

Stratégies de sortie : mode d'emploi

■ Les moyens pour sortir	2
■ La crédibilité pour le faire	6
■ Les mots pour le dire	10

Stratégies de sortie : mode d'emploi

Depuis le début de la crise financière à l'été 2007, les banques centrales sont à la manœuvre. Sur le front de la liquidité, toutes les banques centrales, sans exception, ont mené des opérations de prêteurs en dernier ressort exceptionnelles par leur ampleur, leur maturité et la gamme des collatéraux acceptés en gage. S'y sont adjointes des politiques agressives de baisses de taux, dès la fin 2007 par la Fed de manière préventive¹ ensuite par les autres banques centrales, à partir d'octobre 2008, en réaction à la dégradation aussi brutale que soudaine de la conjoncture économique. Cette phase de détresse financière post-faillite de Lehman a plongé l'économie et la finance dans un cercle vicieux tel que les mécanismes de transmission de la politique monétaire traditionnelle ont fini par perdre en efficacité obligeant les banques centrales à innover davantage pour continuer à agir sur l'activité et le crédit. Elles ont ainsi emprunté des voies, moins orthodoxes, que l'on rassemble communément sous le vocable de *Quantitative Easing* (QE), avec la mise en œuvre de mesures inédites consistant en une gestion active de la taille et de la structure de leur bilan.

A mesure que l'environnement économique et financier se stabilise, il va falloir penser à défaire l'écheveau des mesures non conventionnelles pour revenir à des modes d'interventions plus classiques. Selon nous, les banques centrales ont à leur disposition de nombreux outils pour retirer, en temps et en heure, le stimulus monétaire injecté. Ce sera un processus multiforme, différent selon les pays. Toute la difficulté de ces stratégies de sortie sera de déterminer à partir de quand et à quelle vitesse resserrer les conditions monétaires et financières. C'est l'objet de ce numéro d'*Eclairages* qui fait le point sur les termes du débat selon cette logique tridimensionnelle du quand, du comment et à quel rythme (cf. article « *Les moyens pour sortir* », page 2). Le champ des possibles est, comme nous le verrons, assez vaste, mais les banques centrales ont deux atouts pour mener à bien cette tâche ardue. Elles jouissent d'une grande crédibilité (cf. article « *La crédibilité pour le faire* », page 6) servie par une politique de communication efficace (cf. article « *Les mots pour le dire* », page 10). Cela va leur permettre de dire ce qu'elles font, d'être cru pour ce qu'elles disent, pour finalement faire ce qu'elles ont dit avec le maximum d'efficacité.

¹ Selon le principe même du « risk management » qui consiste à se prémunir contre des événements de probabilité faible mais potentiellement très coûteux pour la croissance.

Les moyens pour sortir

La question de la stratégie de sortie des politiques monétaires non conventionnelles menées pour juguler la crise a commencé d'être évoquée peu de temps après la mise en place des toutes premières mesures, à savoir dès le tournant 2007-2008. La nouveauté et l'agressivité des initiatives prises ont fait naître le débat. C'est plus récemment que l'habituelle question du « quand » s'est ajoutée à cette question du « comment », à la faveur des signes d'amélioration de la sphère financière comme réelle. **Aujourd'hui, le sujet englobe donc ces deux dimensions (le comment et le quand) et tout ce qui mettra fin à la politique monétaire ultra-accommodante actuellement suivie. C'est-à-dire que la stratégie de sortie ne se limite pas à ce que les banques centrales feront pour dégonfler leur bilan, ni à la date des premières hausses de taux. Elles useront de ces deux moyens pour induire un durcissement des conditions monétaires et financières quand ce sera nécessaire.** Ce sera un processus multiforme tout comme l'a été l'assouplissement, et il se fera en ordre dispersé, en fonction des perspectives de croissance, d'inflation et du système financier de chaque pays.

Pourquoi sortir ?

Si l'on en croit la théorie monétariste selon lequel l'inflation est avant tout un phénomène monétaire, on comprend pourquoi la question de la stratégie de sortie occupe le devant de la scène. Les politiques actuellement suivies, qui ont conduit à un gonflement des bases monétaires, sont jugées potentiellement inflationnistes. **Le risque inflationniste aurait trois sources : une activité sur-stimulée par une politique monétaire hyper-accommodante ; l'excès de liquidité dans le système bancaire et le désancrage potentiel des anticipations d'inflation** (en lien avec ce même excès de liquidité). Pour ne pas s'exposer à ce risque de dérapage de l'inflation, les

outils pour défaire ce qu'elles ont fait en temps et en heure.

Les politiques proprement dites de *quantitative easing*, et celle de la Fed en particulier, inquiètent aussi à deux autres titres. Il y a l'impression d'une perte d'indépendance de la Fed associée à ce qui s'apparente à une monétisation de la dette publique¹. Et l'acquisition d'importants montants de titres longs du Trésor (300 milliards de dollars dans le cas américain) et plus encore de titres de dette émis (200 milliards de dollars) et garantis (1 250 milliards de dollars) par les agences Fannie Mae et Freddie Mac (les deux principales *Government Sponsored Enterprises*, GSEs) ferait peser un risque de krach obligataire si la Fed se met à les revendre.

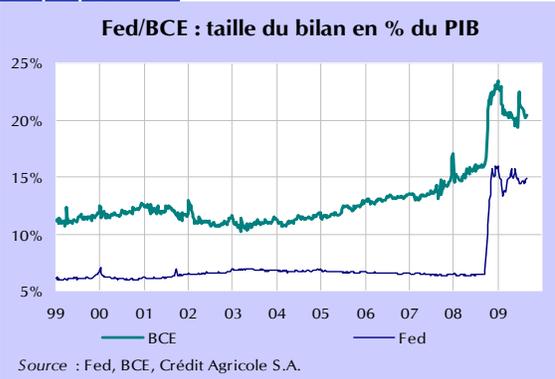
Face à ces risques et du fait de la nouveauté même des politiques menées, un effort supplémentaire de communication des banques centrales paraît nécessaire. **La communication sur la stratégie de sortie fait partie de la stratégie de sortie.** La transparence et la lisibilité de la politique monétaire assoient la crédibilité de ses objectifs. Or, en matière d'ancrage des anticipations (d'inflation, de taux), tout est affaire de crédibilité de la banque centrale. **Ainsi, une stratégie de sortie clairement identifiée et comprise renforce l'efficacité de la politique monétaire** suivie parce qu'elle (r)assure que l'inflation et l'ensemble de la courbe des taux resteront sous contrôle lorsque la croissance repartira.

Comment sortir ?

Si les inquiétudes susmentionnées apparaissent légitimes, elles ne sont, à notre sens, pas justifiées. Pour les changements de taux, les banques centrales sont en terrain connu. **Pour le reste, ce que les banques centrales ont fait, somme toute facilement, elles peuvent aussi facilement le défaire : ce qu'elles ont injecté comme liquidités, elles peuvent à l'inverse les drainer quand ce sera possible et surtout nécessaire.** C'est notamment la partie dégonflement des bilans qui est innovante. Plus précisément, on se demande comment les banques centrales vont faire revenir à un niveau normal les réserves des banques auprès de la banque centrale, ou, à bilan inchangé, neutraliser les effets potentiels indésirables des réserves excédentaires. Sachant que, selon toute probabilité, ces bilans ne reviendront pas à leur taille initiale avant longtemps (cf. graphique 1), ce qui

1. Financement du déficit budgétaire par création monétaire.

Graphique 1



inscrit la complète normalisation des politiques monétaires, dans la durée.

Pour commencer, il faut distinguer deux grands groupes de stratégies de sortie possibles : les passives et les actives, selon que la banque centrale laisse faire ou intervient sur son bilan. Pour les banques centrales qui pratiquent les deux types de politique, le retrait du *credit easing* (ensemble de mesures visant à assouplir les conditions de crédit) devrait poser moins de problème que le retrait du *quantitative easing* (achats de titres longs publics ou assimilés pour détendre les *spreads* de taux et de crédit²), car il sera pour une bonne part endogène, ne nécessitant pas une intervention particulière de la banque centrale. L'amélioration de la situation économique et financière va réduire d'elle-même les besoins des banques en « monnaie banque centrale ». Ce type de stratégie passive est déjà en cours.

Par exemple, aux Etats-Unis, les banques ont déjà de moins en moins recours à la *Term Auction Facility* (fenêtre d'escompte anonyme) et la Fed réduit régulièrement en conséquence les montants alloués. La PDCF (*Primary Dealers Credit Facility*), sorte de fenêtre d'escompte dédiée aux *primary dealers* et créée en mars 2008 au moment du sauvetage de la banque d'affaires Bear Stearns, n'est plus utilisée. La TSLF (*Term Securities Lending Facility*) ne l'est pratiquement plus également (facilité de financement, dédiée aux *primary dealers*, et permettant l'échange de titres liquides du Trésor contre une liste élargie de collatéraux moins liquides). Les facilités de financement destinées à soutenir le marché monétaire ont des sorts divers : la MMIF (*Money Market Investor Funding Facility*) expire le 30 octobre 2009 ; l'accès à l'AMLF (*Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*) a été durci ; la CPFF (*Commercial Paper Funding Facility*), bien que de moins en moins sollicitée, est prolongée en l'état jusqu'au 1^{er} février 2010³. Restent la TALF (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*), créée pour relancer la titrisation des prêts à la consommation, aux PME et à l'immobilier commercial, et les achats de titres longs qui contiennent d'augmenter la taille du bilan de la Fed. Autrement dit, les marchés de gros de la liquidité, hors la titrisation, se sont peu ou prou remis à fonctionner.

Les options de stratégie active de sortie sont diverses :

- non-reconduction des programmes d'achats de

titres ou interruption avant l'heure ;

- vente des actifs acquis directement sur le marché ou sous la forme de *reverse repos* (cette dernière mesure permettant de se débarrasser des actifs en question sans vraiment les vendre). La vente directe sera probablement une solution de dernier recours, les banques centrales privilégiant traditionnellement le *buy and hold* et voulant éviter de créer un évènement de marché.

- vente de « vieux » actifs, titres publics en particulier acquis avant la crise à un prix moins élevé qu'aujourd'hui, sans risque de réaliser une moins-values ;

- durcissement des conditions d'accès aux différentes facilités de financement ;

- arrêt pur et simple de ces facilités de financement ;

- augmentation du taux d'intérêt sur les réserves obligatoires (RO). Après l'avoir combattue, ce serait une incitation à la rétention de réserves afin de contrôler l'offre de crédit et donc le risque inflationniste. Cette possibilité de faire varier la rémunération des réserves obligatoires permet également de déconnecter la gestion du bilan de la banque centrale des décisions de taux, ce qui est très utile dans la configuration actuelle de réserves excédentaires : cette situation n'empêche pas les hausses de taux à des fins de réglage monétaire.

- émission de sa propre dette par la banque centrale (la BCE et la Banque du Japon peuvent déjà le faire, la Fed devrait demander l'autorisation du Congrès) ;

- réactivation du *Supplementary Financing Program* (SPF) du Trésor américain (mesure spéciale Fed). Dans le cadre de ce programme, le fruit des émissions de bons du Trésor est directement placé au passif de la Fed : lorsque les acheteurs paient pour ces titres, le compte du Trésor à la Fed est crédité et les réserves excédentaires sont réduites d'autant. L'inconvénient principal de cette option est qu'elle pourrait donner l'impression d'une perte d'indépendance de la Fed vis-à-vis du Trésor.

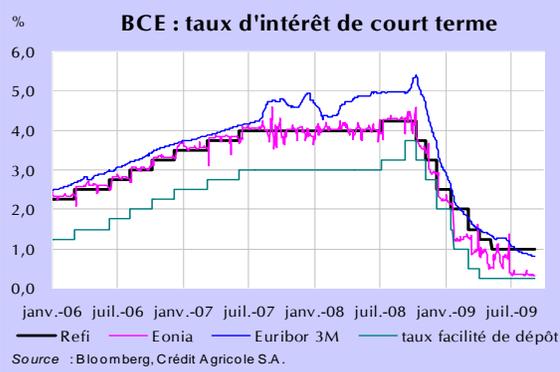
Dans un article du 21 juillet publié dans le *Wall Street Journal*, Ben Bernanke a explicité quelques unes de ces options qui avaient sa faveur plus une inédite (l'idée de dépôts à terme)⁴. Il évoque d'abord deux moyens principaux : la rémunération des RO et toute action réduisant les réserves excédentaires. Ces deux outils peuvent être utilisés séparément ou conjointement pour une efficacité accrue. Les quatre mesures qu'il liste pour drainer l'excès de liquidité sont, dans l'ordre : l'arrangement d'importantes opéra-

2. La démarche des banques centrales tient en trois mots : attraction (en achetant des titres publics, elle cherche à peser sur leur rendement, ce qui en réduira l'attrait au profit d'actifs plus rentables plus risqués) ; contagion (faire baisser toute la courbe des taux) ; prévention (empêcher une remontée préjudiciable des taux sans risque).

3. La MMIF consiste en une ligne de financement, via un SPV (Special Purpose Vehicle) dédié, offerte aux fonds monétaires pour les aider à financer leurs achats de titres éligibles. L'AMLF consiste en des prêts sans recours, au taux d'escompte, pour financer l'achat, par les banques, d'ABCP de haute qualité auprès des Money Market Mutual Funds. Cette facilité a été mise en place suite à la faillite de Lehman Brothers, à la paralysie des marchés monétaires qui a suivi et aux différentes difficultés rencontrées alors par les MMMF (faillite de contreparties et retraits massifs). La CPFF consiste en une ligne de financement offerte aux émetteurs éligibles de commercial paper (CP), qui peuvent vendre à un SPV dédié des CP à trois mois non sécurisés et des ABCP. Le financement de la Fed est garanti par les actifs sur lesquels sont adossés les ABCP et par des commissions payées par les émetteurs de CP.

4. Cet article est une version développée de ce que Ben Bernanke a dit le même jour lors de son audition semi-annuelle devant le Congrès pour faire son rapport sur la politique monétaire.

Graphique 2



rémunérés (les fonds ainsi déposés n'étant pas disponibles pour les opérations d'*open market*) ; et, si nécessaire, la vente d'une partie⁵ des titres longs détenus par la Fed sur l'*open market*. **Ces différentes mesures correspondent bien à un durcissement de la politique monétaire**, même si c'est par un autre moyen que le relèvement des taux directeurs. **Elles devraient en effet contribuer à la remontée des taux courts de marché et à limiter la croissance des agrégats monétaires et du crédit.**

Face à la crise, les mesures non-standard prises par la BCE ont été de trois types, toutes focalisées sur le (re)financement des banques : prêts à taux fixes pour des montants illimités à des horizons sans cesse allongés (jusqu'à un maximum de douze mois) ; élargissement des collatéraux exigés pour garantir ces prêts (et la BCE a déjà exprimé son intention de maintenir ces conditions jusque fin 2010) ; achats pour 60 milliards d'euros de *covered bonds* (programme conduit sur douze mois, ce qui amène à début juillet 2010). **Une des conséquences les plus manifestes de l'excès de liquidité est le bas niveau de l'EONIA relativement au taux Refi** (cf. graphique 2). Cette situation anormale, mais dont s'accommode pour le moment la BCE, se corrigera pour partie automatiquement à mesure que les banques se re-prêteront plus volontiers les unes aux autres et donc cesseront de sur-souscrire aux appels d'offre de la BCE. A première vue, car la réalité est bien complexe, emprunter des fonds à 1 % auprès de la BCE pour les placer à 0,25 % sur la facilité de dépôt n'est pas une stratégie de financement viable à long terme. A terme, des interventions de la BCE seront probablement nécessaires pour drainer la liquidité interbancaire. Elle peut notamment décider de fournir progressivement moins généreusement de la liquidité en réduisant le nombre d'appels d'offre à long terme et en repassant à un mécanisme de taux variables avec allocations limitées. La pre-

mière décision concrète que la BCE pourrait prendre serait d'ajouter une prime sur le taux Refi auquel est censé être servi le prochain appel d'offres à un an en décembre de cette année. La BCE peut aussi décider de réduire le corridor de taux autour du Refi pour limiter la déviation de l'EONIA par rapport au taux cible directeur. Enfin, elle peut procéder à des interventions directes sur le marché, via par exemple des opérations de *reverse repos*.

mière décision concrète que la BCE pourrait prendre serait d'ajouter une prime sur le taux Refi auquel est censé être servi le prochain appel d'offres à un an en décembre de cette année. La BCE peut aussi décider de réduire le corridor de taux autour du Refi pour limiter la déviation de l'EONIA par rapport au taux cible directeur. Enfin, elle peut procéder à des interventions directes sur le marché, via par exemple des opérations de *reverse repos*.

En plus d'avoir les outils, les banques centrales ont, d'après nous, le temps et la crédibilité nécessaires pour mener à bien leur politique monétaire sans compromettre leurs objectifs.

Quand sortir ?

Quand commencer à resserrer et par quoi (mesures conventionnelles et/ou non conventionnelles) est une question bien plus difficile que le comment. Il ne s'agit pas ici de faire des prévisions précises mais de présenter les termes du débat, les diverses conditions de la sortie.

Les politiques non standard d'assouplissement du crédit ayant été mises en place une fois les limites de l'assouplissement monétaire standard proches, l'ordre naturel des choses serait de mettre un terme complet aux premières avant de remonter les taux directeurs. L'assouplissement du crédit s'est substitué aux baisses de taux ; le débouclage de ces mesures peut être entrepris en substitution des hausses de taux.

Cette séquence, naturelle, peut néanmoins être bousculée. En effet, le niveau élevé des réserves excédentaires n'empêche pas un resserrement monétaire classique. Il n'est pas indispensable que le retour des bilans à leur taille d'avant-crise précède la première hausse de taux (d'autant que ce processus de dégonflement va s'inscrire dans la durée). Néanmoins, des hausses de taux seraient difficilement justifiables si elles n'étaient pas accompagnées d'une réduction significative des réserves excédentaires. Il y a une raison évidente à cela. Aux Etats-Unis par exemple, nombre des mesures d'assouplissement du crédit reposent sur le jugement que les conditions de marché sont « inhabituelles et pressantes » (*unusual and exigent*) : un tel jugement, implicite dans le maintien de ces mesures, est fondamentalement incompatible avec des circonstances qui dicteraient une augmentation des *Fed funds*.

5. Le mot a son importance puisqu'il signifie que la Fed a l'intention de conserver l'autre partie : c'est autant de titres qui ne se retrouveront pas en vente sur le marché et qui ne dégonfleront pas le bilan.

Le premier pas vers le resserrement monétaire est déjà d'arrêter d'assouplir la politique monétaire. Or, à ce jour, ce n'est pas encore le cas : l'assouplissement non conventionnel se poursuit. Côté *quantitative easing* américain, la fin du mois d'octobre constitue l'échéance pour les achats de titres du Trésor et la fin de l'année pour les achats de titres des GSEs. L'arrêt de ces achats signifie juste que le bilan ne va pas grossir davantage. Côté *credit easing*, la plupart des facilités de financement expirent le 1^{er} février 2010. Aussi récemment que le 6 août, la BoE a annoncé une extension de son programme d'achats d'actifs (*Asset Purchase Facility*) de 125 à 175 milliards de livres. Par ailleurs, on a distingué plus haut les stratégies passives des stratégies actives de sortie. **Une contraction du bilan induite d'un resserrement passif n'est pas nécessairement le signe d'une politique monétaire moins accommodante si c'est le fruit d'un meilleur fonctionnement des marchés financiers.**

Par la suite, comme dans tout cycle monétaire se pose la double question du meilleur moment pour entamer le cycle et de la vitesse à laquelle procéder. **Aujourd'hui, il s'agit de ne pas ressermer trop tôt ni trop vite pour ne pas saper les bases fragiles de la reprise ni trop tard pour contenir l'inflation.** La tâche des banques centrales sera rendue d'autant moins (plus) facile que la reprise sera molle (vigoureuse) et fragile (solide).

L'impact sur les conditions monétaires et financières d'un drainage actif de la liquidité est plus incertain qu'une hausse de taux ordinaire. Une réaction asymétrique des marchés n'est pas impossible : ceux-ci pourraient se tendre plus qu'ils ne se sont détendus. D'où l'importance de la communication sur ce qui est fait pour minimiser le bruit du marché autour de cette décision. **Commencer par le drainage peut néanmoins permettre de gagner du temps, le temps de s'assurer de la solidité de la reprise et de sa capacité de résistance à une politique monétaire moins accommodante tout en tempérant les craintes à l'égard de l'inflation.** *A priori*, ce type de resserrement se fera progressivement.

C'est pour les hausses de taux que la question de la vitesse se pose vraiment. Les banques centrales ont à choisir entre quatre stratégies possibles : resserrement graduel et précoce ou tardif ; resserrement agressif et tardif ou précoce. **Si l'on suit l'argumentaire de F. Mishkin, la question de l'agressivité ne fait pas de doute**⁶. Ce serait la

réaction symétrique logique après une action particulièrement agressive mais nécessaire face à la crise financière et au risque de spirale déflationniste. Et en principe, pour une banque centrale dont l'objectif principal est la stabilité des prix et qui se préoccupe autant d'inflation que de déflation, la politique monétaire devrait être symétrique à la baisse et à la hausse. En pratique cependant, ce n'est pas ce que l'on observe, les banques centrales se montrant plus agressives dans les phases de baisses que dans les phases de hausses de taux.

Faut-il s'inquiéter d'une probable asymétrie dans le cas présent ? Faut-il craindre que la Fed, et même la BCE, surestiment et le risque de déflation et leur capacité à garder l'inflation sous contrôle avec un resserrement monétaire progressif ? D'après nous, non : les perspectives de croissance restent, à ce jour, incertaines et les risques de déflation et inflation équilibrés. La récession laisse en effet inutilisées d'amples capacités de production et donc peu de place à des pressions inflationnistes en provenance de la sphère productive. Le taux de chômage part de tellement haut que, lorsqu'il se mettra à baisser, ce ne sera pas non plus annonciateur de pressions salariales imminentes. Il n'y a pas plus de risque que les liquidités injectées se déversent brutalement dans l'économie et fassent s'envoler l'inflation « trop d'argent pourchassant trop peu de biens ». Ces liquidités sont actuellement retenues dans les bilans des banques et, compte tenu de leur situation, ce sera au compte-goutte qu'elles se transformeront en crédit.

Les banques centrales pourraient-elles malgré tout, sous-estimant la montée des pressions inflationnistes, laisser s'envoler l'inflation ? Cela paraît peu probable. Un tel risque (qui nécessiterait une fin précipitée des politiques monétaires actuelles) est bien connu des banques centrales qui ne manqueraient pas les signaux avancés : un assouplissement majeur des conditions d'octroi de crédit, une augmentation conséquente (par un multiple du montant des réserves excédentaires, soit 800 milliards de dollars pour les Etats-Unis) des encours de crédit bancaire et des agrégats monétaires tels que M2, une progression vigoureuse (proche de deux chiffres) de la consommation des ménages, une amélioration brutale du marché du travail...

Quid enfin de la date ? Actuellement, les marchés anticipent les premières hausses de taux vers la fin du 1^{er} trimestre de l'année prochaine

6. « *Is monetary policy effective during financial crisis?* », NBER working paper n° 14678, janvier 2009.

7. Cette règle fait dépendre le niveau du taux directeur de l'écart à la cible d'inflation et de l'écart de production.

pour la Fed et la BoE et dans le courant du deuxième trimestre pour la BCE. Au contraire, la règle de Taylor⁷ plaide pour le *statu quo* monétaire prolongé si 2010 est bien une année de croissance sans inflation. En l'absence de risque inflationniste immédiat, il est difficile d'imaginer des banques centrales cherchant à durcir la politique monétaire au-delà de ce que leur suggère la règle de Taylor. Ce qui n'empêche que **les banques centrales vont être extrêmement attentives aux signes de fermeture de l'écart de production, au degré de détente des conditions monétaire et financières et à l'ancrage des anticipations d'inflation. Et on pourrait ajouter à l'inflation financière pour prévenir la formation de toute nouvelle bulle.**

Pour conclure, ce n'est pas parce que les banques centrales communiquent sur leur stratégie de sortie qu'un passage à l'acte est imminent. Ce sera fort probablement un processus progressif, à la communication soignée, tant on ne passe pas du jour au lendemain de politiques monétaires aussi accommodantes et non standard à des politiques plus conventionnelles et neutres (avant même d'être restrictives) sans risquer de perturber les marchés et mettre en péril la croissance. Chaque chose en son temps : d'abord préparer le terrain, agir ensuite. ■

Hélène BAUDCHON

helene.baudchon@credit-agricole-sa.fr

La crédibilité pour le faire

La crise actuelle semble avoir eu des effets contradictoires sur la crédibilité des banques centrales. La Fed, la BCE, la BoE ou encore la BoJ ont fait preuve d'une réactivité et d'une capacité d'adaptation sans précédent pour enrayer la crise de liquidité et éviter un effondrement du système financier. En contrepartie, les marchés craignent que certaines interventions des banques centrales produisent des effets indésirables sur l'économie dans les années à venir. Ces craintes ne peuvent être ignorées car la crédibilité d'une banque centrale conditionne en retour l'efficacité de son action. La mesure de la crédibilité se heurte à des difficultés d'ordre théorique et pratique. Un indice d'ancrage des anticipations d'inflation de long terme suggère toutefois qu'à ce jour, la Fed et la BCE n'ont pas perdu toute crédibilité quant à leur objectif de stabilité des prix.

La crédibilité, une notion peu crédible ?

Fondements théoriques de la crédibilité

L'idée selon laquelle une banque centrale doit être crédible pour être efficace n'est pas nouvelle, mais elle a pris une dimension particulière dans les années 80, au moment où la lutte contre l'inflation était devenue une priorité des politiques publiques. Fait nouveau, les banques centrales ont alors commencé à s'interroger sur leur mode de fonctionnement et leur communication, après avoir longtemps laissé leurs actions expliquer leurs choix.

Kydland et Prescott (1977), puis Barro-Gordon (1983), ont mis en évidence le principal écueil auquel fait face une banque centrale qui se soucie de sa crédibilité auprès du public, sous le terme d'incohérence temporelle. Considérons le cadre théorique le plus simple dans lequel la banque centrale minimise une fonction de perte,

positivement corrélée à l'inflation et à l'écart entre l'inflation anticipée et l'inflation observée. L'incohérence temporelle désigne un équilibre non coopératif dans lequel la banque centrale décide à l'instant t d'un chemin pour le taux directeur, mais à un instant $t + \Delta t$ dans le futur, la décision optimale de politique monétaire diffère de celle qui avait été fixée en t . La règle de décision fixée par la banque centrale n'est donc pas suivie le moment venu, parce que sous-optimale.

Historiquement, les autorités qui menaient des politiques monétaires discrétionnaires (c'est-à-dire sans ancrage nominal ou sans objectif clairement défini) étaient ainsi tentées de mener des politiques plus expansionnistes que ne l'anticipaient les entreprises ou les ménages, en raison du stimulus créé sur l'activité économique à court terme. Cependant, une fois anticipées par les agents, ces stratégies expansionnistes pouvaient créer les conditions d'une forte inflation et

d'un niveau de production équivalent, voire plus faible (stagflation). **Dans ce cadre théorique, la banque centrale peut être jugée crédible dès lors que les anticipations du public et l'action réellement menée sont proches¹.**

Faire ce qu'on dit...

A court terme, la lutte contre l'inflation peut conduire à une croissance sous-optimale. Une banque centrale n'est donc crédible que si elle prouve aux agents qu'elle est capable de se tenir à la règle qu'elle s'est fixée par le passé, quels que soient les bénéfices qu'elles pourraient tirer d'un changement de politique de dernière minute. L'exemple de la Banque centrale européenne (BCE) permet d'illustrer ce point. En prouvant, par ses décisions, que son objectif de stabilité des prix à moyen terme est bien prioritaire, et qu'elle ne se préoccupe des chocs d'activité que dans la mesure où son objectif prioritaire n'est pas menacé², la BCE vise notamment à garantir sa crédibilité. Ce faisant, elle réduit considérablement la part d'incertitude dans les prises de décision des agents et ancre plus efficacement les anticipations d'inflation de ces derniers, condition nécessaire (mais pas suffisante) pour l'instauration d'un régime d'inflation basse et stable.

... et dire ce qu'on fait

La crédibilité d'une banque centrale s'acquiert généralement avec le temps et la pratique, à l'image de la Réserve fédérale américaine (Fed), déjà centenaire. La BCE s'est imposée des règles visant à accélérer ce processus, et qui reposent sur trois concepts-clés : l'indépendance institutionnelle (vis-à-vis de toute pression politique ou court-termiste), la transparence (sur la stratégie, les processus de décision et les objectifs de la banque centrale) et la responsabilité sociale (la nécessité de justifier ses décisions auprès des citoyens). Ces règles imposent une certaine discipline à la BCE en matière de communication et des responsabilités supplémentaires, ont permis d'augmenter de façon considérable la prévisibilité de la politique monétaire en zone euro.

Les mesures de la crédibilité : des goûts et des couleurs

Prévisible n'est pas crédible

La prévisibilité d'une banque centrale, c'est-à-dire la capacité des marchés financiers à anticiper correctement ses actions futures, constitue donc *a priori* une première mesure de sa crédibilité. Cette prévisibilité à court terme rend la poli-

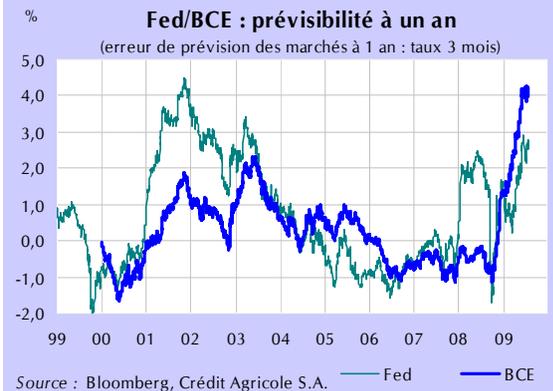
tique monétaire plus précise (par le pilotage des taux courts), donc plus efficace et plus crédible dans la réalisation de ses objectifs. Pour un horizon allant jusqu'à un an, la prévisibilité de la Fed et de la BCE a eu tendance à

augmenter depuis la fin du dernier cycle jusqu'au début de l'année 2008 (cf. graphique 1). Ceci étant, une prévisibilité accrue à court terme ne constitue pas en soi un gage de crédibilité. Selon Blinder (1998), les canaux de diffusion les plus importants (taux longs, change, prix d'actifs et niveau de crédit) sont davantage influencés par les anticipations à long terme des agents.

Mesures de la crédibilité au sens large

Afin de mesurer de façon simple et quantitative la « crédibilité de l'objectif » et sa probabilité de succès aux yeux des agents, nous retenons ici les **variations des anticipations d'inflation de long terme comme mesure principale de la crédibilité de la banque centrale**. En pratique se pose la question des indicateurs à retenir, les mesures disponibles des anticipations d'inflation de long terme pouvant être extraites de données d'enquêtes ou de variables financières. Dans le premier cas, ces anticipations présentent toutefois l'inconvénient majeur d'être très corrélées à l'inflation observée et d'être disponibles à basse fréquence seulement. Les marchés financiers fournissent des mesures alternatives de l'inflation anticipée par les investisseurs, par le biais des classes d'actifs indexées sur l'inflation, constituées à ce jour de deux types de produits : les obligations indexées sur l'inflation (marché du cash) et les swaps d'inflation (marché des dérivés³). **Les points morts d'inflation (breakeven inflation rate), sont définis comme la différence entre le rendement d'une obligation nominale classique et le rendement d'une obligation réelle de même maturité, le taux des coupons d'une obligation indexée sur l'inflation s'ajoutant au taux d'inflation observé sur la période correspondante.**

Les points morts d'inflation présentent également un certain nombre de biais et de limitations. Ils ne sont disponibles qu'aux maturités pour les-



1. Par extension, Cukierman et Meltzer (1986) définissent la crédibilité de la banque centrale comme « la vitesse à laquelle le public reconnaît qu'un changement a eu lieu dans les objectifs de politique monétaire ».

2. Traitement établissant la Communauté européenne, article 105 (1).

3. Les swaps d'inflation s'échangent sur des marchés de gré à gré depuis moins de 5 ans, si bien que nous nous concentrons ici sur les points morts d'inflation.

Tableau 1

Ancrage des anticipations d'inflation (points morts à 10 ans)

		1999-2003	2004-2007	2008-2009*
UEM	moyenne	1,63	2,11	1,76
	volatilité	21%	7%	29%
	corrélation avec les taux nominaux à 2 ans	64%	53%	68%
É-U	moyenne	1,81	2,44	1,69
	volatilité	16%	5%	43%
	corrélation avec les taux nominaux à 2 ans	37%	30%	52%

Source : Bloomberg, CA (*données 2009 jusqu'au 31 juillet)

4. Nous construisons ici une mesure de l'inflation anticipée à long terme en utilisant les points morts disponibles et en interpolant ces valeurs de façon à obtenir une série de maturité 10 ans.

5. L'idéal serait de mesurer la corrélation entre les points morts à court terme et long terme mais les séries de points morts à deux ans sont encore plus affectées par les biais recensés plus haut, d'où le choix d'un taux nominal comme proxy.

quelles il existe effectivement une offre de papier, or l'émission d'obligations indexées sur l'inflation en zone euro est loin de couvrir l'ensemble de la courbe des taux⁴. Ceci explique également pourquoi ce marché peut être jugé moins liquide entre 1999 et 2003, tant que l'offre se limitait à une poignée d'obligations indexées. Le manque de profondeur de ce marché a également généré une volatilité accrue lorsque la crise de liquidité s'est aggravée fin 2008. Par ailleurs, les points morts d'inflation incluent une prime de risque d'inflation qu'il est délicat d'isoler. Enfin, ils réagissent systématiquement à la publication des chiffres mensuels d'inflation, ce qui engendre une volatilité élevée.

Ancrage des anticipations de long terme

Nous nous inspirons de la méthodologie de Castelnovo et al (2003) qui vise à évaluer l'ancrage des anticipations de long terme en zone euro. Si la banque centrale est jugée crédible et que la politique monétaire qu'elle mène réduit effectivement l'incertitude, alors **les anticipations d'inflation de long terme devraient apparaître à la fois plus faibles en niveau (par rapport au passé), moins volatiles (autour de la cible) et enfin décorrélées de l'inflation réalisée.**

Trois caractéristiques des anticipations d'inflation permettraient donc d'en mesurer l'ancrage :

- le niveau moyen du point mort d'inflation à dix ans ;
- l'écart-type du point mort d'inflation à dix ans rapporté à sa moyenne, comme mesure de la volatilité des anticipations ;

• la corrélation entre le point mort d'inflation à dix ans et les taux nominaux à deux ans permet de mesurer la déconnexion – souhaitable – entre chocs d'inflation à court terme et anticipations à long terme⁵.

Il est ainsi possible de créer un indice composite d'ancrage des anticipations d'inflation de long terme sur la base des deux derniers critères, en faisant une moyenne (non pondérée) des séries centrées réduites sur la période considérée.

Analyse des résultats : la Fed et la BCE sont-elles crédibles?

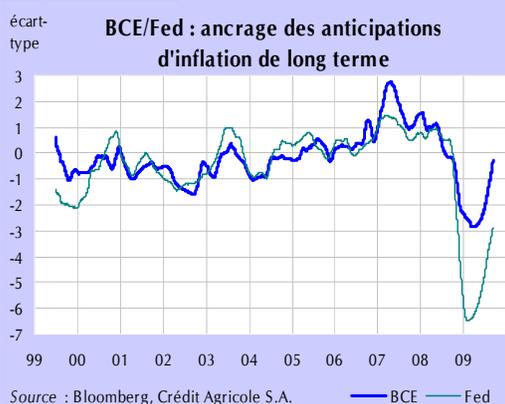
Un ancrage manifeste à long terme

Une première analyse des critères retenus suggère que les anticipations d'inflation de long terme sont restées relativement bien ancrées jusqu'à la période récente. Certes, le niveau des points morts d'inflation à 10 ans est remonté pendant la période 2004-2007 alors qu'apparaissaient les premières tensions sur les prix, notamment des matières premières, mais ils n'ont jamais menacé de déraiper durablement au-delà des cibles des banques centrales. **La volatilité des anticipations d'inflation de long terme a considérablement baissé sur cette période et leur stabilité vis-à-vis des anticipations de court terme s'est accrue (cf. tableau 1).** Enfin, malgré un choc pétrolier, une crise financière profonde et la récession la plus sévère depuis la Grande Dépression, la bonne tenue des points morts d'inflation depuis 2008 a de quoi rassurer. Leur décrochage observé dans un contexte d'extrême illiquidité fin 2008 a été en partie corrigé lorsque les conditions de marché se sont améliorées.

L'évolution de notre indice composite d'ancrage des anticipations confirme globalement l'analyse précédente. Après une période d'amélioration entre 2004 et 2007, l'ancrage des anticipations d'inflation de long terme s'est nettement détérioré depuis le printemps 2008, avant d'amorcer une normalisation au premier trimestre 2009 (cf. graphique 2). Le décrochage est plus marqué aux Etats-Unis, en lien avec une forte hausse de la volatilité des points morts, elle-même liée au regain de volatilité sur les marchés les moins liquides.

Ce constat général semble confirmé par les données d'enquêtes du *Consensus Forecast* (CF), dont les prévisions à long terme sont publiées tous les six mois depuis 1999. Selon cette mesure, les anticipations de long terme ne se sont

Graphique 2



Source : Bloomberg, Crédit Agricole S.A.

pas écartées durablement des cibles des banques centrales et ne montrent que très peu de volatilité autour de ces dernières (cf. graphiques 3 & 4).

Les données d'enquêtes les plus récentes suggèrent toutefois une incertitude, et donc un niveau de risque plus élevé. Ainsi, les anticipations d'inflation de long terme aux Etats-Unis enregistrent au 2^e trimestre 2009 leur plus forte hausse depuis le début de la série, à 2,5% à l'horizon de dix ans. En zone euro, les prévisionnistes ont mis en doute la capacité de la BCE d'atteindre son objectif de stabilité des prix à moyen terme, une première depuis la création de l'UEM : selon le *Survey of Professional Forecasters*, la probabilité d'observer un taux d'inflation supérieur à 2% à l'horizon de cinq ans est passée au-dessus du seuil de 50% à la mi-2008, avant de refluer vers 48% au 3^e trimestre 2009. C'est une des raisons qui avaient alors poussé la BCE à remonter ses taux de 25 pnb en juillet 2008, avant de les baisser rapidement à l'automne.

Crédibilité ou coup de chance ?

Si une crédibilité accrue peut effectivement expliquer l'ancrage des anticipations d'inflation, de nombreux autres facteurs ont également pu contribuer à l'instauration d'un régime d'inflation basse et stable avant la crise, parmi lesquels :

- la globalisation, qui crée une pression sur les salaires et permet d'importer à bas coûts des biens intermédiaires ou finis ;
- la modération salariale, la déréglementation des marchés du travail et la fin des indexations automatiques ont également pu réduire les risques de boucles prix-salaires ;
- les importantes réserves de change (pays émergents, exportateurs de pétrole, banques centrales) ont été pour partie investies dans des actifs en euro : cette réallocation est un facteur explicatif de la faiblesse des taux longs depuis le début des années 2000 et par conséquent, de la compression des anticipations de croissance et d'inflation extraites des prix d'actifs.

Conclusion : une crédibilité aux multiples facettes

Les mesures disponibles de l'ancrage des anticipations ne suggèrent pas de décrochage significatif à ce stade, mais une telle analyse quantitative doit être replacée dans son contexte.

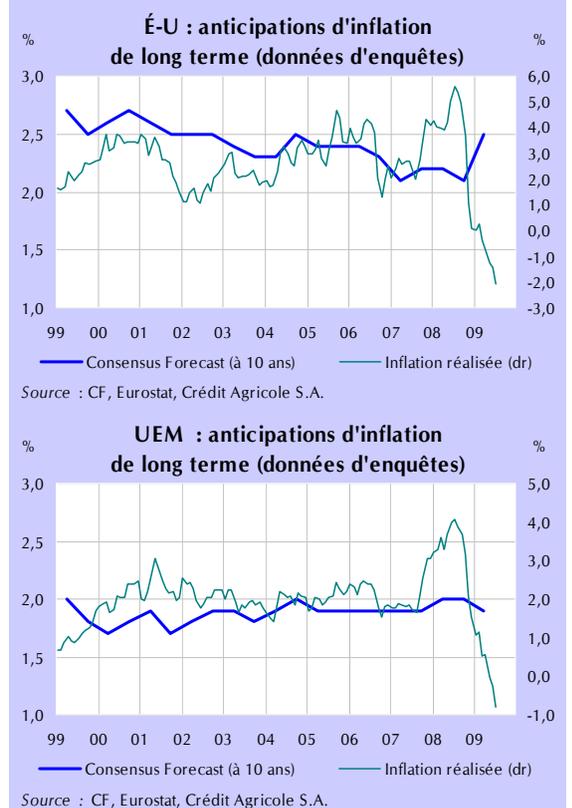
La notion de crédibilité est complexe, et sa mesure dépasse le cadre des anticipations d'inflation, en intégrant notamment des mesures plus larges de la confiance des agents. La notion de crédibilité est paradoxale, en ce que les banques centrales peuvent être victimes de leur propre succès. Selon Borio et Lowe (2002), « maîtriser l'inflation peut contribuer à des modifications dans la dynamique du système susceptibles de dissimuler les risques auxquels l'économie est exposée ». Enfin la notion de crédibilité n'est pas immuable et dans le contexte actuel, nul doute que la capacité des banques centrales à mettre en place des stratégies de sortie crédibles, et à communiquer dans ce sens, conditionnera leur efficacité au cours du cycle qui s'amorce. ■

Frederik DUCROZET

frederik.ducrozet@calyon.com

« Article écrit avec **Damien PUY** »

Graphiques 3 & 4



Les mots pour le dire

Les banques centrales ne font pas qu'agir, elles communiquent également sur leurs actions. La transparence de leurs décisions s'est progressivement imposée comme une norme servie par une politique bien huilée de communication. Mais, avec la crise, la donne change et met au défi cette stratégie où la parole supplante parfois les actes.

En temps normal, cette stratégie de communication a sa logique. Le temps est révolu où les questions monétaires étaient discutées en secret et où l'effet de surprise avait valeur d'efficacité. La théorie des anticipations rationnelles développée par John Muth dans les années 60 et remise au goût du jour par Robert Lucas au tournant des années 90, a changé la manière d'appréhender l'efficacité des politiques économiques. Puisque les agents mobilisent toute l'information disponible pour faire leurs prévisions et adaptent leur comportement en conséquence, les décisions économiques se doivent d'agir avant tout sur ces anticipations. Par exemple, les individus ont une idée de la façon dont la Banque centrale fait varier les taux d'intérêt afin d'atteindre son objectif de stabilité des prix ; ils connaissent de manière plus ou moins précise la manière dont ces mouvements de taux agissent sur l'activité et les prix. Les individus sont de ce fait capables de connaître l'influence de la politique monétaire sur l'économie, en particulier sur l'inflation et donc d'anticiper l'action de la Banque centrale. Plus que le geste, la parole, et les informations qu'elle véhicule, peuvent dès lors permettre de guider les anticipations des agents vers la trajectoire de taux d'intérêt la plus probable. Ensuite, pour des marchés efficients qui s'ajustent instantanément, ce bon ancrage est garant d'efficacité et participe en retour à une meilleure transmission de la politique monétaire. **Autrement dit, l'action et les mots se font écho pour servir efficacement les objectifs des banques centrales.**

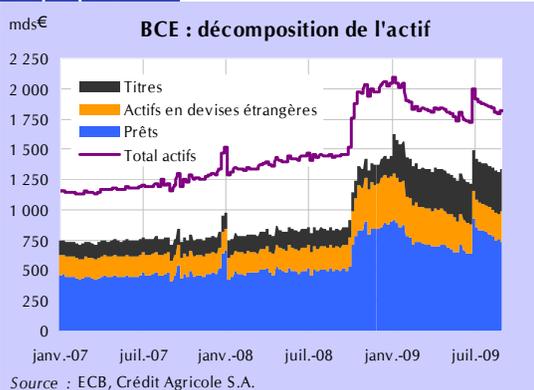
Depuis le milieu des années 90, les banques centrales s'efforcent ainsi de rendre plus transparentes et plus prévisibles leurs décisions afin de renforcer leur efficacité et pour réduire au passage l'incertitude et la volatilité des marchés.

depuis l'annonce publique des décisions de politique monétaire en 1994, jusqu'à atteindre une forme d'apogée avec Alan Greenspan qui a érigé la communication au rang de doctrine en usant largement du verbe pour modeler les anticipations de marchés, avec plus ou moins de succès. On se souviendra de l'exubérance irrationnelle des marchés ou du *conundrum* des taux longs, des performances sémantiques qui n'ont pas toujours été correctement interprétées par les marchés. **Les autres banques centrales ne sont pas en reste et ont peaufiné au fil des ans leur stratégie de communication.**

En pratique, les banques centrales communiquent sur quatre points. Sur leur stratégie d'abord, avec en point d'orgue la définition d'un objectif, quantifié ou non. Plus la cible d'inflation est explicite et précise, plus elle contraint les marges de manœuvre des banques centrales qui gagnent néanmoins en retour une meilleure prévisibilité du fait d'un ancrage plus solide. C'est le cas du Royaume-Uni pour qui l'objectif d'inflation de 2% à moyen terme est clairement défini. La cible de la BCE est moins précise puisqu'il s'agit de maintenir l'inflation sur des rythmes proches mais inférieurs à 2%. En revanche, du côté américain, le double mandat de maximisation de l'emploi sous contrainte d'inflation (sans de surcroît faire officiellement référence à une cible chiffrée) confère à la Fed une plus grande flexibilité avec une balance des risques qui penche tantôt d'un côté tantôt de l'autre. Néanmoins, depuis l'arrivée de Ben Bernanke aux commandes de la Fed en février 2006, le débat sur l'adoption d'une cible explicite d'inflation, à des fins de meilleur ancrage, est relancé.

Les banques centrales motivent leur décision et publient souvent un communiqué plus ou moins détaillé à l'issue de chaque réunion. Toutes ne sont néanmoins pas d'accord sur ce qu'il convient de dévoiler. La BoE et la Fed divulguent la teneur des votes et publient, avec un certain délai, le procès verbal de leur réunion (les Minutes). En revanche, la BCE insiste sur le caractère collégial de sa décision et son patron en devient le porte-parole en exprimant les vues du comité au cours d'une conférence de presse.

Graphique 1



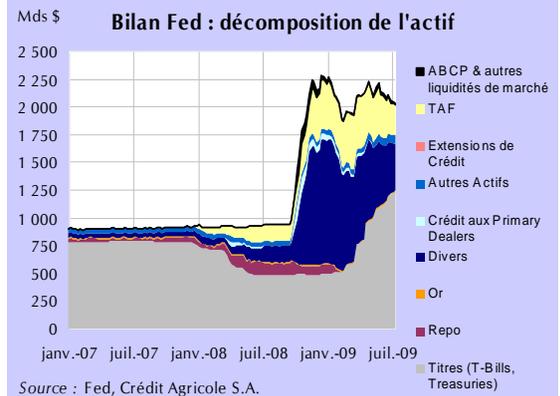
Les prévisions économiques sont un autre vecteur de communication puisqu'elles offrent un cadrage des anticipations des banques centrales sur lequel les agents peuvent s'appuyer pour se forger leur propre opinion sur le futur.

Enfin, les banques centrales peuvent vouloir préciser leurs intentions futures soit de manière très explicite comme en Norvège ou en Nouvelle-Zélande, ces dernières proposant une trajectoire probable, quoique conditionnelle, de taux d'intérêt futurs, soit plus implicitement en utilisant des mots codes pour aiguiller les anticipations. L'emploi du mot « vigilance » par la BCE a longtemps été annonciateur d'une remontée imminente des taux directeurs. Quant à la Fed, elle use régulièrement de la phrase « des taux bas pendant une période prolongée » pour laisser entendre, on ne peut plus clairement, que sa politique va rester durablement accommodante.

Dans tous les cas, il s'agit bien d'amener les marchés à mieux, si ce n'est parfaitement, anticiper leurs actions. La libre parole donnée aux banquiers centraux véhicule également une information parfois précieuse sauf lorsqu'elle se transforme en une véritable cacophonie. Les membres de la BoE s'expriment ainsi tous librement au risque de brouiller le message lorsqu'il existe d'importantes divergences au sein du comité. En Europe, l'approche se veut, comme on l'a dit, plus collégiale et les gouverneurs des banques centrales relayent normalement peu ou prou la vision consensuelle. Néanmoins, à l'occasion de la crise, des dissensions sont apparues au grand jour entre les tenants d'une approche radicale à l'anglo-saxonne et ceux plus conservateurs et prudents, ce qui a pu parfois désarçonner les marchés. La Fed est considérée comme plus autocratique, l'aura de A. Greenspan ayant pendant longtemps éclipsé les autres orateurs. Bernanke se veut plus ouvert mais il reste sans doute le communiquant le plus écouté.

Même s'il est difficile de savoir ce qu'est une stratégie optimale de communication, il reste que les progrès entrepris en ce domaine ont porté leurs fruits. D'après les études empiriques, les décisions de politique monétaire sont aujourd'hui beaucoup plus prévisibles ce qui a contribué à renforcer la crédibilité des banques centrales (cf. article « La crédibilité pour le faire », page 6). La parole de ces dernières fait bouger, et souvent dans la « bonne » direction, les marchés avec une mention spéciale pour les communiqués et les procès-verbaux des comités de politique monétaire pour

la BoE et la Fed et pour la conférence de presse côté BCE. L'adoption d'une cible chiffrée d'inflation paraît également aider à un meilleur ancrage des anticipations d'inflation, même si les travaux empiriques sur les performances en matière d'inflation (niveau et variabilité) entre les pays à cible d'inflation et les autres ne sont pas concluants.



Les mots pour rassurer

Pendant, la crise a mis à l'épreuve cette politique de communication des banques centrales. Les opérateurs désorientés ont naturellement braqué leur attention sur elles dans l'espoir d'y puiser quelques certitudes dans un environnement hautement incertain. Tout ce qui a pu émaner de ces institutions a été disséqué et analysé en détails, ce qui a joué tantôt un rôle stabilisateur mais a aussi pu parfois catalyser certaines angoisses, preuve que la communication peut s'avérer une arme à double tranchant.

En pleine crise, leur ferme engagement à fournir coûte que coûte de la liquidité pour apaiser les tensions sur le marché monétaire et aider au refinancement des banques a sans équivoque permis de préserver le cœur du système. Leurs interventions de prêteurs en dernier ressort ou leurs opérations de sauvetage d'acteurs financiers en difficulté ont en revanche secoué les marchés de spasmes émotionnels. On a ainsi assisté au « run » sur Northern Rock après que la banque d'Angleterre ait admis avoir débloqué une aide d'urgence. Les règles de transparence ont rendu inopérant le recours à la fenêtre d'escompte, jugé trop stigmatisant, obligeant les banques centrales à innover pour continuer d'assurer leur rôle de prêteur en dernier ressort. On a également vu une Fed impuissante à prévenir la panique financière qui a suivi la faillite de Lehman.

Les règles de transparence et de communication qui sont utiles dans la conduite de la politique monétaire traditionnelle se sont avérées déficientes voire contre-productives lorsqu'il s'est agi de préserver la stabilité financière. Les banques centrales n'ont pas désarmé pour autant et ont continué d'œuvrer pour irriguer au mieux les

marchés afin d'éviter toute rupture dans la chaîne de financement des économies, quitte à sortir des sentiers battus. Elles n'ont eu de cesse de communiquer sur ces actions innovantes (le *Quantitative Easing* dans toutes ses formes avec notamment ses achats fermes de titres privés et/ou publics) afin de progressivement amener les marchés à comprendre leur stratégie, à en anticiper les effets stabilisateurs, ce qui a finalement eu pour vertu de ramener la confiance, un carburant essentiel pour que puisse renaître les transactions financières.

Le calme étant progressivement revenu sur les marchés et les économies montrant des signes de revitalisation, il va s'agir désormais d'esquisser des stratégies de sortie (cf. article « *Les moyens pour sortir* », page 2). **En l'absence de repères historiques, il est éminemment important pour les banques centrales de communiquer sur la manière dont elles comptent s'extraire des politiques ultra-accommodantes consenties au plus fort de la crise.** Mais défaire l'écheveau des mesures non conventionnelles pour revenir à des modes d'interventions plus classiques pourrait s'avérer périlleux puisqu'il s'agit d'ôter la perfusion monétaire ni trop tôt pour ne pas fragiliser des économies en pleine convalescence ni trop tard pour ne pas libérer le génie de l'inflation. Il faudra donc du doigté et de la pédagogie de la part des banques centrales pour guider au mieux les anticipations de marchés, tant sur le calendrier que sur la séquence des événements à venir (le non conventionnel versus le conventionnel).

Le terrain de la communication risque de surcroît de devenir de plus en plus glissant à mesure que l'on va pénétrer dans le monde d'après-crise. Si la gestion de la crise par les banques centrales a, selon nous, été exemplaire, elles ne sont pas exemptes de critiques pour n'avoir pas su prévenir à temps la formation d'une bulle de crédit ma-

jeure. On peut leur reprocher d'avoir suivi des politiques monétaires trop accommodantes, pendant trop longtemps, ce qui a nourri l'envolée du prix des actifs sur fond d'effets de levier croissants. Cette asymétrie de comportement – laxisme en phase de montée des déséquilibres financiers puis activisme lors des phases de retournement – a débouché sur une instabilité financière chronique avec l'éclatement de la bulle internet en 2001 comme premier coup de semonce avant d'atteindre son zénith après le déclenchement de la crise des *subprime* début 2007.

Aujourd'hui, les banques centrales héritent d'un rôle renforcé de régulateur du système financier. La stabilité financière, autrefois considérée comme un avatar de la stabilité macroéconomique, va devenir un objectif à part entière qu'il va falloir servir avec la même force de conviction que celui de l'ancrage nominal. Il est d'ores et déjà question de repenser la réglementation prudentielle à un niveau macro-économique et à contre-courant des cycles afin de contrarier, autant que faire se peut, le caractère pro-cyclique de la finance. Il n'est pas non plus exclu que l'outil des taux soit utilisé pour freiner la dynamique éventuellement excessive du crédit, symptomatique d'une économie de bulle, au risque de déboucher sur des conflits d'objectifs entre inflation réelle et financière.

Autant dire que le petit monde des banquiers centraux est en pleine évolution pour ne pas dire révolution. Comme elles ont investi le champ de la communication pour gagner en prévisibilité, elles vont devoir redoubler d'efforts pour ne pas perdre en lisibilité ou en crédibilité et ne pas transformer leur dialogue avec les marchés en dialogue de sourds. ■

Isabelle JOB

isabelle.job@credit-agricole-sa.fr

Directeur de la publication : Jean-Paul Betbèze
Rédaction en chef : Jean-Paul Betbèze — Isabelle Job
Réalisation et secrétariat d'édition : Véronique Champion-Faure

Crédit Agricole S.A. – Direction des Études Économiques
75710 PARIS cedex 15 — Fax : +33 1 43 23 24 68
Copyright Crédit Agricole S.A. — ISSN 1248 - 2188
Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Internet : <http://www.credit-agricole.com> - Etudes Economiques
Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.