

## IV / Les banques centrales au défi de l'après-crise

*Jézabel Couppey-Soubeyran\**

**L**e métier de banquier central n'était pas facile avant la crise. Il le sera sans doute encore moins après. Dans la plupart des pays du monde, on attendait d'un banquier central qu'il lutte contre l'inflation sans casser la croissance. La règle de Taylor formalisait ce subtil arbitrage et, une fois n'est pas coutume, la pratique collait presque à la théorie. Pendant un temps, celui de la « grande modération » (inflation basse, croissance stable), on a même cru que les banquiers centraux étaient passés maîtres en la matière. C'était ignorer qu'ils n'étaient pas les seuls artisans de cette grande modération. La mondialisation et la montée en puissance des grands émergents avaient, au cours de cette période, largement contribué à stabiliser l'inflation mondiale. C'était aussi sans compter sur l'appétit pour le risque que produirait cet environnement trop tranquille : les taux maintenus trop bas trop longtemps ont favorisé la prise de risque des investisseurs et tout particulièrement celle des banques.

La crise a ainsi jeté le trouble sur l'efficacité des politiques monétaires menées par les économies avancées au cours des années 2000. Rétrospectivement, et même si la controverse reste intense aux États-Unis [Bernanke, 2010], celles-ci sont apparues beaucoup trop accommodantes et de moins en moins fidèles à la règle de Taylor. Il n'est pas inutile, à cet endroit, de se remémorer les commentaires que suscitait l'action de la BCE au milieu des années 2000. Celle-ci était jugée trop sévère, trop restrictive, et

---

\* Jézabel Couppey-Soubeyran est maître de conférences à l'université Paris-I Panthéon-Sorbonne. L'auteur remercie vivement Emmanuel Carré (maître de conférences à Paris 13) pour sa relecture et ses suggestions. Les opinions exprimées restent de son entière responsabilité.

beaucoup d'observateurs l'enjoignaient de s'inspirer du pragmatisme de sa consœur américaine la Fed. Ce pragmatisme, vanté hier, est aujourd'hui perçu comme du laxisme. Les banques centrales n'ont pas tenu compte des effets de leur politique monétaire sur la stabilité financière, convaincues que lutter contre les bulles n'était pas de leur ressort et qu'il leur serait possible d'éteindre les incendies après coup. Cela vaut pour la Fed mais aussi pour la BCE: sa rigueur, s'il en était, n'était en rien motivée par la préservation de la stabilité financière.

La gestion de la crise a brutalement étendu les missions des banques centrales à la prise en compte de la stabilité financière. Les banques centrales ont dû endosser leur rôle de prêteur en dernier ressort, restaurer la liquidité des marchés interbancaires, ranimer les marchés de titres en déployant une panoplie d'interventions de politique monétaire non conventionnelle. Dans l'après-crise, il s'agira de pérenniser cette attention à la stabilité financière par des instruments appropriés (bien plus les instruments macroprudentiels que le taux d'intérêt), sans abandonner l'objectif de stabilité monétaire, ni celui de la régulation conjoncturelle. Dur métier donc que celui de banquier central! En quelque sorte, un chasseur de lièvres qui, plus que jamais, devra s'armer de plusieurs fusils.

### **Un bilan en demi-teinte des politiques monétaires non conventionnelles**

*Les banques centrales ont déjoué le piège de la trappe à liquidité...*

Dès la fin de l'été 2007, alors que la crise des *subprimes* venait d'éclater, la Fed, forte de l'expérience de 1929, a réagi promptement au risque d'effondrement et décidé d'engager un desserrement rapide de sa politique monétaire: le 18 septembre, elle abaissait son taux directeur. Elle a poursuivi ce mouvement à intervalles réguliers jusqu'à atteindre, en décembre 2008, un plancher proche de zéro qu'elle n'avait, à la date du 31 juillet 2011, pas quitté. La Banque d'Angleterre lui a embrayé le pas à la fin de l'automne 2007 (le 6 décembre) pour rejoindre, en début d'année (mars) 2009, un taux directeur de 0,5 %. La Banque centrale européenne a, quant à elle, attendu d'être confrontée aux pires tensions sur le marché interbancaire suite à la faillite de Lehman Brothers pour amorcer à l'automne 2008 (octobre) le mouvement de

baisse et atteindre 1 % en mai 2009. Ainsi, depuis le début d'année 2009, tous les taux directeurs des grandes banques centrales sont à leur plus bas historique (seule la BCE s'en est de nouveau très légèrement écartée en relevant son taux directeur de 25 points de base en avril 2011 puis, de nouveau, en juillet 2011).

Mais une fois le taux plancher atteint, la politique monétaire ne peut plus grand-chose si d'autres leviers ne sont pas activés. Théoriquement, en deçà de ce plancher, l'économie tombe dans une « trappe à liquidité ». C'est une situation théorisée par John Maynard Keynes, dans les années 1930, puis par John Hicks, dans laquelle la préférence pour la liquidité devient absolue : les agents préfèrent la monnaie à tout autre actif et n'entendent plus la dépenser dans quoi que ce soit. C'est là qu'interviennent les politiques monétaires non conventionnelles (pour une analyse détaillée, cf. Carré [2011]).

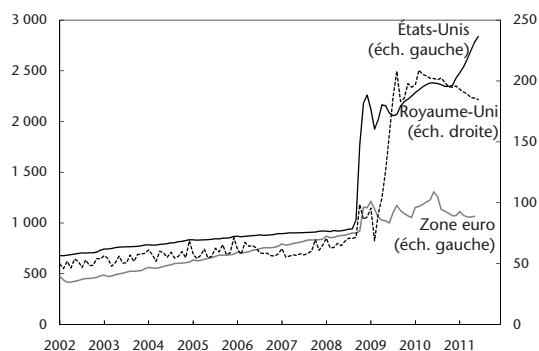
Les banques centrales peuvent, tout d'abord, mettre en place une stratégie de communication. Lorsque le plancher zéro est atteint, les agents sont enclins à anticiper une remontée des taux ; ils en déduisent que le prix des titres va continuer de baisser et la crise s'approfondir ; ils anticipent une augmentation du risque de défaillance et la persistance de la déflation. Face à cela, l'objectif de la communication des banques centrales est de rassurer pour orienter les anticipations des agents vers la sortie de crise. Si les banques centrales annoncent que les taux resteront au plancher tant que la crise n'aura pas été jugulée, les agents anticiperont le maintien de taux courts bas (au lieu de leur hausse), un accès facilité à la liquidité (et donc une réduction des primes de risque) et, à la condition que la banque centrale leur apparaisse suffisamment crédible et déterminée, la fin de la déflation. Il doit en résulter une baisse des taux d'intérêt à long terme permettant de relancer les décisions d'investissement.

Tout en poursuivant leur communication rassurante, les banques centrales peuvent opter pour une double stratégie d'assouplissement de leurs octrois de liquidité.

– Un assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) des conditions de refinancement faites aux banques : il s'agit à la fois d'augmenter le montant et la durée des refinancements octroyés aux banques commerciales, et d'élargir l'éventail des titres exigés en garantie (ces refinancements s'opérant essentiellement sous la forme de prise de titres en pension contre octroi de liquidité). L'objectif final est d'éviter le rationnement du financement bancaire

et l'effondrement du système bancaire et, au-delà, la récession et la déflation pouvant en résulter. Ces opérations, qui font augmenter le bilan de la banque centrale, augmentent la *base* monétaire (graphique 1), mais pas automatiquement la *masse* monétaire dont la variation dépend de ce que les banques font des liquidités obtenues. Si elles les conservent sur leur compte auprès de la banque centrale, alors la masse monétaire (mesurée par un agrégat monétaire, M2 aux États-Unis ou M3 en zone euro) n'augmente pas. Si en revanche, fortes de ces liquidités, les banques relancent le crédit, alors la masse monétaire augmente. Remarquons ici que la crainte exprimée par certains, que le *quantitative easing* provoque de l'inflation – en raison d'une trop grande augmentation de la quantité de monnaie en circulation –, surestime en fait grandement la capacité des banques commerciales à rouvrir les robinets du crédit en période de crise.

Graphique 1. **Base monétaire**  
(en milliards, en monnaie nationale)



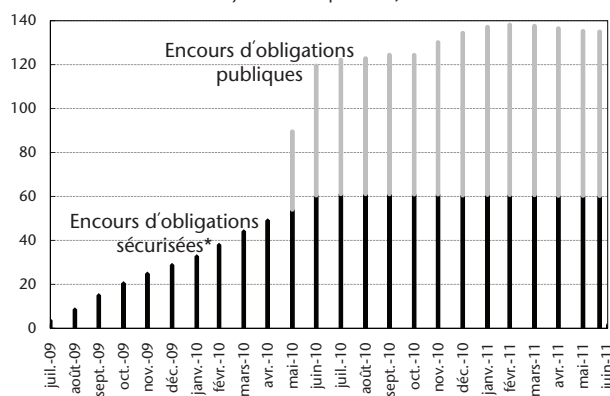
Sources : Datastream, Fed, Banque centrale européenne, BoE, Natixis.

– Un assouplissement qualitatif (*credit easing* ou *qualitative easing*) par des achats de titres réalisés par les banques centrales auprès des banques, ou directement sur les marchés de titres, pour soutenir la liquidité de ces marchés et le prix des titres qui s'y forme. L'objectif final est d'éviter le rationnement des financements de marché. Le revers est que ces interventions détériorent la structure du bilan de la banque centrale, dans la mesure où elles reviennent à substituer aux titres de bonne qualité – que

la banque centrale détient à son actif – des titres qui, n'ayant pas trouvé preneurs sur les marchés, sont par définition de moins bonne qualité. La dégradation de la qualité du bilan de la banque centrale que l'on peut craindre est cependant d'une portée limitée étant donné le caractère temporaire de ces interventions non conventionnelles.

Il existe ainsi un vaste éventail de mesures non conventionnelles. La Banque du Japon (BoJ) ne l'avait qu'en partie expérimenté (*quantitative easing*) entre 2001 et 2006. La crise actuelle l'a fait explorer davantage. Les grandes banques centrales (Fed, BCE, Banque d'Angleterre, BoJ...) y ont toutes eu recours, chacune à sa manière. La Fed et la Banque d'Angleterre ont plutôt opté pour le *credit easing* (achats notamment de *Treasuries* et de papier commercial par la Réserve fédérale, de *gilts* par la Banque d'Angleterre), et la BCE pour le *quantitative easing*, même si cette dernière a également procédé à des achats de titres publics (graphique 2). En Europe, vu l'importance des banques dans le financement des économies de la zone euro, il importait avant tout de rétablir la liquidité du secteur bancaire pour avoir une chance de faire redémarrer le crédit. Aux États-Unis, le poids des non-banques et des marchés financiers réclamait de rétablir en priorité la liquidité des segments de marchés paralysés par la crise.

Graphique 2. Titres détenus par la BCE à des fins de politique monétaire (en milliards d'euros au dernier jour de chaque mois)



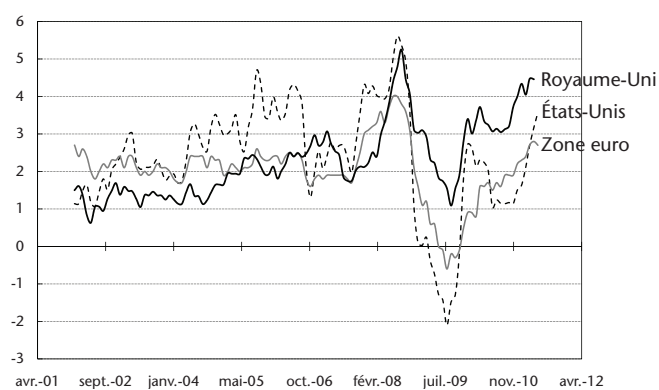
\* Obligations adossées à des actifs réels, souvent immobiliers.

Sources: BCE, Natixis.

... sans pour autant contribuer à une franche reprise

À la question de savoir si ces politiques monétaires non conventionnelles sont efficaces, les réponses ne sont pas unanimes. L'expérience japonaise de la première moitié des années 2000 ne s'était pas soldée par un franc succès. Au mieux les banques étaient-elles parvenues à assainir leur situation financière, sans cependant relancer significativement le crédit. Les théoriciens ont beau être optimistes sur le sujet [voir notamment Bernanke, Reinhart et Sack, 2004] ainsi que Orphanides [2004], et désigner les canaux par lesquels les politiques monétaires peuvent continuer d'apporter leur soutien à l'économie même quand les taux directeurs sont au plancher [Loisel et Mésonnier, 2009], l'expérience actuelle permet, au mieux, de conclure que ces mesures alternatives à la politique monétaire traditionnelle ont permis d'éviter l'enlisement dans la déflation (ce qui, certes, est déjà beaucoup). La déflation qui s'était amorcée aux États-Unis en début d'année 2009, puis en Europe dans une moindre mesure, s'est repliée en moins de six mois (graphique 3). Et c'était bien l'objectif premier que s'était donné Ben Bernanke (« *make sure 'it' doesn't happen here* », pour reprendre le titre de son discours du 21 novembre 2002), en pleine connaissance de cause puisqu'il est l'un des plus grands spécialistes de la crise de 1929.

Graphique 3. Taux d'inflation  
(glissement annuel en %)



Source: Datastream.

Pour autant, même si c'était sans doute beaucoup (voire trop) demander aux banques centrales, il est loin d'être établi que la politique monétaire ait permis une véritable reprise. À la mi-2011, les signes de la reprise demeuraient fragiles, sur fond de crise de la dette souveraine dans la zone euro et de craintes grandissantes quant à l'ampleur des déficits publics outre-Atlantique. Aux États-Unis comme dans la zone euro, l'investissement résidentiel n'amorçait toujours pas de reprise en mai 2011, en raison d'un redémarrage du crédit aux ménages quasi absent (aux États-Unis) ou lent (zone euro); l'investissement des entreprises repartait légèrement mais les taux d'investissement demeuraient bas; les termes de l'échange se détérioraient (en raison d'une hausse des prix des importations en grande partie liée à celle des matières premières); et l'emploi ne s'améliorait que lentement [Natixis, 2011].

Les banques centrales ont fait ce qu'elles ont pu face à la crise pour tenter d'en sortir et réamorcer la croissance. La politique budgétaire n'a sans doute pas constitué un relais suffisant. Certes, l'impulsion budgétaire a été forte aux États-Unis, mais beaucoup moins dans la zone euro, et la dégradation des soldes budgétaires rapportés au PIB s'explique autant par la diminution des recettes et le ralentissement de la croissance que par l'augmentation discrétionnaire des dépenses. D'où les vifs débats [cf. par exemple Mathieu et Sterdyniak, 2011] sur le retour à l'austérité budgétaire indispensable pour les uns à l'amélioration des finances publiques, nocive pour les autres à la reprise.

### **Les stratégies de sortie de crise**

#### *Quand resserrer?*

Les grandes banques centrales se retrouvent aujourd'hui dans un climat très inconfortable pour élaborer leurs stratégies de sortie de crise. La reprise a montré quelques signes mais reste incertaine, et l'embellie se fait attendre sur le front de l'emploi: le chômage reste supérieur à 9 % aux États-Unis, de l'ordre de 10 % en moyenne dans la zone euro avec de forts écarts entre les pays – 4 % aux Pays-Bas et au Luxembourg contre 20 % en Espagne. Le creusement des déficits publics et la crise de la dette grecque en Europe exercent une pression haussière sur les taux à long terme. Mais face à ces tendances qui enjoindraient les banques

centrales de prolonger leur politique d'assouplissement, s'en exerce une autre en sens contraire: le retour de l'inflation. Les banques centrales se retrouvent ainsi dans le pire des contextes macro-économiques (celui-là même qui en 2008 avait empêché la BCE d'être plus réactive), celui de la stagflation.

Si elles réagissent prioritairement aux tensions inflationnistes et optent pour le resserrement de leur politique monétaire (abandon des *quantitative* et *qualitative easing*), elles risquent de contrarier la reprise et de détériorer un peu plus encore la situation de l'emploi. Sans compter qu'il n'est pas sûr qu'elles puissent réduire les tensions inflationnistes actuelles. Ces dernières sont, en effet, le résultat de la hausse des prix des matières premières, donc de l'inflation externe importée, choc auquel la banque centrale ne devrait pas répondre, sauf s'il provoquait un effet de second tour *via* une transmission aux salaires; mais cette boucle prix-salaires, qui existait dans les années 1970, est aujourd'hui peu probable étant donné le niveau de chômage et la désindexation des salaires.

Les banques centrales n'auraient prise sur ce type d'inflation que si la hausse des prix des matières premières s'expliquait davantage par un excès de liquidité favorisant la spéculation sur ces marchés que par des facteurs structurels (l'amélioration du niveau de vie des populations des grands émergents). Dans ce cas, en restreignant les liquidités disponibles, les banques centrales limiteraient la spéculation, ce qui freinerait la hausse des prix des matières premières (au passage, il leur faudrait admettre la part de responsabilité de leurs politiques antérieures d'assouplissement dans l'instabilité de ces marchés). Si, en revanche, la hausse des prix des matières premières est non pas d'origine spéculative mais bien structurelle, alors les banques centrales n'auront aucun moyen d'agir sur cette inflation-là (elles n'auront pas non plus à faire de *mea culpa*). Qu'elle se répercute ou non sur l'inflation sous-jacente, leur chance de parvenir à la juguler sera, dans ces conditions, quasi nulle. C'est pourtant pour répondre à ces tensions que la BCE a décidé en avril dernier de rehausser son taux directeur de 25 points de base (le faisant repasser à 1,25 %), signalant ainsi le passage à une politique moins accommodante.

L'autre voie possible, dans ce contexte macroéconomique, consiste à privilégier l'objectif de stabilité conjoncturelle: la croissance et l'emploi plutôt que la stabilité des prix – ce qui est plus dans l'esprit du mandat de la Fed que dans celui de la BCE. Si cette voie est suivie, la fin de l'assouplissement n'est pas pour



demain, du moins aux États-Unis. Mais le risque que les banques centrales ne peuvent plus ignorer depuis la crise est que l'abondance de liquidités constitue une bombe à retardement non pas pour l'inflation (c'est-à-dire pour le prix des actifs réels) mais pour la stabilité financière (c'est-à-dire pour le prix des actifs financiers au sens large y compris les matières premières). Cette voie est cependant compatible avec l'idée qu'il faut mener une politique monétaire, fortement contra-cyclique : très restrictive en haut du cycle (contrairement à ce qui s'est pratiqué avant la crise) et très accommodante en bas du cycle, tant que la reprise n'est pas franche.

*Comment et jusqu'où resserrer ?*

Techniquement, mettre fin aux mesures non conventionnelles n'est pas un problème pour les banquiers centraux et leurs déclarations vont en ce sens. Ben Bernanke concluait par exemple son discours du 10 février 2010 en disant : « L'économie continue de réclamer le soutien de politiques monétaires accommodantes. Cependant, nous avons fait en sorte d'avoir à notre disposition les instruments nécessaires pour retirer, quand il le faudra, cette très forte stimulation monétaire. Nous avons la certitude d'être, le moment venu, prêts à le faire. » Le 22 novembre 2010, Jean-Claude Trichet soulignait pour sa part, devant le Parlement européen, le caractère temporaire des mesures non conventionnelles.

Insister ainsi sur la réversibilité des mesures non conventionnelles fait partie de la communication nécessaire pour mettre fin à ces mesures sans difficulté. Le relèvement du taux directeur constitue, ensuite, le signal que la banque centrale entend réduire les facilités d'accès à la liquidité. C'est précisément ce qu'a fait la BCE en avril puis en juillet 2011. Le rythme auquel opérer le resserrement peut varier d'une banque centrale à l'autre. Mais, de manière générale, il vaut mieux que le relèvement des taux soit progressif. Un relèvement trop brutal des taux d'intérêt risquerait en effet de déstabiliser les marchés. Par ailleurs, la valeur de marché des titres de dette varie en sens inverse du taux d'intérêt (effet balançoire). Ainsi, et ceci vaut surtout pour la Fed, la réduction de la valeur de marché des titres que la banque centrale doit vendre pour opérer le resserrement (à l'inverse d'en avoir acheté dans la phase d'assouplissement) l'exposerait à des pertes financières. D'où la nécessité d'une action plus progressive dans la phase de resserrement que dans celle d'assouplissement, et ce

d'autant plus que le volume de titres acquis par la banque centrale a été important.

Se posent ensuite les questions du recalibrage de la politique monétaire d'après-crise pour en améliorer l'efficacité. Quel objectif d'inflation viser ? Faut-il conserver l'objectif d'avant-crise, proche de 2 % pour la plupart des banques centrales des pays développés, ou bien se donner une marge de manœuvre supplémentaire en le rehaussant à 4 % par exemple, comme l'a proposé Olivier Blanchard, économiste en chef du FMI. Faut-il renouer avec une stratégie de ciblage d'inflation ou bien opter pour celle du niveau général des prix ? Enfin, faut-il repousser l'horizon retenu pour l'objectif d'inflation de façon à rendre cet objectif plus facilement conciliable avec d'autres (stabilisation conjoncturelle, stabilité financière...)?

Les banquiers centraux – tant les « faucons » conservateurs que les « colombes » accommodantes – sont pour la plupart foncièrement hostiles à l'idée de rehausser l'objectif d'inflation, au motif que rien ne garantit que cela soit favorable à la croissance et qu'il ne s'en suive pas une dérive inflationniste [Betbèze *et al.*, 2011]. Olivier Blanchard y voyait, quant à lui, une manière de se redonner des marges de manœuvre en période de crise et d'être alors moins rapidement confronté au problème du taux plancher : si les anticipations d'inflation sont ancrées sur un niveau plus élevé d'inflation, les taux nominaux sont naturellement plus haut et la marge qui les sépare du taux plancher plus grande.

Les banquiers centraux se prononcent également, en majorité, contre un remplacement du ciblage de l'inflation par le ciblage du niveau général des prix. Cette stratégie consiste à se donner un sentier d'évolution du niveau général des prix et à faire varier la cible d'inflation en fonction de l'écart constaté entre le prix réalisé et le prix cible. En adoptant cette stratégie, une banque centrale n'hésiterait pas, en situation de déflation, à augmenter la cible d'inflation bien au-delà de 2 %, ce que les agents anticiperaient et ce qui, théoriquement, permettrait de sortir plus rapidement d'une situation de déflation. Toutefois, ce changement de stratégie pourrait se révéler coûteux en termes de crédibilité, particulièrement là où, comme dans la zone euro, la banque centrale se fixe officiellement un objectif d'inflation [Betbèze *et al.*, 2011, partie I]; ce changement semble plus envisageable là où l'objectif n'était pas aussi explicite (aux États-Unis notamment). En outre, comme l'a souligné la Riksbank (la Banque centrale de

Suède qui peut se prévaloir de la seule expérimentation de ce type de stratégie dans les années 1930), le ciblage du niveau général des prix suppose, en cas de déviation au-dessus du sentier, d'imposer des déflations pour revenir à la cible; d'où le risque de mouvements très violents, déstabilisateurs pour l'économie. C'est pourquoi aucune banque centrale ne s'est pour l'instant convertie au ciblage du niveau général des prix.

Quant à l'allongement de l'horizon de l'objectif d'inflation, il paraît d'autant plus souhaitable que les banques centrales vont vraisemblablement devoir se résoudre à un élargissement de leurs missions.

### **Les missions des banques centrales dans l'après-crise**

#### *Outre la stabilité monétaire...*

Avant la crise, toutes les grandes banques centrales suivaient, plus ou moins strictement et sans forcément le revendiquer, des politiques de ciblage d'inflation avec, selon les cas, une attention plus ou moins grande à la stabilité conjoncturelle. Autrement dit, l'objectif des banques centrales était assez largement concentré sur la stabilité des prix (stabilité monétaire interne). L'attention portée à la stabilité financière était secondaire, du moins totalement subordonnée à la stabilité monétaire, en vertu du principe de séparation. De plus, la stabilité des prix était censée favoriser la stabilité financière et, réciproquement, l'instabilité financière était associée dans l'esprit des banquiers centraux à un problème d'instabilité monétaire. Les banques centrales se sentaient d'autant moins investies dans la lutte contre les phénomènes d'instabilité financière, comme les bulles spéculatives, qu'il leur semblait possible de « nettoyer les dégâts après coup » (*clean up afterwards*). Suite à l'éclatement de la bulle Internet, en 2001-2002, le consensus que s'étaient forgé les banquiers centraux lors de leur grand-messe annuelle à Jackson Hole consistait à laisser les effets de richesse augmenter les patrimoines financiers plutôt que d'y couper court. L'idée était que la réalité de la bulle et des risques qu'elle fait porter à l'économie ne sont jamais sûrs avant que la bulle n'éclate! En cas d'éclatement, alors les banques centrales se résoudraient à restaurer la liquidité des marchés en l'abreuvant des liquidités nécessaires: le fameux *Greenspan put*.

La crise a démontré le danger du principe de séparation. La stabilité monétaire ne garantit pas la stabilité financière. Au contraire, comme l'illustre le paradoxe de la crédibilité popularisé par les travaux de Claudio Borio à la Banque des règlements internationaux, la stabilité monétaire, renforcée par la crédibilité des banques centrales, peut même favoriser l'instabilité financière. De ce point de vue, les bas taux d'intérêt des années 2000 (justifiés par le niveau bas de l'inflation) ont incité un grand nombre d'agents économiques, tout particulièrement les banques, à prendre des risques excessifs – c'est ce que montre un nombre croissant d'études portant sur ce qu'il est aujourd'hui convenu d'appeler le « canal de la prise de risque ». Ainsi les banques centrales doivent-elles tirer les leçons de cette crise et conférer à la stabilité financière une importance aussi grande qu'à la stabilité monétaire. C'est en ce sens que doivent évoluer les textes qui régissent leurs missions.

... les banques centrales doivent être attentives à la stabilité financière

La crise financière a remis en question la doctrine du *cleaning* : les bulles sont de mieux en mieux identifiables (un travail important a été mené au sein des banques centrales pour construire des indicateurs pertinents), les coûts des bulles sont importants et la politique monétaire peut difficilement nettoyer après l'éclatement [Mishkin, 2011]. Ainsi une politique consistant à aller à contre-courant (*leaning against the wind*) a de nouveau le vent en poupe [Issing, 2011]. Il s'agit de mener une politique monétaire plus agressive et plus réactive à l'évolution des prix d'actifs [Cecchetti *et al.*, 2000; Borio et Lowe, 2002; White, 2009]. Cependant, suite à la crise, l'objectif n'est plus tant de stabiliser le prix des actifs boursiers que de stabiliser le cycle du crédit, en liaison notamment avec la montée des prix immobiliers.

La BCE est de plus en plus pro-*leaning* [BCE, 2010], mais en demeurant attachée à l'idée que la stabilité financière reste principalement du domaine des autorités de supervision. La position de la Fed a légèrement évolué suite à la crise, mais elle demeure pro-*cleaning*. Les membres de la BoE ont des positions diverses : certains se sont rapprochés du *leaning* mais reconnaissent qu'il est difficile à mettre en œuvre avec le taux d'intérêt. Finalement, quelles que soient ces positions, toutes s'accordent sur l'idée que le taux d'intérêt n'est pas le bon instrument à affecter à l'objectif de stabilité financière. Un nouvel instrument est nécessaire : l'instrument macroprudentiel.

La stabilité financière ne peut plus entièrement reposer sur la supervision microprudentielle (règles de Bâle 1, Bâle 2 et aussi Bâle 3 dans une très large mesure) qui se concentre sur les risques individuels des établissements bancaires. Cette dernière demeure nécessaire, bien entendu, mais insuffisante. La nécessité d'un pilier macroprudentiel dédié au risque systémique fait aujourd'hui consensus.

Les débats restent vifs néanmoins quant aux instruments à mobiliser et à l'institution à qui confier la responsabilité de la politique macroprudentielle. Il n'est pas sûr que les autorités de supervision microprudentielle (Autorité de contrôle prudentiel en France, Financial Services Authority en Grande-Bretagne...) soient les mieux placées pour conduire cette politique: la culture des risques individuels n'est pas celle du risque systémique. Il est vrai que les politiques micro et macroprudentielle auront des instruments en commun: ratios de capital, de levier, de liquidité. Mais l'échelle macro de son objectif confère à la politique macroprudentielle une proximité avec la politique monétaire. Cela fait des banques centrales les autorités naturelles à qui confier la charge du macroprudentiel. On s'orienterait alors vers une banque centrale au mandat élargi à la stabilité financière, en charge de lutter contre le risque systémique avec un rôle contra-cyclique face au cycle du crédit. Ce rôle des banques centrales n'est pas nouveau puisque la Fed est née en 1913 précisément de la volonté de stabiliser le système bancaire suite à une série de crises...

D'aucuns craignent que cette charge supplémentaire pour les banques centrales ne rende leur mission de stabilité des prix plus délicate à conduire et que cela affaiblisse leur gouvernance (indépendance, transparence, responsabilité), et, partant, leur crédibilité. C'est ce débat que restitue le rapport du CAE déjà cité. La partie I du rapport (Christian Bordes) défend, de ce point de vue, une séparation entre politique monétaire et politique macroprudentielle. Au contraire, la partie II (Jean-Paul Betbèze, Jézabel Couppey-Soubeyran et Dominique Plihon) soutient leur intégration au sein de la banque centrale (la mise en place du Conseil du risque systémique, logé au sein de la BCE, va dans ce sens). Ce mandat élargi n'entamerait pas l'indépendance de la banque centrale, mais exigerait de l'institution qu'elle rende davantage compte de ses décisions (*accountability*).

Quoi qu'il en soit, il semble difficile de sensibiliser les banques centrales à la stabilité financière sans leur donner les moyens effec-

tifs d'accomplir cette mission. Difficile de courir plusieurs lièvres à la fois, surtout avec le taux d'intérêt pour seul fusil. Le taux d'intérêt ne peut pas tout ! Comme l'exprime plus formellement la règle de Tinbergen : il faut au moins autant d'instruments que d'objectifs. Une simulation réalisée par les économistes de la Banque d'Angleterre l'illustre bien. Utilisant une règle de Taylor élargie à la prise en compte d'un écart de prix d'actif, cet exercice dégage une conclusion claire : en période d'instabilité financière, il faudrait porter le taux directeur à un niveau à deux chiffres (de l'ordre de 19 % en 2007, selon les simulations réalisées dans l'étude de la Banque d'Angleterre, 2009) ! Autant dire que cela ne serait pas soutenable pour l'économie réelle des pays développés. La stabilité financière doit donc mobiliser d'autres instruments que le taux d'intérêt (ce qui ne signifie pas que la banque centrale peut ignorer les effets de son taux directeur sur la prise de risque des banques et des investisseurs).

Parmi les instruments macroprudentiels, ceux consacrés à la régulation de la croissance du crédit méritent une attention particulière. L'emballement du crédit est systématiquement au cœur des crises financières graves qui affectent en profondeur l'économie réelle. Se donner les moyens de freiner l'emballement du crédit, en haut du cycle, et d'éviter, au contraire, les situations de rationnement, en bas du cycle, favoriserait grandement la stabilité financière. Cela peut passer par la généralisation des ratios de prêts sur valeur (*loan to value*) et sur revenu (*loan to income*), obligeant les banques à exiger de leurs emprunteurs plus d'apport et de capacité de remboursement. Ou encore par une réhabilitation des dispositifs de réserves obligatoires qu'il s'agirait de faire porter non plus sur les dépôts mais sur les crédits en modulant l'exigence selon les secteurs (plus forte, par exemple, pour l'immobilier) et éventuellement selon les régions.

Reste pour finir une question cruciale, celle de la coordination entre les banques centrales et les autorités de supervision et celle de la coordination des banques centrales entre elles. De la première dépendra la réalisation de l'objectif de stabilité financière, de la seconde dépendra la stabilité monétaire aussi bien interne (stabilité des prix) qu'externe (stabilité des taux de change) dans une période de transition du système monétaire international vers un système plus multipolaire, qui ne sera sans aucun doute pas simple à négocier, dans tous les sens du terme. Les banques

centrales auront donc vraisemblablement dans un proche avenir plus de missions à porter, tout en ayant à se préoccuper davantage des incidences de leurs décisions sur celles des autres, et tout en préservant leur crédibilité.

Indéniablement, l'art du *central banking* se complique: la règle monétaire à la Friedman-Lucas du banquier central classicomonétariste des années 1970-1980 entendait remédier au biais inflationniste du banquier central keynésien des années 1960; la règle de Taylor-Bernanke du banquier central nouveau-keynésien des années 1990 entendait réintroduire un arbitrage plus subtil entre un objectif de croissance à court terme et un objectif d'inflation à moyen terme. Mais, en ignorant les risques d'instabilité financière, cet arbitrage s'est révélé insuffisant, engendrant finalement un autre biais dans les années 2000: le *Greenspan put* propice à l'aléa moral et à une prise de risque excessive.

Le *central banking* est à réinventer. À la dernière question de l'enquête réalisée dans le rapport du Conseil d'analyse économique – « La conduite de la politique monétaire à venir relèvera-t-elle davantage de l'art ou de la science? » –, 70 % des banquiers centraux restaient confiants dans la capacité de la science économique à venir épauler l'« art du *central banking* », mais seulement 35 % des économistes. Gageons qu'un nouveau Bagehot soucieux d'éclairer les banquiers centraux sur les questions d'instabilité financière se cache dans ces 35 %!

#### Repères bibliographiques

- BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE [2010], « Les bulles des prix d'actifs et la politique monétaire revisitée », *Bulletin mensuel*, BCE, novembre, p. 71-83.
- BANK OF ENGLAND [2009], « The role of macroprudential policy », *Discussion Paper*, novembre.
- BERNANKE B. [2010], « Monetary policy and the housing bubble », discours, Fed, 3 janvier, [www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm).
- BERNANKE B. et GERTLER M. [1999], « Monetary policy and asset price volatility », *Economic Review*, FRB Kansas City, 4<sup>e</sup> trimestre, p. 17-51.
- BERNANKE B. S., REINHART V. R. et SACK B. P. [2004], « Monetary policy alternatives at the zero bound: an empirical assessment », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, p. 1-78.
- BETBÈZE J.-P., BORDES C., COUPPEY-SOUBEYRAN J. et PLIHON D. [2011], *Banques centrales et stabilité financière*, rapport du Conseil d'analyse économique, n° 96, La Documentation française.
- BORIO C. et LOWE P. [2002], « Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus », *BIS Working Papers*, n° 114.

- CARRÉ E. [2011], « Les politiques monétaires non conventionnelles anti-crise financière sont-elles inflationnistes ? », *miméo* « Économistes atterrés ».
- CECCHETTI S., GENBERG H., LIPSKY J. et WADHWANI S. [2000], « Asset prices and central bank policy », *Geneva Reports on the World Economy*, n° 2.
- ISSING O. [2011], « Lessons for monetary policy: what should the consensus be ? », *IMF Working Paper*, n° 11/97.
- LOISEL O. et MÉSONNIER J. S. [2009], « Les mesures non conventionnelles de politique monétaire face à la crise », *Questions actuelles*, Banque de France, n° 1, avril.
- MATHIEU C. et STERDYNIAK H. [2011], « Finances publiques, sorties de crise... », *Revue de l'OFCE*, OFCE, n° 116, janvier.
- MISHKIN F. [2011], « Monetary policy strategy: lessons from the crisis », *NBER Working Paper*, NBER, n° 16755.
- NATIXIS [2011], « Peut-on réellement parler de reprise économique aux États-Unis et dans la zone euro ? », *Flash éco*, Natixis, 19 mai.
- ORPHANIDES A. [2004], « Monetary policy in deflation: the liquidity trap in history and practice », *North American Journal of Economics and Finance*, n° 15, p. 101-124.
- WHITE W. [2009], « Should monetary policy "lean or clean" ? », *Working Paper*, Federal Reserve Bank of Dallas, n° 34.