les coefficients aussi pour leur simplicité, l'auteur a cependant conféré à cette règle des vertus pédagogiques évidentes : **elle est simple à interpréter et facile à mémoriser.**

La règle de Taylor, en tenant compte de l'inflation effective et de l'activité, permet de réconcilier les objectifs de court et de moyen terme du banquier central. En effet, les tensions inflationnistes de moyen terme naissent précisément de l'inadéquation entre la demande et l'offre potentielle. Il n'est donc pas paradoxal qu'une Banque Centrale ciblant l'inflation intègre aussi les variations de l'écart de production dans sa fonction de réaction.

Le *taux de Taylor* doit alors s'interpréter comme un taux d'intérêt permettant au PIB et à l'inflation de retrouver leur valeur cible. **Il n'a pas de valeur normative, mais doit plutôt être interprété comme une valeur de référence** : l'écart observé entre le taux directeur des autorités monétaires et le taux de Taylor permet de caractériser une politique monétaire : une politique monétaire accommodante (resp. restrictive) est caractérisée par des taux inférieurs (resp. supérieurs) au *taux de Taylor*. Il ne s'agit de surcroît que d'une rationalisation *ex-post* de l'évolution des taux : les données contemporaines ne sont souvent pas connues ou, au mieux, provisoires.

Enfin, et surtout, les banquiers centraux prennent leurs décisions en fonction d'un large panel de variables. Il peut ainsi être nécessaire et normal que la politique monétaire s'écarte d'un comportement moyen pour faire face à une situation exceptionnelle : les cibles d'inflation et de PIB peuvent en effet ne pas être compatibles ou ne pas refléter la réalité des pressions inflationnistes. Lors d'un choc d'offre négatif (par exemple sur le prix du pétrole) les cibles d'inflation et de production évoluent dans des directions opposées : les prix augmentent et l'activité baisse. La réaction de la Banque Centrale n'est plus univoque : elle peut baisser les taux pour soutenir l'activité ou les monter pour contenir l'inflation, le *taux de Taylor* restant inchangé.

### Les deux «piliers» de la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne

La BCE prend ses décisions de politique monétaire sur la base d'une double analyse économique et monétaire.

L'analyse économique est censée identifier les pressions inflationnistes de court et de moyen terme en caractérisant la situation conjoncturelle et les perspectives macroéconomiques. Les principales variables observées sont les suivantes :

– inflation et inflation sous-jacente (ie sans les composantes les plus volatiles, Cf. DPAE n°75 : *Mesurer l'inflation sous-jacente en zone euro*, juin 2005) ;

– salaires et coûts de production : une augmentation anormale des salaires ou des coûts de production (augmentation du prix de l'énergie par exemple) sera au moins partiellement répercutée sur les prix de vente. Il s'agit donc d'indicateurs avancés de l'inflation ;

– croissance et emploi : les déséquilibres entre offre et demande seront accommodés à moyen terme par un ajustement des prix. Il convient aussi de regarder quelle est la source des déséquilibres, parmi les composantes du PIB par exemple.

L'analyse monétaire repose sur le lien étroit entre inflation et évolution des masses monétaires, dans le moyen et le long terme : d'après la théorie monétaire, la croissance des prix sur le long terme ne reflète que l'évolution de la masse monétaire. Ainsi, une augmentation trop rapide des liquidités sera inflationniste lorsqu'elle se traduira par de la consommation supplémentaire. C'est pour cela que la BCE analyse, parallèlement à l'évolution des masses monétaires (M3 reste pour l'instant l'agrégat préféré), celle des principales contreparties, telle l'offre de crédit par exemple.

Cette problématique est d'ailleurs d'actualité en zone euro depuis le début de l'année : alors que les prix du pétrole augmentent et se maintiennent à des niveaux élevés, la BCE doit pondérer les risques sur l'inflation - directs (prix des imports et de production) et indirects (boucle prix/salaire) - d'une part et ceux sur la croissance d'autre part.

## 2.2 La règle de Taylor pour la zone euro

La règle définie par Taylor s'applique à l'économie américaine et à la politique monétaire de la FED. Une estimation est théoriquement nécessaire pour faire la transposition à d'autres pays car les coefficients *historiques* - 0,5 pour l'activité et 0,5 pour l'inflation - n'y seront *a priori* plus valides. De plus, il est possible de spécifier l'équation avec d'autres variables que l'inflation effective et l'écart de production réalisé. A titre d'exemple, le graphique 2a montre les résultats de différentes règles de Taylor comparées au taux d'intérêt de court terme : les taux actuels apparaissent proches de ceux qu'indiquent les différentes règles de Taylor usuelles estimées<sup>6</sup>.

**L'incertitude concernant les différentes spécifications possibles est toutefois forte.**

La ré-estimation d'une règle de Taylor est économétriquement délicate et les coefficients sont très dépendants

### Estimation d'une règle de Taylor

L'estimation d'une règle de Taylor ne se fait en général pas directement. Les coefficients découlent de l'estimation d'une fonction de réaction de la Banque Centrale. On suppose pour cela que le taux d'intérêt observé tient compte à la fois du taux de Taylor mais aussi d'un coefficient de lissage :

$$i_t = (1-\rho) \cdot (y + \alpha \cdot \Pi_t + \beta \cdot Y_t) + \rho \cdot i_{t-1} + \varepsilon_t$$

Les notations sont les mêmes que celles utilisées précédemment, et  $\rho$  est le coefficient de lissage.

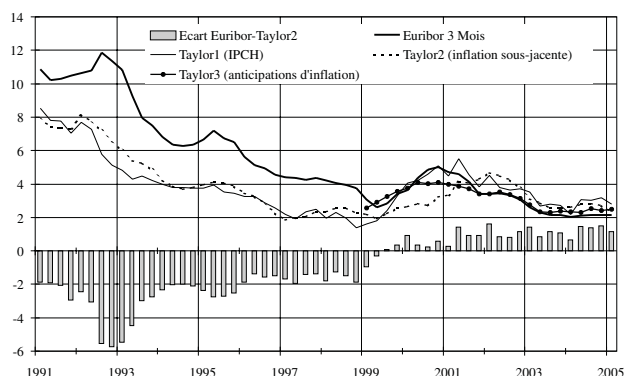
Ce coefficient de lissage traduit la volonté des autorités monétaires de réduire les primes de risque associées à une trop grande volatilité des taux. Cette équation peut être spécifiée de plusieurs manières, mais les contraintes sont importantes : pouvoir explicatif des variables, disponibilité, fiabilité, ... etc. Il est par exemple inutile de spécifier une règle de Taylor avec des variables dont la Banque Centrale ne dispose pas lorsqu'elle prend sa décision.

On peut utiliser différentes mesures d'inflation (effective, sous-jacente, tronquée...) ou des inflations anticipées (point mort d'inflation, enquêtes, Consensus Forecast...). Pour l'écart de production, on prend généralement l'écart de production réalisé car l'incertitude sur les prévisions est relativement importante. On peut bien sûr utiliser d'autres indicateurs comme un taux d'utilisation des capacités (en écart à sa moyenne de long terme) ou des indices de production (en écart par rapport à une tendance).

6. Pour plus de détails, on pourra consulter : *Règle de Taylor et politique monétaire dans la zone euro*, Jean-Stephane Mésonnier et Jean-Paul Renne, NER#117, Banque de France, Octobre 2004.

de la méthode retenue. Dans le cas de la BCE se rajoute un problème d'historique : l'estimation est d'autant moins fiable que l'échantillon est petit. Aussi, rallonger la période d'estimation en reconstruisant des séries avant 1999 ne résout que partiellement le problème : quel est la signification de telles données ? De quelle banque centrale virtuelle estime-t-on la fonction de réaction ? Ainsi en traçant différentes règles de Taylor (définies par plusieurs spécifications différentes), on se rend compte de l'incertitude d'une telle analyse : il est parfois impossible de caractériser l'orientation de la politique monétaire car certaines règles aboutissent à un taux au-dessus, d'autres-en dessous. Le graphique 2b montre que cette incertitude peut être assez conséquente, notamment sur la période 2000-2001.

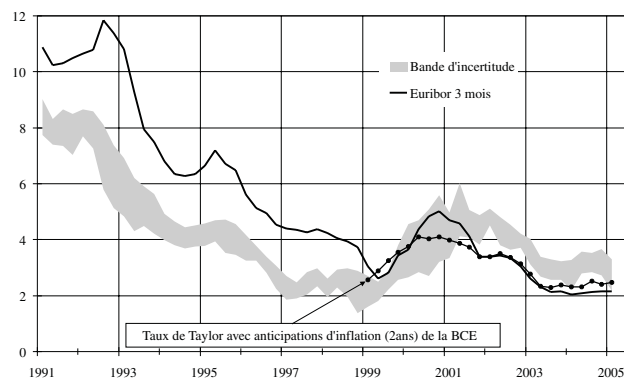
Graphique 2a : règle de Taylor en zone euro



Source : calculs DGTPE

Note : les coefficients des différentes règles de Taylor sont les mêmes - 0,5 pour l'inflation et 0,5 sur l'écart de production. La courbe Taylor1 est spécifiée avec l'indice des prix à la consommation d'Eurostat (IPCH), Taylor2 avec l'indice d'inflation sous-jacente (définition Eurostat) et Taylor3 avec les anticipations d'inflation à 2 ans de la BCE.

Graphique 2b : incertitudes sur les Règles de Taylor



Source : calculs DGTPE

Note : la bande d'incertitude représente différentes règles de Taylor dont les écarts proviennent de spécifications différentes (type d'inflation et d'écart de production) et de coefficients différents (historiques ou estimés).

Ces résultats amènent cependant à faire une constatation simple : l'utilisation des règles de Taylor suggère que la politique monétaire a été restrictive pour l'ensemble de la zone euro au cours de la période antérieure à la création de l'Union Economique et Monétaire. En revanche, depuis la création de l'euro, la politique

monétaire a été plus proche de la neutralité (au sens de Taylor) et elle est même plutôt accommodante depuis 2001.

Ce résultat peut s'interpréter aisément : avant la mise en place de l'euro, les banques centrales de la plupart des monnaies des pays de la zone euro poursuivaient un objectif de stabilité du taux de change (à l'exception de la Bundesbank). Compte tenu des incertitudes sur l'évolution future des taux de change (et notamment la possibilité de dévaluation au sein du mécanisme de change), les banques centrales maintenaient un écart de taux d'intérêt plus ou moins important avec le taux le plus bas de la zone. La mise en place de l'euro en 1999 a permis d'effacer ces risques de réaligement et a conduit à un environnement monétaire plus accommodant.

### 3. Les indices des conditions monétaires et financières (ICMF)

Les Indices des conditions monétaires et financières permettent d'estimer les effets directs et indirects de l'orientation de la politique monétaire sur l'activité économique. Si la politique monétaire affecte directement le financement de l'économie via le taux d'intérêt de court-terme, ses effets passent aussi par son impact sur les taux obligataires (obligations d'État et éventuellement obligations du secteur privé), sur le taux de change, et sur la capitalisation boursière. L'indice retenu est ainsi une combinaison de ces différentes variables, dont les pondérations permettent d'obtenir une corrélation maximale avec l'activité économique, généralement mesurée par le taux de croissance du PIB. Ces indices peuvent être estimés en termes réels ou en termes nominaux.

C'est la Banque du Canada qui a, la première<sup>7</sup>, utilisé une moyenne pondérée du taux d'intérêt et du taux de change pour mesurer l'impact de sa politique sur la croissance. Cet indice s'écrivait ainsi :

$$ICM_t = TIN_t + \mu . TCEN_t$$

Où TIN est le taux d'intérêt directeur de la banque centrale et TCEN le taux de change effectif nominal (en logarithme). Sous cette forme, l'indice se lit comme l'équivalent d'une série de taux d'intérêt nominal : une augmentation est synonyme d'un resserrement monétaire. Le coefficient  $\mu$  représente l'équivalence en terme d'impact entre une hausse de taux et une appréciation de la monnaie : ainsi, une appréciation de 1% du dollar canadien a un impact identique à une hausse de  $\mu$  points de pourcentage du taux directeur (soit  $\mu \times 100$  bps)

7. *Le rôle des conditions monétaires et de l'indice des conditions monétaires dans la conduite de la politique économique* : Allocution prononcée par Charles Freedman, sous-gouverneur de la Banque du Canada, Conférence sur l'évolution internationale et les perspectives économiques pour le Canada, Université de Toronto, 15 juin 1995. [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca)

Il existe de nombreuses déclinaisons des ICMF, construites à partir de variables et de pondérations différentes. L'ICMF présenté ici pour la zone euro est issu de variantes sur des modèles macro-économétriques, principalement le modèle NIGEM du National Institute of Economic and Social Research (Londres). Il s'agit d'un indice réel, fonction du taux d'intérêt réel de court terme (taux Euribor à 3 mois déflaté par l'inflation courante), du taux d'intérêt réel de long terme (rendement des obligations d'États à 10 ans déflaté par la moyenne mobile sur un an de l'inflation sous-jacente), du taux de change effectif réel et du ratio de la capitalisation boursière au PIB.

L'équation de définition de l'indice s'écrit :

$$ICMF_t = 0,39.TIRCT_t + 0,78.TIRLT_t + 0,09.TCER_t - 0,01.Capi_t$$

Où l'on note TIRCT et TIRLT les taux d'intérêt réels de court et long terme, TCER le taux de change effectif réel (en logarithme) et Capi le ratio capitalisation boursière sur PIB<sup>8</sup> (en logarithme).

Les pondérations retenues représentent l'impact, toutes choses égales par ailleurs, d'une variation de 1% (ou de 100pb pour les taux d'intérêt) de chaque variable sur le PIB à la fin de la deuxième année (Cf. tableau 1). On supposera ainsi que la contribution à l'ICMF d'une hausse de 100pb des taux courts est de +0,39% parce que l'on estime à 0,39% l'impact négatif d'une telle variation sur le PIB à la fin de la deuxième année. L'ICMF s'interprète en variation, celle-ci traduisant l'impact des conditions monétaires et financières sur la croissance. L'interprétation de l'ICMF en niveau n'aurait aucun sens.

**Tableau 1 : impact sur le PIB en fin de deuxième année (écart au compte central en point de PIB)**

Variante de taux courts (baisse de 100pb des taux d'intérêt réels de court terme)	0,39
Variante de taux longs (baisse de 100pb des taux d'intérêt réels de long terme)	0,78
Variante de change (dépréciation de 1% du taux de change effectif réel)	0,09
Variante de capitalisation (baisse de 1% du ratio Capitalisation boursière sur PIB)	-0,01

Note : chaque variante est réalisée en choquant une variable et en laissant les autres exogènes ; le but étant d'isoler les différents canaux de transmission.  
Sources : calculs DGTPE

La différence d'impact entre les mouvements de taux longs et les mouvements de taux courts reflète la structure de l'endettement des entreprises (et dans une moindre mesure la composition de l'endettement et de

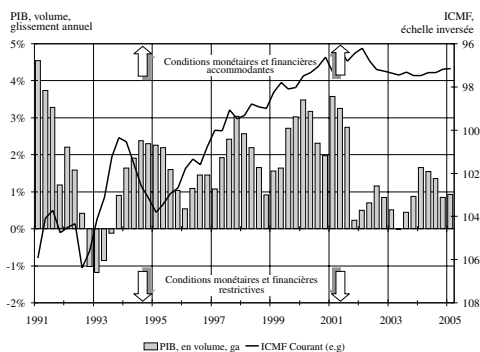
8. L'introduction du ratio «Capi» permet de traduire un effet de richesse sur l'activité économique. Cependant, il s'agit d'une mesure incomplète et imparfaite de l'ensemble de la richesse, notamment la valorisation du patrimoine immobilier n'est pas prise en compte.

l'épargne des ménages) : on estime en zone euro que les entreprises (tout comme les ménages) s'endettent principalement à long terme et à taux fixe (70%) et moins à court terme et à taux variable (30%). L'impact d'une variation des taux longs est en moyenne deux fois supérieur à une variation de taux courts de même ampleur.

L'impact des mouvements de taux de change est relativement important et traduit la forte exposition de la zone au risque de change. Cette exposition est bien sûr d'autant plus élevée que l'économie est ouverte. À titre indicatif, ce multiplicateur pour la zone euro est supérieur à ce que l'on trouve généralement dans la littérature pour les États-Unis et même pour le Japon. Une étude de Goldman Sachs<sup>9</sup> montre par exemple un multiplicateur de 0,10 pour la zone euro, contre 0,08 pour le Japon et 0,05 pour les États-Unis.

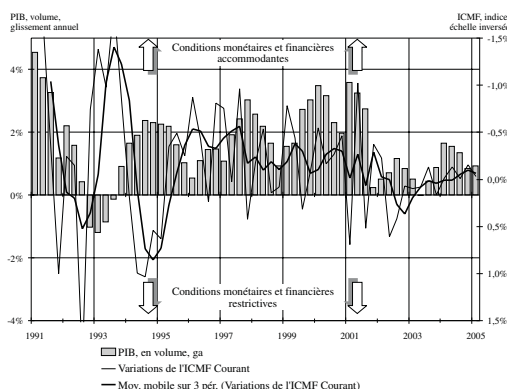
Le multiplicateur de la capitalisation boursière est en revanche assez faible pour la zone euro. Il traduit en fait l'absence d'effet de richesse<sup>10</sup> significatif : la part des actions détenues par les ménages dans l'ensemble de leur richesse reste faible. En comparaison, l'effet richesse aux États-Unis pourrait être jusqu'à 4 ou 5 fois plus important.

**Graphique 3a : ICMF courant en zone euro**



Source : Datastream et calculs DGTPE

**Graphique 3b : variations de l'ICMF courant en zone euro**



Source : Datastream, calculs DGTPE.

9. *A Refresher on GS Financial Conditions Indices*, Global Economic Weekly (4 juin 2003).

10. Lorsque les agents observent l'augmentation de la valeur de leur portefeuille d'actif (en valeur ou en rendement), ils auront tendance à utiliser une partie de ces plus-values pour consommer davantage.

Les graphiques précédents montrent que les conditions monétaires et financières se sont globalement stabilisées dans la zone euro depuis 2002 à un niveau très favorable par rapport à la moyenne des 15 dernières années : l'appréciation quasi continue du taux de change jusqu'au début de 2005 a été compensée à partir de la fin 2002 par la baisse des taux d'intérêt de court terme puis par la chute des rendements obligataires qui ont atteint ces derniers mois des niveaux historiquement bas.

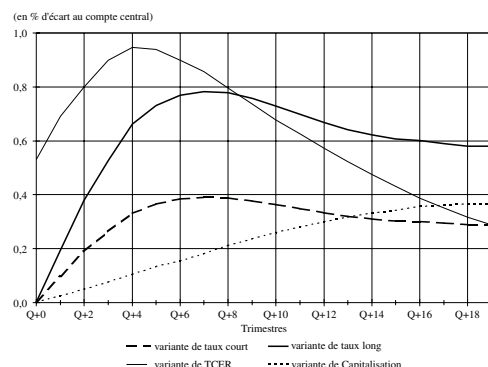
On observe d'autre part que des variations importantes des conditions monétaires et financières ont souvent précédé des fluctuations importantes de la croissance : c'est le cas de la récession de 1993 puis de la reprise qui a suivi, c'est aussi le cas du ralentissement intervenu en 1995-1996 et de la réaccélération qui a suivi, puis dans une moindre mesure de la stagnation de l'activité en 2003.

#### 4. Les contributions des conditions monétaires et financières passées

La prise en compte des conditions monétaires et financières passées est une extension de la méthode précédente. L'idée est la même : quantifier les impacts relatifs de différentes variables. Cependant, on prend maintenant en compte les délais de réaction aux chocs : on considère que la contribution contemporaine d'une variable aux évolutions de l'indice est égale à la somme des effets retardés de ses variations passées. La construction détaillée de cet indice sera présentée dans le prochain DPAE<sup>11</sup>.

Cet exercice passe par la détermination des fonctions de réaction au cours du temps du PIB à des chocs de taux d'intérêt, de taux de change et de capitalisation boursière. Le graphique 4 présente les profils retenus, construits sur la base des résultats de modèles macro-économétriques ou calibrés, le cas échéant par d'autres méthodes d'estimations. Les principales caractéristiques de ces profils sont les suivantes :

**Graphique 4 : effet sur le PIB réel de différents chocs**



Note : les chocs considérés sont ceux du tableau 1.

Source : NIGEM, calculs DGTPE

11. *Les conditions monétaires et financières courantes et passées dans la zone euro et aux États-Unis*, Fabrice Montagné et Mickaël Le Mestric, DPAE n°76 juin 2005, à venir.

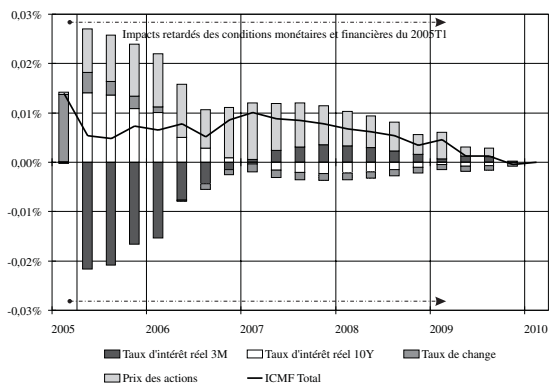
- Les chocs de taux sont progressifs (leur impact contemporain est nul) mais se maintiennent sur le moyen terme. L'impact des taux longs est le double de celui des taux courts ;
- Le choc de change est relativement brutal (impact instantané sur le PIB de l'ordre de 0,5 point) mais le PIB retrouve presque son niveau d'origine au bout de cinq ans ;
- Enfin, les effets de richesse liés au prix des actifs sont relativement faibles en zone euro, mais réguliers : une augmentation du ratio capitalisation sur PIB contribue positivement à la croissance pendant plus de 5 ans.

**Ainsi, les évolutions observées au premier trimestre 2005 ont un impact sur la croissance des trimestres à venir ...**

Début 2005, les taux courts réels ont augmenté dans la zone euro de 40pb (en liaison avec la baisse de l'inflation), alors que les taux longs réels ont diminué de 10pb dans le sillage de la baisse des rendements nominaux ; l'euro s'est par ailleurs déprécié en terme effectif réel (-0,3%) et les marchés boursiers ont fortement progressé (+7,6%).

Sur la période courante, seul le taux de change contribue à l'évolution de l'indice (Cf. graphique 5). Les autres variables n'y participent qu'à partir du deuxième trimestre (retard lié aux canaux de transmission). Les conditions monétaires et financières du premier trimestre 2005 contribuent dans l'ensemble positivement à la croissance, notamment grâce à la progression des marchés obligataires et aux marchés d'actions. Les contributions s'annulent au bout de cinq ans.

**Graphique 5 : contribution du 1er trimestre 2005 aux variations futures de l'ICMF**

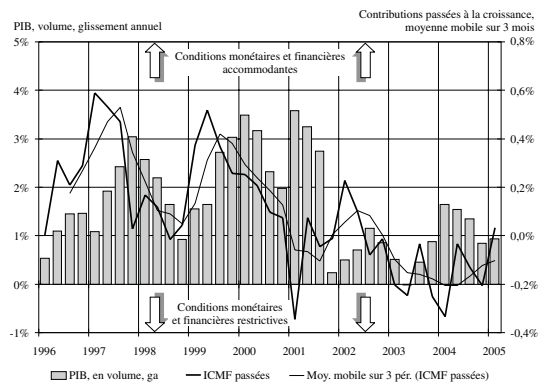


Source : calculs DGTPE

**... Les contributions passées des conditions monétaires et financières sont neutres**

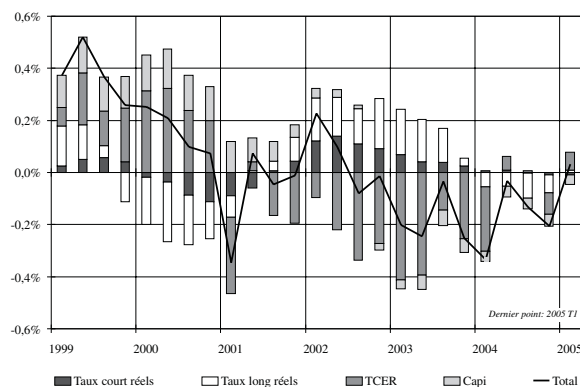
La contribution totale des conditions monétaires et financières passées est obtenue en cumulant à chaque date, l'ensemble des effets retardés. En terme de croissance, et malgré la contribution positive de la dépréciation du change de l'euro, la contribution totale est nulle au premier trimestre 2005.

**Graphique 6a : ICMF passé et croissance du PIB en zone euro depuis 1996**



Source : Datastream et calculs DGTPE

**Graphique 6b : contributions aux variations des conditions monétaires et financières passées en zone euro**



Source : Datastream et calculs DGTPE

**5. Conclusion : des indicateurs complémentaires permettant d'établir un diagnostic sur l'environnement monétaire**

L'utilisation de l'ensemble de ces indicateurs permet de mieux caractériser une politique monétaire. Ils sont davantage complémentaires que redondants. L'appréciation des variations du change, par exemple, est très différente selon l'indicateur utilisé : (1) le change n'a pas d'impact sur le taux neutre car il ne modifie pas l'équilibre de long terme ; (2) il n'a qu'un impact indirect sur la règle de Taylor : ce n'est qu'une fois transmis aux prix et à l'activité qu'il sera pris en compte. (3) dans l'ICMF courant, une variation positive de change peut être accommodée par une baisse des taux réels, ce qui a par exemple été le cas au dernier trimestre 2004. Enfin (4) les effets retardés des différentes évolutions ne sont pris en compte dans leur intégralité que dans le calcul des contributions des conditions passées.