

2.2 ESTIMATION DU TAUX D'INTÉRÊT RÉEL NATUREL POUR LA ZONE EURO ET POUR LE LUXEMBOURG

La BCL a réalisé récemment une étude dédiée à l'estimation du taux d'intérêt réel naturel ou «d'équilibre» pour la zone euro et pour le Luxembourg¹⁰. Ce concept trouve ses origines dans les travaux de l'économiste suédois Knut Wicksell parus au début du 20^e siècle. Celui-ci a défini le taux d'intérêt neutre comme le niveau du taux d'intérêt réel compatible avec la stabilité des prix. Dans son interprétation contemporaine, le taux d'intérêt naturel se réfère généralement au taux d'intérêt réel de court terme compatible à la fois avec l'absence d'écart de production (PIB est à son niveau potentiel) et avec la stabilité de prix. Quand le taux d'intérêt réel est plus élevé que le taux d'intérêt naturel, la politique monétaire est restrictive. A l'opposé, la politique monétaire est expansive quand le taux d'intérêt réel est inférieur au taux d'intérêt naturel.

Théoriquement, le taux d'intérêt naturel est susceptible de servir de référence pour la politique monétaire. Afin de contrecarrer les chocs déstabilisateurs, la banque centrale pourrait fixer le taux d'intérêt nominal de manière à faire évoluer les taux d'intérêt réels à court terme vers un niveau inférieur ou supérieur au taux d'intérêt naturel. En pratique, le taux d'intérêt naturel est estimé avec un degré d'incertitude important et il est sujet à de multiples et importantes révisions dues à la publication de nouvelles données. Ces limitations réduisent l'utilité du taux d'intérêt naturel dans la conduite de la politique monétaire. Cependant, le taux d'intérêt naturel peut fournir une indication sur l'orientation de la politique monétaire relative aux périodes antérieures. De plus, le taux d'intérêt naturel estimé pour un pays à l'intérieur de la zone euro peut fournir des renseignements sur l'impact de la politique monétaire commune sur l'économie nationale en question.

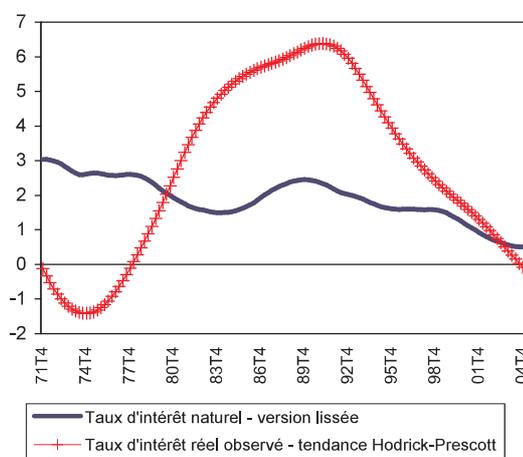
Dans notre contribution, l'estimation du niveau du taux d'intérêt naturel pour la zone euro et pour le Luxembourg est basée sur l'approche semi-structurelle proposée par Laubach et Williams¹¹. Cette approche s'appuie sur un petit modèle macroéconomique combinant une équation d'offre agrégée (courbe de Phillips) et une équation de demande agrégée (courbe IS). Le filtre de Kalman sert à estimer les variables inobservables, tels que le taux d'intérêt naturel, l'écart de production et la croissance potentielle, en tenant compte de l'évolution des variables observées, en l'occurrence la production, l'inflation, et le taux d'intérêt réel. Ainsi, le taux d'inté-

rêt naturel et la croissance potentielle sont estimés de manière simultanée.

Les graphiques suivants illustrent le niveau des taux d'intérêt naturels estimés pour la zone euro et pour le Luxembourg. A des fins de comparaison, ces graphiques affichent aussi la tendance du taux d'intérêt réel ex-post estimée par le filtre Hodrick-Prescott.

Graphique 4

Taux d'intérêt réel observé et taux d'intérêt naturel estimé (zone euro)



Source: Estimation BCL

Nos estimations pour la zone euro confirment la baisse du taux d'intérêt naturel afférent à la dernière décennie. Ce phénomène peut s'expliquer par le ralentissement de la croissance de la productivité et de la population, la réduction de la prime de risque liée à l'inflation, l'élimination de risque de change à l'intérieur de la zone euro et l'assainissement budgétaire avant l'union monétaire¹². Deux phases distinctes afférentes aux périodes passées sont caractérisées par des différences notables entre le taux d'intérêt réel observé et le taux d'intérêt naturel. La première est relative aux années 1971-1980, période d'inflation importante en Europe, avec des taux d'intérêt réel souvent négatifs. Le niveau du taux d'intérêt réel est en dessous du taux d'intérêt naturel sur toute cette période, confirmant le caractère accommodant de la politique monétaire face aux chocs inflationnistes. Cette

10 Étude est réalisée par Ladislav Wintr, Paolo Guarda et Abdelaziz Rouabah.

11 Laubach, T. et J.C. Williams (2003) "Measuring the Natural Rate of Interest," *Review of Economics & Statistics*, 85(4), 1063-70.

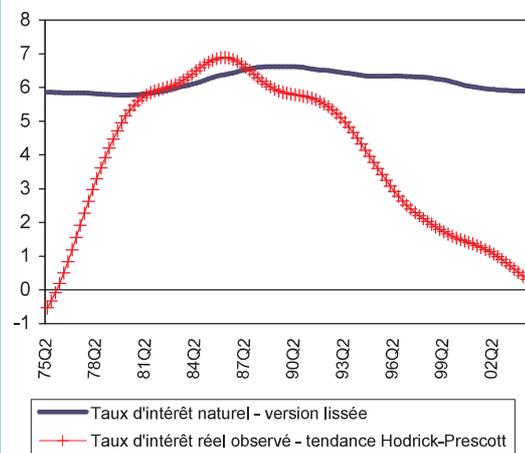
12 BCE (2004) «Le taux d'intérêt naturel dans la zone euro», bulletin mensuel, mai.

première période fut succédée par une seconde phase de près de 20 ans (1980-1999) durant laquelle les taux d'intérêt réels sont supérieurs au taux d'intérêt naturel, ce qui est synonyme de politique monétaire restrictive. Pendant cette période, la prise de conscience des effets préjudiciables de l'inflation sur la croissance économique a conduit les pays européens à s'engager dans un processus désinflationniste encouragé par les critères de convergence établis par le traité de Maastricht. Depuis 1999, l'écart entre le taux d'intérêt réel et naturel est marginal; néanmoins, dès le début de l'année 2003, le taux réel observé est légèrement inférieur au taux d'intérêt naturel estimé. Ceci laisse présager que la politique monétaire actuelle de l'Eurosystème est expansive. Cette dernière aurait pour but de stimuler la croissance courante, jugée faible.

Quant au Luxembourg, le taux d'intérêt neutre estimé est moins volatil et bien plus élevé que celui estimé pour la zone euro. En effet, la valeur estimée demeure très proche de 6% sur toute la période (1975-2004). De la même manière que pour la zone euro, l'expérience du passé est caractérisée par trois phases. Durant les années 1975-1982, période d'inflation élevée, le taux d'intérêt réel observé est inférieur au taux d'intérêt naturel. La seconde période, caractérisée par un taux d'intérêt réel observé supérieur au taux d'intérêt naturel estimé, est plus courte que celle observée dans la zone euro (1982-1989). Enfin, une troisième phase, plus longue que les précédentes, durant laquelle le taux d'intérêt réel observé est inférieur au taux d'intérêt naturel estimé. Ceci suggère que l'impact de la politique monétaire commune au Luxembourg serait plutôt expansif.

Graphique 5

Taux d'intérêt réel observé et taux d'intérêt naturel estimé (Luxembourg)



Source: Estimation BCL

Il faut souligner que le taux d'intérêt naturel est déterminé principalement par le niveau du taux de croissance potentielle. Selon les résultats obtenus du modèle pour les périodes les plus récentes, le taux de croissance potentielle au Luxembourg est de 4,8%; tandis que celui de la zone euro est limité à 1,6%. Par conséquent et dans la mesure où la stabilité des prix est assurée pour la zone euro, la politique monétaire commune tendra à favoriser des taux d'intérêt réels plus faibles que le taux d'intérêt naturel du Luxembourg. Cette divergence pourrait contribuer à une inflation relativement plus élevée au Luxembourg. En l'absence d'une politique budgétaire appropriée et de progrès significatifs dans le processus de réformes économiques, cette source d'inflation pourrait engendrer une dégradation de la compétitivité de l'économie luxembourgeoise.