

LA LETTRE DU

N° 251 — DÉCEMBRE 2005

CEPII CENTRE
D'ETUDES PROSPECTIVES
ET D'INFORMATIONS
INTERNATIONALES

HÉRITAGE GREENSPAN : LE TRIOMPHE DE LA POLITIQUE DISCRÉTIONNAIRE

Le 31 janvier 2006, s'achève le dernier mandat d'Alan Greenspan à la tête de la Réserve fédérale. Sous sa houlette, la Banque centrale américaine a fait évoluer considérablement sa pratique monétaire. Le président de la Fed a refusé toute règle de décision pré-établie afin de pouvoir réagir aux événements avec la plus grande flexibilité. La Fed est devenue un gestionnaire du risque macroéconomique et a su faire du marché obligataire son allié pour orienter son action en lien avec les mouvements des taux longs. En même temps, elle a été particulièrement attentive au changement structurel. En particulier, Greenspan a su très tôt détecter l'accélération des gains de productivité et y adapter sa conduite monétaire. Les dix-huit ans de l'ère Greenspan resteront celles du triomphe de la politique discrétionnaire. Comment va se faire le passage de témoin au nouveau président Bernanke ?

■ Un double mandat, une grande flexibilité

Le Congrès a donné à la Fed, par statut, une double mission : réaliser le plein emploi soutenable et une inflation acceptable à travers le cycle. Ces deux objectifs sont d'égale importance et indissociables. Aucun des deux n'est prédéfini quantitativement. Leur réalisation demande donc du jugement.

Cette démarche est pleinement justifiée selon Alan Greenspan, parce que la politique monétaire a des effets réels durables, mais opère dans un environnement incertain. Car les structures économiques évoluent, mais les individus et les entreprises ne perçoivent ces changements que lentement. Ainsi, durant l'ère Greenspan, le reflux de l'inflation a favorisé la prise de risque, de sorte que les agents économiques sont désormais plus vulnérables aux chocs financiers. La forte interaction entre le crédit et les prix des actifs financiers est devenue un canal important de transmission de la monnaie à l'économie. Corrélativement, la demande de monnaie est devenue la résultante d'arbitrages financiers fugaces. Sa relation avec la dépense agrégée n'est pas stable et son lien avec l'inflation est inexistant. En revanche, les mouvements des prix des actifs peuvent entraîner des épisodes de stress financier que la banque centrale doit être attentive à désamorcer.

C'est pourquoi Alan Greenspan a rejeté tout pré-engagement sur une règle de décision qui aurait pu limiter les réponses aux

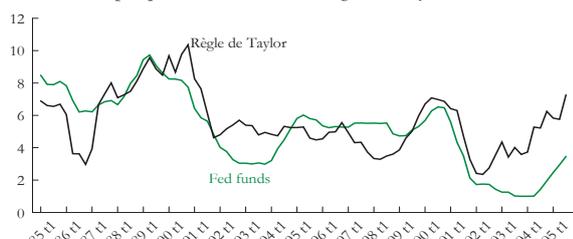
événements. Les options devaient rester ouvertes. Selon lui, la banque centrale doit être un gestionnaire du risque macroéconomique. Elle doit envisager un spectre de scénarios et non une seule trajectoire censée être optimale. La bonne politique est celle qui donne une assurance contre des pertes économiques sévères, même si les événements qui les déclenchent ont des probabilités basses de se produire¹.

Le caractère dual de la politique monétaire américaine, ainsi que sa réactivité en matière de gestion conjoncturelle, peuvent être illustrés à partir de la comparaison du taux des Fed funds fixé par la Fed avec le taux issu d'une règle de Taylor accordant le même poids aux deux objectifs² (graphique 1). Globalement, sur les années 1985-2005, l'évolution des deux taux est suffisamment proche pour indiquer que l'activité économique a compté autant que l'inflation dans l'orientation de la politique monétaire sous la présidence de Greenspan. Mais les écarts temporairement très importants entre les deux courbes révèlent aussi que la conduite de la politique monétaire a été loin de suivre aveuglément la règle. Ainsi, le graphique 1 illustre le caractère particulièrement accommodant de la politique monétaire au cours des épisodes récessifs (1991-92 et 2001-02) et notamment au sortir de la récession de 2001. Alors que la règle de Taylor suggère une remontée des taux de près

1. A. Greenspan (2004), "Risk and uncertainty in monetary policy", *American Economic Review* 94, pp. 33-40, mai.

2. De manière standard, nous utilisons ici une règle de Taylor calculée avec des coefficients de 0,5 pour l'*output gap* et pour l'écart d'inflation : $i_t = \pi_t + r^* + 0,5(\pi_t - \pi^*) + 0,5(OG_t)$; la cible d'inflation π^* et le taux d'intérêt réel d'équilibre r^* sont fixés à 2%. Le PIB potentiel utilisé pour le calcul de l'*output gap* OG_t est obtenu à partir d'une application du filtre Hodrick-Prescott sur les données de PIB trimestriel.

Graphique 1 – Fed funds et règle de Taylor, en %



Sources : Fed, BLS, BEA, calculs des auteurs.

de 200 points de base entre le printemps 2003 et le printemps 2004 (en relation avec la résorption de l'écart de production), la Fed a diminué ses taux de 25 points de base.

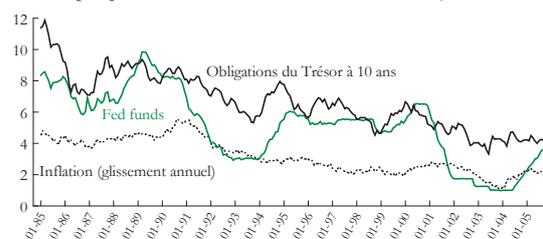
La règle de Taylor n'est qu'une représentation *ex post* et moyenne de la politique monétaire. Elle ne dit rien sur la pratique de la Fed. Pour comprendre cette pratique, il faut distinguer l'instrument de la politique monétaire (le taux des fonds fédéraux), l'indicateur de marché qui lui sert d'objectif intermédiaire (le taux d'intérêt sur les obligations d'état à dix ans) et son objectif final. Celui-ci est un combiné du plein emploi soutenable et d'une inflation tendancielle basse et stable. Il est représenté par un taux d'intérêt neutre.

■ Une tactique alliée aux mouvements du taux long

La dimension tactique de la politique monétaire est la relation entre l'instrument et l'objectif intermédiaire. Celui-ci est un taux *long* parce que les États-Unis ont un système financier mixte, où les agents économiques ne sont pas confinés au crédit bancaire. Ainsi les entreprises émettent-elles des titres sur un marché obligataire large et profond. De leur côté, les banques titrisent leurs crédits hypothécaires et achètent des protections sous la forme de dérivés du crédit. La structure de ce système financier, caractérisée par l'importance des financements à long terme et à taux fixes, fait du mouvement des taux obligataires un indicateur avancé du risque dominant selon l'état de la conjoncture. C'est pourquoi la Fed fait du marché obligataire son allié. Elle observe avec attention les mouvements qui s'y produisent pour décider de l'orientation de son action sur son taux directeur.

La réactivité de la politique monétaire se lit alors dans les variations de l'écart entre le taux court et le taux long (graphique 2). Dans les phases de croissance soutenue et stable (4% sur 1996-99), la Fed maintient le taux monétaire proche du taux long. Ponctuellement, en haut de cycle (1989 et 2000), elle provoque une inversion de la courbe des taux pour mettre un terme à une surchauffe provoquée par l'emballement du prix des actifs (immobiliers en 1989, actions en 2000). Pour amortir les récessions (1991, 2001), elle n'hésite pas à baisser les taux courts très en dessous des taux longs ; elle le fait jusqu'à être sûre que la reprise est fermement engagée.

Graphique 2 – Taux d'intérêt et inflation sous-jacente, en %



Sources : Fed, BLS.

Le graphique 2 illustre aussi les difficultés rencontrées par la Fed dans le pilotage de la sortie des phases de politique accommodante. Au début de 1994, le retournement brutal des Fed funds a pris à contre-pied les anticipations des marchés, provoquant une montée brutale des taux obligataires et un *krach* propagé au monde entier. En 2004 et 2005, au contraire, la remontée progressive des taux courts n'a pas eu d'impact sur les taux longs. Les causes probables sont l'abondante liquidité mondiale à la recherche de rendements et la persistance d'anticipations d'inflation basses en dépit de la remontée du taux d'inflation apparent (hausse du prix de l'essence).

■ Une stratégie guidée par un taux neutre...

Au-delà des tensions conjoncturelles, la politique de la Fed a aussi eu à réagir aux conséquences du changement de régime de l'inflation qui s'est produit au cours de l'ère Greenspan. L'économie a évolué d'une phase de désinflation, perçue avec retard par les agents privés, à un régime où les anticipations d'inflation sont basses et stables. Lorsque celui-ci s'est imposé dans les années 1990 (graphique 2), le mouvement des taux longs est devenu surtout dépendant des facteurs réels de la croissance et des anticipations sur les prix des actifs financiers. C'est donc un taux long *réel* qui est devenu significatif des tensions dans le cycle économique. Cependant les dynamiques financières peuvent perturber grandement l'équilibre macroéconomique. C'est pourquoi le mouvement du taux long réel issu du marché obligataire doit être interprété en référence à un taux d'intérêt réel *neutre*³.

Le taux d'intérêt réel neutre est le niveau du taux long qui est compatible avec une croissance soutenue à son potentiel : à ce taux, l'équilibre épargne-investissement s'établit sans manque ni excès d'épargne désirée eu égard aux intentions d'investir. Une approximation de ce taux neutre est le taux de croissance potentielle de l'économie (encadré).

Le graphique 3 montre comment le taux d'intérêt réel sur les obligations d'état à 10 ans évolue par rapport au taux de croissance potentielle. Il illustre notamment les problèmes rencontrés par la Fed dans la mise en oeuvre de sa stratégie.

Ainsi, pendant cinq ans, de 1987 à 1992, le taux réel est resté très sensiblement au-dessus du taux neutre⁴. L'écart très élevé

3. A. Blinder & R. Reis (2005), "Understanding the Greenspan standard", FRB of Kansas City Symposium, Jackson Hole, août.

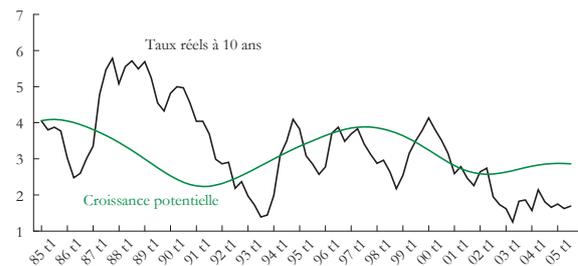
4. K. Neiss & E. Nelson (2003), "The real interest rate gap as an inflation indicator", *Macroeconomic Dynamics*, pp. 239-262, avril.

en 1988 et 1989 a précipité le *krach* immobilier qui a entraîné la crise bancaire ; c'est seulement fin 1991, pour enrayer cette crise, que la Fed a commencé la détente de son taux directeur, tandis que la violente contraction du crédit provoquée par la crise l'a conduite à poursuivre une politique expansive jusqu'au début de 1994. La cause de ce décalage est à trouver dans l'incertitude sur l'inflation, inhérente au régime de désinflation progressive de cette période. À partir de 1988, l'emballement de la spéculation immobilière a entraîné une résurgence de l'inflation instantanée à laquelle la Fed a réagi avec énergie (au point, comme on l'a vu, d'inverser la pente de la courbe des taux au début de 1989). Mais les anticipations à long terme de l'inflation étaient sur une tendance décroissante, d'où une forte remontée du taux long réel de 3% à 5,5%.

Le rapprochement ultérieur de l'inflation anticipée et de l'inflation instantanée, au fur et à mesure où l'économie convergait vers un régime d'inflation stable, a réduit la durée et l'amplitude des deux autres épisodes de resserrement monétaire en 1994 et 1999. Il est vrai que le dernier n'a aucunement été lié à la menace d'une reprise de l'inflation. Il a compensé la réaction de la Fed au *stress* financier qui a suivi la crise russe en août 1998 et la quasi-faillite du grand *hedge fund* LTCM en septembre. La Fed avait alors injecté de la liquidité pour préserver la stabilité des marchés financiers devant une amorce de fuite vers la liquidité qu'elle avait détectée ; elle a cherché à la retirer en 1999, devant l'emballement spéculatif des marchés boursiers.

Ce qui se passe après 2002 est plus insolite. Alors que la croissance potentielle remonte de 2,5% à 3% entre 2002 et 2005, le taux d'intérêt réel long plonge de 2,5% à 1,5% puis se maintient en dessous de 2%. Il faut se rappeler le *stress* financier extrême qui s'est éparé des marchés à l'été 2002, à

Graphique 3 – Taux de croissance potentielle et taux d'intérêt réel à 10 ans*, en %



* La croissance potentielle est calculée à partir du PIB potentiel estimé selon la méthode indiquée note 2. Le taux d'intérêt réel est le taux nominal déflaté par les anticipations d'inflation, calculées à partir d'une moyenne mobile sur les cinq années précédentes (anticipations adaptatives). Sources : BEA, BLS, Fed, calculs des auteurs.

la suite de la révélation des fraudes gigantesques de très grandes entreprises américaines. Ce second choc, après le *krach* boursier de 2001, a provoqué une restructuration des bilans des entreprises qui a fait douter de la reprise cyclique et a fait dangereusement baisser l'inflation, au point que le risque de déflation est devenu la préoccupation dominante de la Fed en 2003⁵. Il en a résulté la poursuite d'une politique très expansive jusqu'en mai 2004. À partir de cette date, s'est produit le phénomène insolite relevé plus haut. La Fed était assurée de la reprise. Elle a donc changé d'orientation pour ramener le taux long vers le taux neutre. Cependant ni le taux nominal ni l'anticipation d'inflation n'ont bougé. En outre, les entreprises ont été réticentes à investir, de sorte que le taux réel demeure bien en dessous du taux neutre.

3

■ ...et attentive au changement structurel

La stratégie de la Fed ne se limite pas à la stabilisation de la conjoncture. Greenspan était persuadé que la politique monétaire doit être attentive aux changements structurels pour tirer parti des évolutions qui influencent la croissance potentielle. Le débat sur la productivité américaine au milieu des années 1990 lui a donné raison.

Le rythme de progression de la productivité a fortement accéléré au cours de la deuxième moitié des années 1990. Alors que la productivité du travail dans le secteur privé non agricole avait augmenté de 1,4% par an entre 1974 et 1995, elle a accéléré pour atteindre un rythme de 2,5% en moyenne entre 1995 et 2001. Au milieu des années 1990, une telle accélération de la productivité n'était pas anticipée. Ainsi, même pendant cette phase d'accélération (de 1996 à 2001), les estimations de la productivité du travail sur longue période n'ont été revues à la hausse que très graduellement, comme l'illustrent les chiffres du *Congressional Budget Office* (CBO) reportés dans le tableau 1. De 1997 à 1999, les estimations réalisées par le CBO étaient inférieures de près de 0,5 point à la productivité tendancielle des deux années précédant la publication du rapport. Alors

ENCADRÉ — LE TAUX D'INTÉRÊT RÉEL NEUTRE

Le taux d'intérêt réel neutre est le taux à long terme pour lequel la capacité de production augmente avec la demande globale en sorte qu'aucune tension ne se produit dans l'équilibre épargne-investissement.

Dans une perspective de long terme et sous l'hypothèse que les marchés sont parfaits, ce taux est celui qui rend compatibles les préférences intertemporelles des ménages et la rentabilité nette du capital. Les premières s'expriment par un taux marginal de substitution intertemporelle (TMS) selon lequel les ménages optimisent leur consommation sur leur cycle de vie. La seconde est égale à la productivité marginale (PMK) moins le taux de déclasserment (δ). Lorsque le taux d'intérêt réel est $r = PMK - \delta$, la rentabilité nette d'une unité supplémentaire de capital est exactement égale à son coût. Il s'ensuit que le taux réel neutre est le taux r^* tel que : $TMS = PMK - \delta$.

Dans le cas simple d'une économie à un seul bien et en croissance à la Solow, le stock de capital optimal (celui qui maximise la consommation par tête sur un horizon infini) est tel que le taux d'intérêt réel est égal au taux de croissance potentielle de l'économie. C'est la règle d'or. Un calcul sur la période 1975-2004 indique que, pour les États-Unis, la moyenne du taux long réel (3%) a été effectivement très proche de la croissance potentielle (3,1%) [Marie Brière, *Formation des taux d'intérêt : anomalies et croyances collectives*, Economica, Collection Recherche en Gestion, 2005, p.86].

5. B. Bernanke (2004), "The logic of monetary policy", Discours devant le National Economists Club, Washington DC, 2 décembre.

Tableau 1 – Croissance de la productivité horaire du travail
secteur privé non-agricole

Date de publication	Période de prévision	Prévisions CBO (%)	Tendance sur les deux dernières années* (%)
01-1997	1996-2007	1,1	1,7
01-1998	1997-2008	1,4	1,9
01-1999	1998-2009	1,7	2,2
01-2000	1999-2010	2,3	2,5
01-2001	2001-2011	2,7	2,8
01-2002	2002-2012	2,2	3,0
01-2003	2003-2013	2,2	3,2
01-2004	2004-2014	2,2	3,4

* obtenue en appliquant le filtre Hodrick-Prescott à la série trimestrielle du BLS.
Sources : BLS, CBO, "The Economic and Budget Outlook", calculs des auteurs.

que le CBO, et un certain nombre d'économistes, n'ont modifié leurs estimations de la progression de la productivité du travail aux États-Unis qu'en 2000 et 2001, Greenspan était parvenu à ce diagnostic dès novembre 1995, malgré le scepticisme des autres membres du comité de politique monétaire (FOMC).

La détection d'un tel changement structurel a eu des implications importantes en termes de conduite de la politique monétaire. En effet, si les gains tendanciels de productivité se révèlent être sous-estimés, l'économie peut se trouver en situation de sous-emploi en dépit d'un niveau apparemment satisfaisant du taux de chômage. Il convient donc de baisser les taux d'intérêt de telle sorte que le taux de chômage puisse diminuer et se rapprocher de son niveau d'équilibre, qui lui-même diminue avec les gains de productivité⁶. Si la politique monétaire avait été passive, l'inflation aurait diminué de manière excessive sans bénéfice pour l'économie, car le taux d'intérêt réel aurait monté ; le coût du capital aurait été plus élevé et les entreprises auraient moins investi dans les technologies innovantes.

Cet épisode illustre un point fondamental de la doctrine monétaire. Contrairement au *credo* monétariste qui sévit en Europe, on ne doit pas séparer le court terme du long terme, la stabilisation conjoncturelle du changement structurel. Greenspan est parvenu à ce diagnostic parce que l'attention portée aux changements structurels est le fondement de sa philosophie de banquier central.

Le passage de témoin

Le successeur de Greenspan, Ben Bernanke, est un économiste post-keynésien, connu pour ses travaux sur le crédit et sur les mécanismes d'amplification financière du cycle économique. En tant que gouverneur de la Fed, il a pris une part active en 2003 au débat sur les dangers de la déflation. Il est donc probable que le souci de gérer les risques financiers, éventuellement par des actions discrétionnaires, restera une composante majeure de la politique monétaire. Quant à la mission duale de la Fed, elle est inscrite dans la loi.

Il faut donc s'attendre à une différence de style plus que de substance. Sous Greenspan, la Fed a été personnalisée à l'extrême. Un président qui n'a pas la même expérience de Wall Street cherchera à dépersonnaliser quelque peu la politique monétaire. La préférence de Bernanke pour un ciblage formel de l'inflation peut s'interpréter en ce sens. Mais il s'agirait d'une cible d'inflation à long terme, cherchant à définir le bon niveau d'inflation sur un cycle entier. Une telle cible aurait la vertu de distinguer analytiquement ce qui est transitoire et ce qui est permanent dans les processus de l'inflation. Ce ne serait donc pas une norme vis-à-vis de laquelle toute déviation provoque une réaction, mais un cadre où s'inscrit la liberté d'action.

Cette interprétation de la cible comme référence pour combattre les dérives de long terme de l'inflation est indispensable pour éviter un conflit d'objectifs avec le maintien de la stabilité financière. Ce dilemme pourrait se produire parce qu'une partie de l'héritage laissé par Greenspan est un excès d'endettement des ménages couplé à une bulle immobilière. La solvabilité des ménages a été préservée en partie par la persistance de taux longs réels inférieurs au taux neutre. Mais le maintien d'un tel écart, en dépit d'une croissance soutenue et d'une remontée systématique des taux courts, montre que la banque centrale ne parvient plus à contrôler les taux longs. Aussi Ben Bernanke se trouve-t-il devant un problème nouveau : parvenir à regagner l'influence de la Fed sur les taux longs sans mener une politique monétaire très restrictive qui pourrait précipiter une crise financière.

Michel Aglietta & Vladimir Borgy
sophie.desalee@cepii.fr

6. L. Ball & R. Tchzaide (2002), "The Fed and the New Economy", *American Economic Review* 92, pp. 108-114, mai.

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2005
REDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Lionel Fontagné

REDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier

GRAPHIQUES :
Didier Boivin

REALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)
France 48 € TTC
Europe 49,70 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
49 € HT
Autres pays (HT, avion éco.)
49,50 € HT
Supl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 40 15 70 00

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

4^{ème} trimestre 2005
Décembre 2005
Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du
CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.