

IV. Politique monétaire dans les économies avancées

Faits marquants

La politique monétaire dans les économies avancées a été confrontée à deux défis contradictoires au cours de la période analysée. D'un côté, les tensions sur les marchés financiers ont menacé de se répercuter sur l'économie réelle du fait du resserrement des conditions de crédit et d'une détérioration de la confiance. Toutes choses égales par ailleurs, une telle évolution appellerait une réduction des taux d'intérêt afin de compenser la pression sur la demande globale. D'un autre côté, les tensions inflationnistes générées par le renchérissement des produits de base, conjuguées à une forte utilisation des capacités et à des marchés du travail tendus dans nombre d'économies, ont menacé d'alimenter les anticipations d'inflation à long terme, appelant ainsi plutôt un resserrement monétaire.

Ces défis se sont présentés sous différentes formes selon les pays et les régions, ce qui explique, du moins en partie, la diversité des ripostes des banques centrales (tableau IV.1). Aux États-Unis, l'atonie du secteur du logement et les turbulences financières associées ont nettement assombri les perspectives de croissance. La Réserve fédérale a réagi énergiquement en abaissant, par étapes, le taux cible des fonds fédéraux, le ramenant de 5,25 % en septembre 2007 à 2 % en avril 2008. Dans d'autres régions, où les répercussions des turbulences financières ont été moins prononcées, la politique monétaire a été guidée davantage par l'évolution de l'inflation. En Australie, en Norvège, en Nouvelle-Zélande et en Suède, la banque centrale a continué de resserrer les conditions monétaires. Ailleurs, une voie intermédiaire a été suivie. La BCE a ainsi maintenu son taux directeur à 4 % sur toute la période, même si l'inflation a atteint son plus haut niveau depuis l'avènement de l'euro en 1999. La Banque du Japon a également laissé son principal taux inchangé, à 0,5 %. La Banque du Canada et la Banque d'Angleterre, enfin, ont relevé leurs taux en juillet 2007, pour les abaisser au cours des mois suivants et début 2008.

Les modifications de taux d'intérêt n'ont constitué qu'une des mesures adoptées par les banques centrales pour répondre au bouleversement des marchés financiers. Avant même que les turbulences ne les conduisent à modifier leurs objectifs de taux d'intérêt, plusieurs banques centrales ont adapté leurs opérations pour maintenir les taux de référence à des niveaux proches de leurs cibles et fournir des financements sur les segments de marchés devenus illiquides. Le présent chapitre est divisé en trois sections. La première donne un aperçu des différentes mesures de politique monétaire prises par les banques centrales et les met en contexte. La deuxième est axée sur des questions touchant à la politique de communication des banques centrales. La dernière est consacrée à un examen des différents types d'opérations qui ont été menées et des raisons qui les ont motivées.

Taux directeurs, croissance du PIB et projections d'inflation						
Taux directeurs ¹	Taux effectifs		Variation	Taux anticipés ² pour juin 2008		Variation
	au 29 juin 2007	au 16 mai 2008		au 29 juin 2007	au 16 mai 2008	
Réserve fédérale	5,25	2,00	-3,25	6,00	2,00	-4,00
Banque du Japon	0,50	0,50	0,00	1,00	0,50	-0,50
Banque centrale européenne	4,00	4,00	0,00	4,50	4,00	-0,50
Banque de Réserve d'Australie	6,25	7,25	1,00	6,75	7,25	0,50
Banque du Canada	4,25	3,00	-1,25	5,25	2,75	-2,50
Banque centrale de Norvège	4,50	5,50	1,00	5,75	5,50	-0,25
Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande	8,00	8,25	0,25	8,00	8,25	0,25
Banque d'Angleterre	5,50	5,00	-0,50	6,00	5,00	-1,00
Banque de Suède	3,50	4,25	0,75	4,25	4,25	0,00
Banque nationale suisse	2,50	2,75	0,25	3,00	2,75	-0,25
Croissance et projections d'inflation ³	PIB réel pour 2008		Variation	Inflation pour 2008		Variation
	à la mi-2007	en mai 2008 ⁴		à la mi-2007	en mai 2008 ⁴	
Réserve fédérale	2,5-3,0	0,0-1,5	-2,00	1,75-2,0	1,9-2,5	0,33
Banque du Japon	2,0-2,3	1,4-1,6	-0,65	0,8-1,0	2,4-2,8	1,70
Banque centrale européenne	1,8-2,8	1,3-2,1	-0,60	1,4-2,6	2,6-3,2	0,90
Banque de Réserve d'Australie	4,25	2,25	-2,00	2,5-3,0	4,50	1,75
Banque du Canada	2,50	1,40	-1,10	2,10	1,80	-0,30
Banque centrale de Norvège	3,75	3,50	-0,25	3,50	3,00	-0,50
Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande	3,10	3,00	-0,10	2,20	3,40	1,20
Banque d'Angleterre ⁵	2,54	1,29	-1,25	2,06	3,77	1,71
Banque de Suède	3,00	2,60	-0,40	2,30	3,50	1,20
Banque nationale suisse	...	1,5-2,0	...	1,50	2,00	0,50

¹ Réserve fédérale : taux cible des fonds fédéraux ; Banque du Japon : taux cible pour des opérations non assorties de garanties ; BCE : taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement ; Banque de Réserve d'Australie : taux cible des liquidités ; Banque du Canada : taux cible au jour le jour ; Banque centrale de Norvège : taux des dépôts à vue ; Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande : taux officiel des liquidités ; Banque d'Angleterre : taux de la Banque ; Banque de Suède : taux des prises en pension ; Banque nationale suisse : point médian de la fourchette cible du Libor 3 mois. ² Chiffres publiés par JPMorgan Chase. ³ Chiffres publiés par les banques centrales. ⁴ Ou dernier chiffre disponible. ⁵ Point médian de la fourchette de prévisions.

Sources : banques centrales ; JPMorgan Chase. Tableau IV.1

Évolutions des politiques monétaires

Situation à la mi-2007

Resserrements
monétaires en
cours

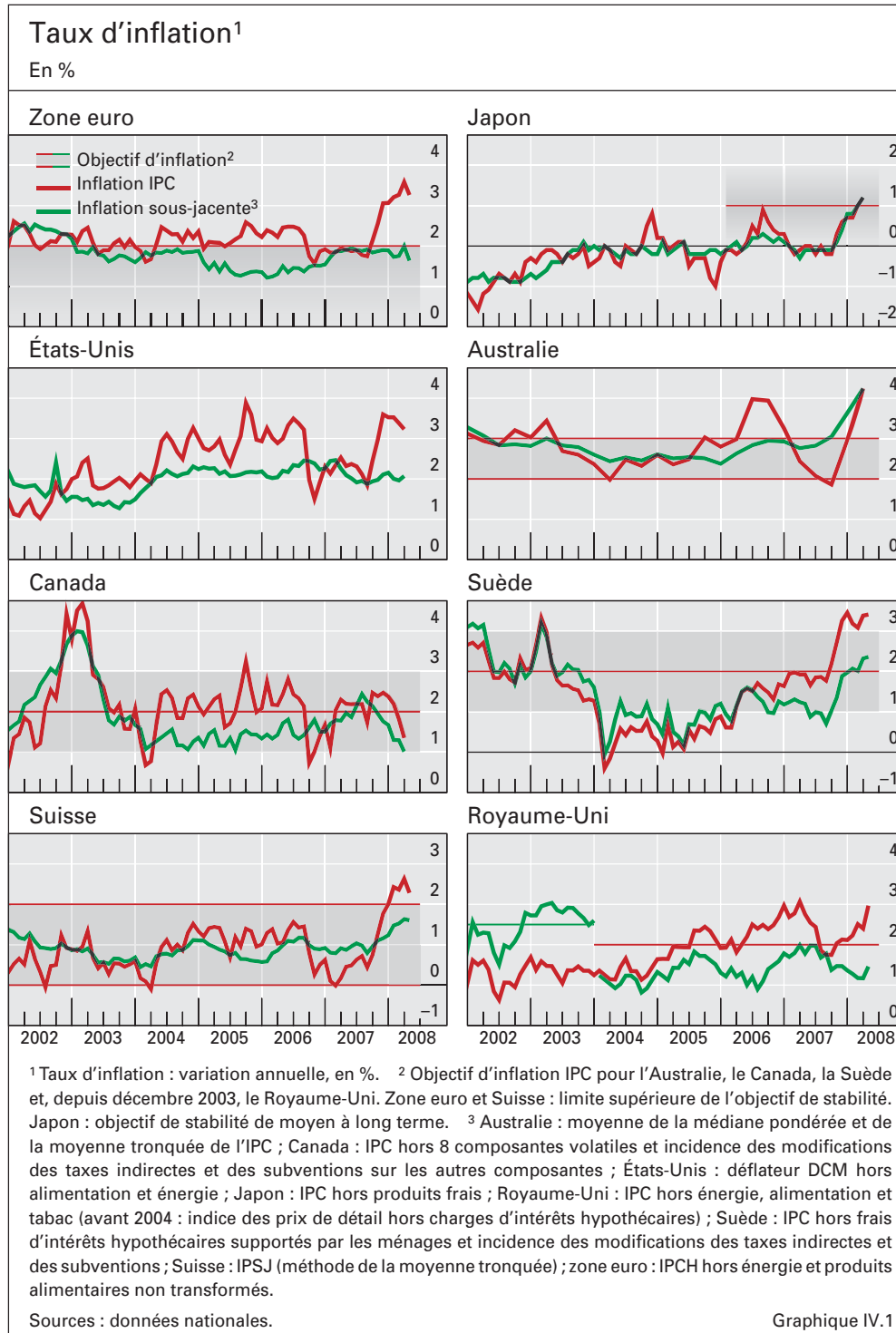
Mi-2007, les banques centrales revenaient progressivement sur l'orientation très accommodante des politiques monétaires mises en place depuis le début de la décennie pour adopter une position plus restrictive. Elles sont cependant intervenues à des moments différents en fonction des positions respectives au sein du cycle conjoncturel.

Dans la plupart des pays, la croissance était jugée supérieure au niveau potentiel de long terme, même si une décélération était prévue dans certains cas (chapitre II). Après les sommets observés en début d'année, les taux

d'inflation s'étaient presque partout repliés (graphique IV.1), mais leur remontée était attendue au second semestre. Une utilisation généralement élevée des capacités et des marchés du travail tendus, après une longue période de croissance supérieure à son potentiel dans plusieurs pays, alimentaient les inquiétudes concernant les tensions inflationnistes.

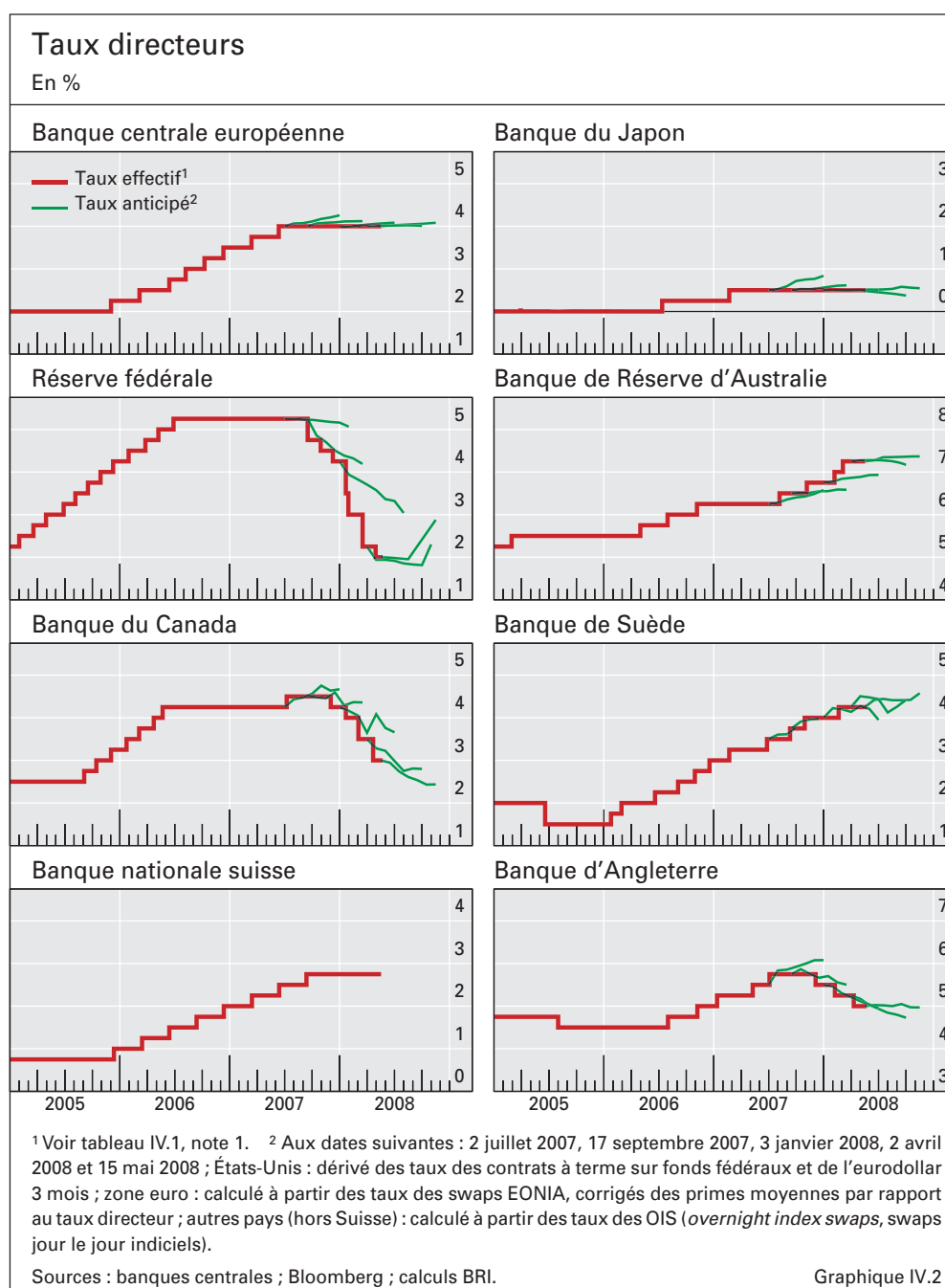
Une croissance supérieure à son potentiel et des tensions inflationnistes...

Le rythme élevé d'expansion de la monnaie et du crédit dans nombre d'économies pouvait également laisser présager des risques d'inflation. Dans la zone euro, l'agrégat monétaire large (M3) avait progressé au taux annualisé



...ainsi qu'une vive expansion de la monnaie et du crédit...

de 12 % au premier semestre 2007, et sa croissance continuait de s'accélérer. Le relèvement des taux d'intérêt à court terme avait, cependant, ralenti l'expansion de l'agrégat étroit (M1) et probablement contribué à stabiliser la croissance des prêts au secteur privé, à un taux à deux chiffres toutefois. Dans l'optique de la stratégie de la BCE, qui accorde un rôle important aux agrégats monétaires, l'essor de M3 signalait des risques à la hausse pour l'inflation à moyen terme, car il ne pouvait qu'en partie résulter des réaménagements de portefeuille et d'autres facteurs particuliers. Une rapide expansion de la monnaie et du crédit a également été enregistrée ailleurs. Ainsi, en Australie, les crédits aux entreprises ont progressé, au premier semestre 2007, à un taux annuel de 22 %, soit le rythme le plus rapide depuis la fin des années 1980.



En réponse à la vigueur de la croissance et aux tensions inflationnistes, les taux directeurs ont été relevés dans toutes les économies analysées entre juin et début août 2007 (graphique IV.2), à l'exception des États-Unis et du Japon, où l'environnement économique était différent. En dépit de ces resserrements, la politique monétaire était jugée accommodante quasiment partout. Plusieurs banques centrales, dont la Banque du Canada, la Banque nationale suisse et la Banque de Suède, avaient d'ailleurs indiqué que de nouveaux relèvements des taux pourraient être nécessaires si les tensions inflationnistes persistaient.

...ont induit un resserrement de la politique monétaire dans la plupart des économies

Aux États-Unis, la Réserve fédérale avait porté le taux cible des fonds fédéraux de 1 % à 5,25 % entre juin 2004 et juin 2006, mais l'avait ensuite laissé inchangé, malgré une détérioration des perspectives de croissance. Sous l'effet du recul de la construction de logements, la croissance avait été inférieure au potentiel estimé par la Réserve fédérale au premier semestre 2007. L'inflation sous-jacente s'était légèrement accélérée pendant la majeure partie de 2006 et début 2007 pour s'atténuer quelque peu vers le milieu de 2007. La Réserve fédérale prévoyait une nouvelle modération de l'inflation sous-jacente au cours des trimestres suivants en raison du ralentissement de l'économie et de l'impact progressif sur celle-ci des hausses de taux d'intérêt décidées précédemment. La croissance devait revenir à sa moyenne de long terme en 2008 grâce à la stabilisation du marché du logement.

Stabilité des taux directeurs aux États-Unis...

L'économie japonaise avait progressé à un rythme considéré comme légèrement supérieur au potentiel au premier semestre 2007, mais cet état de fait ne s'était pas encore traduit par un glissement durable vers un taux d'inflation positif. Les prix à la consommation étaient restés largement inchangés au premier semestre, alors que les prix à la production avaient légèrement augmenté. La Banque du Japon avait ainsi laissé son taux directeur au niveau nominal très faible de 0,5 %, mais elle avait indiqué que les taux d'intérêt devraient se raffermir par la suite, quand la croissance économique se traduirait par une hausse des prix.

...et au Japon

Période de turbulences

La conduite de la politique monétaire est devenue plus difficile au second semestre 2007. Mi-août, les conditions se sont nettement détériorées sur les marchés financiers (chapitre VI), lorsque les problèmes observés sur les marchés des titres adossés à des actifs ont rejailli sur l'interbancaire. Vers la fin de l'année, une hausse des cours des produits de base plus forte qu'anticipé a entraîné une augmentation sensible du taux d'inflation dans la plupart des pays, susceptible de se refléter dans les anticipations inflationnistes à long terme.

Les turbulences sur les marchés financiers et le vif renchérissement des produits de base...

Les banques centrales étaient donc confrontées à un dilemme. Une réduction rapide et significative des taux pouvait conforter la confiance sur les marchés financiers et dans l'économie en général, et éviter ainsi que les problèmes du secteur financier ne se propagent au reste de l'économie. Tout assouplissement monétaire excessif dans un environnement de forte inflation pouvait toutefois miner la confiance du public dans la détermination de la banque centrale à maintenir la stabilité des prix, ce qui peut se

...ont engendré un dilemme

traduire par un emballement des anticipations d'inflation à long terme. Il serait alors nécessaire de procéder, à terme, à un nouveau resserrement, aux conséquences encore plus funestes pour l'économie. En revanche, à travers un maintien, voire un relèvement des taux, un ralentissement de l'économie pourrait compenser l'effet du renchérissement des produits de base sur l'inflation et les anticipations d'inflation. Naturellement, en adoptant une telle approche, les autorités risqueraient d'aggraver des conditions financières déjà fragiles et de provoquer un ralentissement économique plus marqué que nécessaire pour ramener l'inflation dans la fourchette retenue comme cible. Le dilemme était encore renforcé par la difficulté à évaluer en temps réel la durée probable des turbulences financières et leur incidence potentielle sur l'économie réelle.

À l'expectative
initiale...

Dans un premier temps, nul ne savait si les turbulences persisteraient et dans quelle mesure l'activité économique pourrait être affectée, soit par un resserrement des conditions de financement appliquées au secteur non financier, soit par une détérioration de la confiance. Les banques centrales ont donc attendu de disposer de plus d'informations avant de revoir l'orientation de leur politique. Ainsi, la Banque de Réserve d'Australie a laissé son taux des liquidités inchangé, à 6,5 %, après la réunion de son Conseil monétaire début septembre, sans exclure la nécessité de le relever ultérieurement pour éviter que la vigueur continue de l'économie ne porte l'inflation au-delà de l'objectif fixé. Le Conseil monétaire a globalement estimé que le durcissement des conditions financières pourrait permettre de maîtriser l'inflation indépendamment de modifications du taux des liquidités, ce qui rendait inutile toute décision de politique monétaire. De même, le Conseil des gouverneurs de la BCE a maintenu le *statu quo* lors de sa réunion du 6 septembre. Tout en notant les risques pour la stabilité des prix, la BCE a estimé qu'il était nécessaire de rassembler davantage d'informations avant de tirer d'autres conclusions de politique monétaire. Par ailleurs, dans la déclaration consécutive à sa réunion d'août, la Banque du Japon a justifié sa décision de différer un nouveau resserrement par les importantes corrections en cours sur les marchés financiers.

Plus tard, il est devenu évident que les turbulences sur les marchés financiers ne s'apaiseraient pas de sitôt et qu'elles auraient de lourdes répercussions, dont les autorités monétaires seraient obligées de tenir compte. Dans le même temps, le net renchérissement des produits alimentaires et de l'énergie a entraîné une accélération beaucoup plus forte qu'anticipé de l'inflation vers la fin de l'année. Il semble que les banques centrales ont fait face à ces deux problèmes de façon assez différente.

...a succédé un
assouplissement
dans certains
pays...

Certaines banques centrales, la Réserve fédérale en particulier, ont sensiblement abaissé les taux d'intérêt afin d'atténuer les répercussions des turbulences sur l'économie. Le Comité fédéral de l'*open market* (CFOM) a réduit le taux cible des fonds fédéraux de 1 point de pourcentage au second semestre 2007, puis de 2¼ points début 2008, lorsqu'il a constaté que le ralentissement économique était plus marqué qu'attendu. La Banque d'Angleterre s'est, quant à elle, d'abord abstenue de modifier ses taux, mais les a réduits globalement de 75 pb à partir de décembre 2007, en raison de la

dégradation des perspectives économiques. Un ralentissement conjoncturel a également été enregistré au Canada, où l'effet stimulant du renchérissement des produits de base a été, dans une large mesure, compensé par la vive appréciation du taux de change. La Banque du Canada a donc abaissé l'objectif du taux au jour le jour de 1½ point de pourcentage au total entre décembre 2007 et avril 2008.

D'autres banques centrales ont relevé leurs taux d'intérêt devant la persistance des tensions inflationnistes. Ainsi, la Banque de Réserve d'Australie, la Banque centrale de Norvège et la Banque de Suède ont procédé à des hausses de 75 pb entre septembre 2007 et avril 2008. Une longue période de croissance avait donné lieu à une forte utilisation des capacités et à des tensions sur les marchés du travail dans les trois pays. Aux effets sur les prix de ces facteurs sont venus s'ajouter ceux dus au renchérissement des produits alimentaires et de l'énergie.

...mais un resserrement dans d'autres

Une croissance soutenue et une montée de l'inflation ont été constatées en Suisse également. Contrairement aux autres banques centrales, la Banque nationale suisse (BNS) n'exprime pas son orientation en termes de taux au jour le jour mais vise à maintenir le Libor 3 mois à l'intérieur d'une fourchette prédéfinie. Le bond enregistré mi-août et les mois suivants par les primes d'échéance sur le marché monétaire a induit un fort décalage entre les taux payés sur les opérations de prises de pension hebdomadaires de la banque centrale et son taux directeur. De fait, le Libor 3 mois a atteint, fin août et début septembre, des niveaux bien supérieurs au point médian de 2,5 % de la fourchette. Lors de sa réunion du 13 septembre, le Conseil de la Banque nationale suisse a décidé de rehausser la fourchette cible de 25 pb, pour la porter à 2,25–3,25 %, l'alignant ainsi sur les taux déjà observés sur le marché. Pour réaliser cet objectif, compte tenu de la hausse des primes d'échéance, la BNS a fortement réduit les taux sur ses opérations de prises de pension.

La Suisse, un cas particulier

Dans d'autres économies, en particulier la zone euro et le Japon, les taux directeurs ont été laissés inchangés. La BCE a interrompu le mouvement de resserrement monétaire en dépit des tensions inflationnistes, au vu du ralentissement de la croissance et de l'appréciation de l'euro. Elle a toutefois souligné à plusieurs reprises que les effets de second tour d'une poussée de l'inflation ne seraient pas tolérés. De même, la Banque du Japon s'est abstenue de relever les taux fin 2007, en raison d'une intensification des risques de ralentissement de l'activité. Dans le même temps, le Conseil de politique monétaire a confirmé son intention de relever les taux d'intérêt lorsque la déflation serait véritablement surmontée et l'économie installée sur une trajectoire de croissance durable.

Statu quo dans la zone euro et au Japon

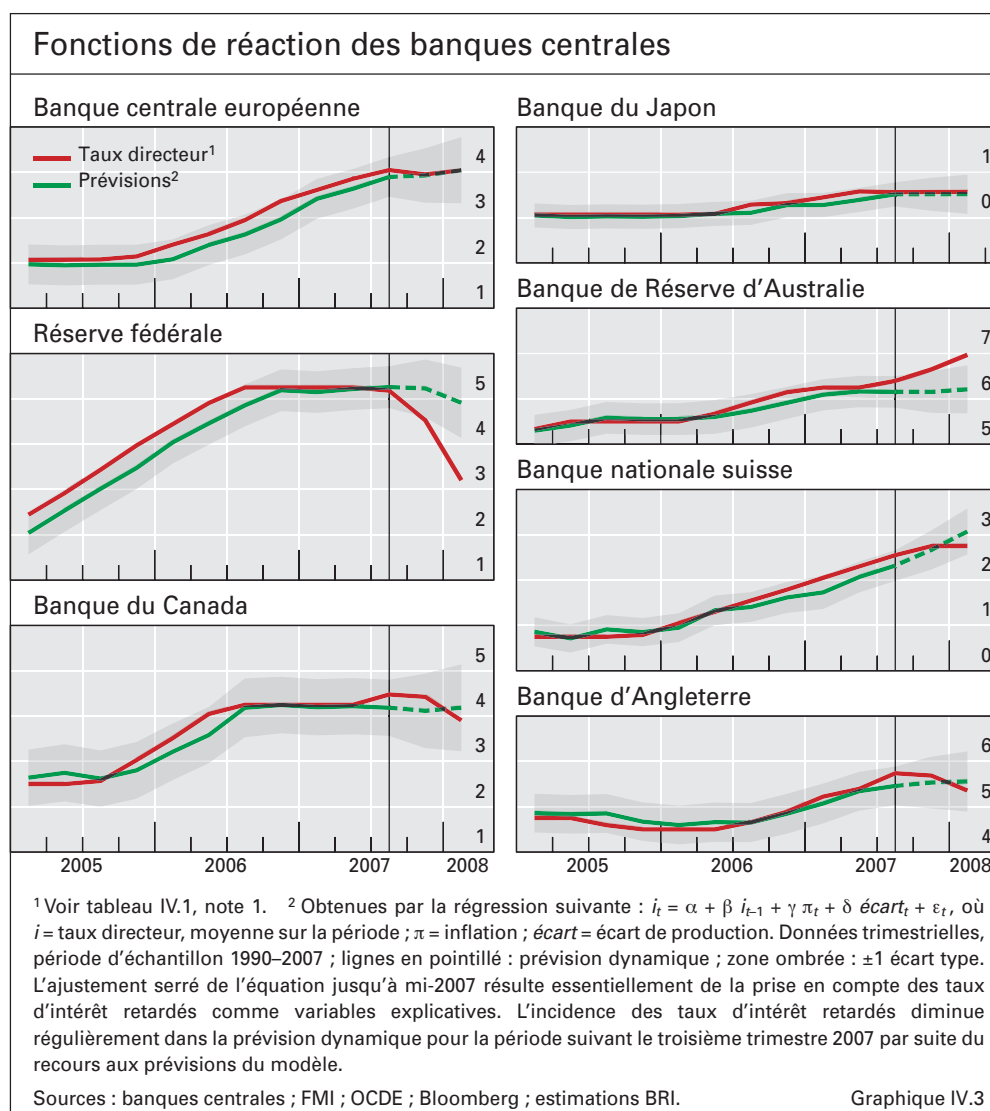
Conditions économiques ou stratégies différentes ?

Les différentes réponses apportées selon les pays et les zones monétaires au cours du second semestre 2007 et début 2008 traduisent, à des degrés variables, des disparités de situation économique, d'ampleur des tensions financières et de stratégies menées par les banques centrales pour faire face à des événements à probabilité faible mais à coût élevé.

Des réponses différentes selon les pays...

Si le fléchissement de la demande mondiale et le renchérissement des produits de base ont été partout ressentis, leur incidence précise a fortement varié d'un pays à l'autre. Ainsi, la hausse des cours a stimulé l'activité dans les économies productrices de produits de base comme l'Australie, le Canada, la Norvège et la Nouvelle-Zélande, mais l'a freinée ailleurs. De même, leur incidence sur l'inflation a été fonction, notamment, des fluctuations des cours de change et du degré d'utilisation des capacités.

Il semblerait que, à quelques exceptions près, les banques centrales aient réagi à peu près de la même façon que les années précédentes à l'évolution des conditions économiques au second semestre 2007 et début 2008. Les prévisions dynamiques calculées à partir d'équations simples mettant en relation taux directeurs avec écarts de production et inflation ainsi qu'avec taux directeurs décalés (pour tenir compte du lissage des taux d'intérêt) expliquent assez bien l'évolution de l'orientation monétaire au Canada, dans la zone euro, au Japon, au Royaume-Uni et en Suisse (graphique IV.3), globalement conforme à la tendance historique. En revanche, la Banque de Réserve d'Australie a augmenté ses taux directeurs, et la Réserve



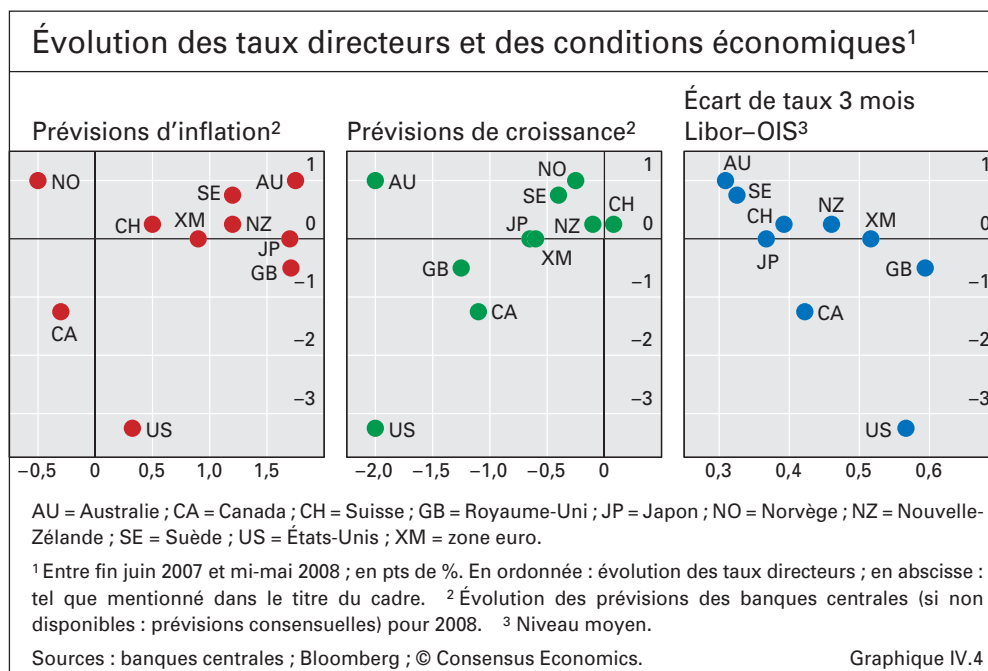
fédérale a baissé les siens plus fortement que ne le prévoyaient les fonctions de réaction sur la base des réponses apportées auparavant aux variations de l'écart de production et de l'inflation. Pour ces deux banques centrales, un élément absent des équations, peut-être une modification des perspectives économiques qui n'était pas prise en compte dans les écarts de production et les taux d'inflation actuels, a dû influencer l'orientation monétaire de manière décisive.

L'évolution des conditions économiques relatives semble pouvoir expliquer en partie les différences dans les ripostes des banques centrales (graphique IV.4). La plupart des institutions qui ont relevé leurs taux ou qui ne les ont pas modifiés ont aussi revu davantage à la hausse leurs prévisions d'inflation que celles qui ont assoupli leur politique. De même, de fortes révisions à la baisse des prévisions de croissance ont généralement été associées à un assouplissement monétaire plus marqué. Toutefois, la corrélation n'est pas parfaite. Ainsi, la Banque de Réserve d'Australie a nettement revu à la baisse ses prévisions de croissance et la Banque centrale de Norvège a réduit ses prévisions d'inflation. Pourtant, toutes deux ont relevé leurs taux directeurs. Ce contraste pourrait tenir à une certaine endogénéité, les corrections des prévisions s'expliquant par le ralentissement induit par le resserrement monétaire.

Une autre raison expliquant les différences de stratégie tient à ce que les pays n'ont pas tous été aussi durement frappés par les bouleversements financiers. Si l'on prend, comme mesure de la gravité des turbulences, l'écart moyen entre le Libor 3 mois et le taux des swaps jour le jour indicatifs (OIS) de même échéance dans une monnaie donnée, on observe une relation étroite entre les inflexions des taux directeurs et l'ampleur des perturbations sur les marchés monétaires. Par exemple, les marchés monétaires australien et suédois ont été moins touchés par les turbulences que les marchés du dollar

...reflétant des conditions économiques contrastées...

...des bouleversements financiers d'ampleur variable...



des États-Unis et de la livre sterling. Ce constat cadre avec le fait que la Banque de Réserve d’Australie et la Banque de Suède ont relevé leurs taux, tandis que la Réserve fédérale et la Banque d’Angleterre les ont abaissés. La corrélation entre l’ampleur des perturbations et l’assouplissement relatif de la politique monétaire demeure même après la prise en compte des révisions des prévisions de croissance et d’inflation (non représenté par un graphique).

...et une évaluation des risques variable

Les modifications de taux d’intérêt peuvent s’appuyer sur cette mesure des tensions sur le marché monétaire, même après prise en compte des révisions des prévisions, ce qui donne à penser que les banques centrales ont également intégré les risques qui pèsent sur ces prévisions. Toutes les banques centrales prêtent une certaine attention à ces risques, inhérents à la prospective, dans leurs décisions de politique monétaire, même si la nature précise des risques analysés sur la période, et leur incidence sur les décisions, ont beaucoup varié selon les institutions. Certaines se sont surtout attachées à éviter le risque d’un grave repli conjoncturel à très court terme, alors que d’autres redoutaient davantage les répercussions d’un assouplissement sur les résultats macroéconomiques à plus longue échéance.

La Réserve fédérale assume le rôle de gestionnaire des risques macroéconomiques

Parmi les banques centrales des principales économies avancées, c’est peut-être la Réserve fédérale qui s’est le plus appliquée à éviter la possibilité d’un grave ralentissement économique. Cette approche fondée sur la gestion des risques a constitué un facteur important dans les décisions de réduction des taux d’intérêt sur la période, comme mentionné à plusieurs reprises dans les procès-verbaux des réunions du CFOM et dans les déclarations de ses membres.

Le cadre à « deux perspectives » de la Banque du Japon met l’accent sur les risques à long terme

Les autorités monétaires japonaises ont sans doute souligné le plus explicitement les éventuelles répercussions à long terme de leurs choix de politique monétaire. La seconde perspective de leur cadre d’analyse monétaire privilégie les risques pesant sur les évolutions économiques au-delà d’un horizon 2 ans. Fin 2007, le Conseil de politique monétaire a conclu que la seconde perspective, à elle seule, appelait un resserrement, en raison du risque d’un recours excessif à l’emprunt et d’un emballement des dépenses en capital fixe si les intervenants estimaient que les taux d’intérêt resteraient faibles sur une longue période. Toutefois, en mars 2008, au moins un membre du Conseil a fait valoir que la seconde perspective signalait des risques à la baisse pour la croissance et l’inflation, estimant qu’il serait donc judicieux de procéder à un assouplissement monétaire pour éviter le retour de la déflation.

La plupart des autres banques centrales ont semblé moins mettre l’accent sur les risques associés à des évolutions extrêmes. Elles ont néanmoins dû continuer d’équilibrer les craintes d’une accélération de l’inflation plus forte qu’anticipé, susceptibles de provoquer une rupture de l’ancrage des anticipations d’inflation avec le risque d’un ralentissement économique plus net que prévu.

Disparités des mandats

Les conditions économiques actuelles et projetées ainsi que les risques pesant sur les prévisions sont à l’évidence des facteurs importants à la base des décisions de politique monétaire. Cependant, les analyses divergentes du fonctionnement de l’économie et la variété des mandats des banques centrales semblent aussi jouer un rôle. Ainsi, le double mandat de la Réserve fédérale,

qui accorde autant d'importance à la production qu'à l'inflation, semblerait justifier un assouplissement plus marqué face aux turbulences qu'un mandat ne faisant pas explicitement obligation de soutenir la production. *A contrario*, la politique de *statu quo* de la BCE, malgré la décélération de l'activité économique, cadre avec la priorité accordée dans son mandat à la stabilité des prix.

Évolution de la politique de communication des banques centrales

L'incertitude associée aux turbulences financières et à leur incidence sur l'économie mondiale a posé des défis considérables à la stratégie de communication des banques centrales. Celles-ci ont dû veiller, en particulier, à ce qu'un assouplissement monétaire ne soit pas vu comme un relâchement des efforts de maîtrise de l'inflation ou une décision de « renflouer » les banques. Les banques centrales ont, en outre, dû tenir compte de l'influence qu'elles pouvaient avoir elles-mêmes, à travers leur communication, sur l'évolution des turbulences financières, étroitement liée à la confiance des intervenants. La présente section comporte deux parties. La première est consacrée à l'examen des changements d'ordre général apportés à la politique de communication de plusieurs banques centrales au cours de l'année écoulée. La seconde porte sur la communication relative à l'injection de liquidités lors des turbulences.

Les défis de la communication

Changements relatifs à la communication de la politique monétaire

Plusieurs banques centrales ont modifié leur stratégie de communication sur la période afin de mieux faire comprendre au public la logique à laquelle ont obéi leurs décisions, confirmant la tendance – sur une dizaine d'années – à une transparence accrue.

En mai 2007, bien avant l'apparition des tensions sur le marché monétaire, la Banque de Suède a annoncé qu'elle expliquerait davantage les raisons motivant ses décisions. Elle tiendrait une conférence de presse après chaque réunion de politique monétaire – et pas seulement après une modification des taux d'intérêt ou la publication d'un rapport de politique monétaire, comme c'était le cas auparavant – et elle nommerait dans le procès-verbal de ses réunions les auteurs des remarques formulées. Seulement quelques mois plus tôt, en février, la Banque de Suède avait décidé de publier les projections du Conseil sur l'orientation future des taux directeurs (*77^e Rapport annuel*). Dans le cadre de sa nouvelle stratégie de communication, elle a en outre décidé de ne plus fournir d'indications, dans les discours prononcés et les communiqués de presse publiés entre les réunions, sur l'orientation future des taux, désormais jugées redondantes. Elle est toutefois revenue en partie sur cette dernière décision, en mai 2008, après examen des observations émises par les intervenants. La Banque de Suède s'abstiendra dorénavant d'annoncer à l'avance ses intentions, mais elle a estimé qu'il serait utile de commenter les nouveaux développements économiques et les derniers indicateurs, notamment sur la façon dont ils influencent son jugement.

Révision de la politique de communication à la Banque de Suède...

...la Réserve fédérale...

Deux autres modifications majeures des cadres de communication – à la Réserve fédérale des États-Unis et à la Banque de Réserve d’Australie – étaient également largement engagées bien avant l’intensification des tensions financières. Au cœur de la nouvelle stratégie de communication de la Réserve fédérale, annoncée mi-novembre 2007, figure la publication quatre fois par an (au lieu de deux) des projections économiques établies en toute indépendance par chaque membre du CFOM. Comme par le passé, les projections seront élaborées dans l’hypothèse de la politique monétaire « appropriée ». La Réserve fédérale publiera la fourchette et la tendance centrale de ces prévisions, ainsi qu’une explication des éléments de fond pris en considération. L’horizon des projections a, en outre, été porté à trois années civiles afin de communiquer au public l’évaluation par le CFOM du comportement attendu à long terme de l’économie américaine. Cette mesure a pu donner une meilleure idée du taux d’inflation que le CFOM jugeait compatible avec le double objectif de maximisation de l’emploi et de stabilité des prix. En l’occurrence, la fourchette 1,6–1,9 % pour le taux d’inflation mesuré par le déflateur des dépenses de consommation des ménages en 2010, qui ressortait de la tendance centrale des prévisions d’octobre, correspondait dans une large mesure à l’objectif d’inflation du CFOM tel qu’anticipé par les intervenants.

...et la Banque de Réserve d’Australie

Dans le cadre de sa nouvelle stratégie de communication, dévoilée en décembre 2007, la Banque de Réserve d’Australie a décidé de publier une explication de ses décisions sur les taux, même lorsque ceux-ci sont laissés inchangés, ainsi que le procès-verbal des réunions du Conseil couvrant la politique monétaire. Elle s’était jusqu’alors abstenue de commenter les décisions de maintien du *statu quo*, qui signifiaient souvent (mais pas toujours) qu’elle n’avait aucun renseignement nouveau à communiquer. Compte tenu de l’expérience d’autres pays, elle a toutefois estimé que les avantages d’une explication l’emporteraient sur les risques.

Les décisions imminentes sont précédées de signaux moins nombreux

L’incertitude accrue quant aux perspectives d’inflation et de croissance sur la période analysée a également suscité certains changements dans la tactique de communication de quelques grandes banques centrales. De fait, elles ont estimé qu’il était plus difficile, ou moins souhaitable, de donner des indications sur les probables décisions de politique monétaire dans un tel contexte. Ainsi, le Conseil des gouverneurs de la BCE a laissé les taux inchangés lors de sa réunion de septembre 2007, même si le Président avait parlé de « très grande vigilance » dans le point presse un mois plus tôt. Cette expression avait inmanquablement été employée avant chaque relèvement de taux depuis 2005. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a cessé de donner une évaluation explicite de l’équilibre des risques dans la déclaration du CFOM, à partir de la réunion de décembre 2007, compte tenu de la grande incertitude liée aux perspectives économiques.

Communication en période de crise financière

Volonté de rassurer le public...

Comme lors de crises précédentes, la première mesure adoptée par plusieurs banques centrales au cours des récentes turbulences a été d’informer le public qu’elles suivaient la situation de près et qu’elles prendraient les mesures

appropriées. La BCE et la Banque du Canada ont fait des déclarations en ce sens, le 9 août. De telles communications peuvent être plus bénéfiques que l'injection de liquidités si elles permettent d'assurer les intervenants que les autorités ont la situation bien en main.

Les communiqués publiés conjointement par un certain nombre de banques centrales en décembre 2007 ainsi qu'en mars et mai 2008 ont suscité des réactions positives du marché, mais de courte durée. Ces communiqués ont non seulement précisé les mesures que chaque banque centrale était prête à prendre mais aussi montré leur volonté et leur capacité d'opposer une action concertée aux turbulences. Un défi posé à la communication des banques centrales en période de crise financière est la possibilité que le public interprète des mesures exceptionnelles comme le signe d'une situation plus grave que prévu dans un pays particulier. En publiant conjointement des communiqués, les banques centrales ont peut-être réduit le risque de « signal négatif », car les actions concertées ne font pas ressortir les conditions spécifiques d'une zone monétaire particulière.

...par le biais de communiqués publiés conjointement

La communication a aussi été motivée, en partie, par un besoin d'expliquer les modalités d'action, spécialement lors de la mise en place de nouvelles facilités. Il restait à convaincre le public que les opérations exceptionnelles d'injection de liquidités ne représentaient pas, en elles-mêmes, une modification de l'orientation monétaire. Au contraire, toutes les banques centrales concernées ont été très attentives à faire la distinction entre la fixation des taux d'intérêt, d'une part, et les stratégies visant à redistribuer la liquidité banque centrale et à améliorer celle des marchés, objet de la section suivante, d'autre part.

Volonté d'expliquer les opérations des banques centrales

Opérations des banques centrales face aux turbulences financières

Les banques centrales ont ajusté leurs opérations de politique monétaire de plusieurs façons exceptionnelles et inédites pour faire face aux turbulences financières qui éclatèrent en août 2007 (tableau IV.2). Quand les tensions ont gagné l'interbancaire, au milieu du mois, la demande de liquidité banque centrale dans les économies concernées est devenue plus instable et moins prévisible. Il a donc été beaucoup plus difficile pour les banques centrales de mettre en œuvre une orientation donnée à travers les opérations d'*open market* classiques et les facilités permanentes, qui sont les principaux instruments à leur disposition pour les interventions au jour le jour. En outre, les dépôts et prêts interbancaires à terme, qui jouent un rôle déterminant dans le système financier et le mécanisme de transmission monétaire, ont subi des pressions car les investisseurs n'ont consenti à placer leurs fonds dans des instruments non garantis que pour les horizons les plus courts. Enfin, la liquidité s'est détériorée sur plusieurs marchés des financements par nantissement, dont, en mars 2008, les titres pris en pension à court terme libellés en dollars. Les établissements ont donc eu des difficultés à financer leurs portefeuilles d'actifs devenus très illiquides. Tous ces développements justifiaient une intervention de la banque centrale, et s'y prêtaient dans une certaine mesure. Dans la présente section sont examinées

En raison des turbulences, les opérations ont dû être ajustées

Mesures prises pendant les turbulences financières							
	Fed	BoJ	BCE	BRA	BdC	BoE	BNS
Mesures exceptionnelles de réglage fin (fréquence, conditions)	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Opérations d' <i>open market</i> exceptionnelles à long terme	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Réserves obligatoires constituées en début de période par les établissements financiers			✓	•	•		✓
Modification de la facilité permanente	✓						
Élargissement de la liste des sûretés éligibles	✓			✓	✓	✓	✓ ¹
Modification des réserves obligatoires ou de leurs objectifs				•	•	✓	
Élargissement des contreparties éligibles	✓					✓ ²	
Augmentation des prêts de titres, ou instauration de ce type de prêts	✓					✓	

Fed = Réserve fédérale ; BoJ = Banque du Japon ; BCE = Banque centrale européenne ; BRA = Banque de Réserve d'Australie ; BdC = Banque du Canada ; BoE = Banque d'Angleterre ; BNS = Banque nationale suisse. Coche (✓) = oui ; espace blanc () = non ; point (•) = sans objet.

¹ Mesure non liée aux turbulences, entrée en vigueur le 1^{er} octobre. ² Seulement pour 4 adjudications de financement à terme annoncées en septembre 2007, qui n'ont toutefois donné lieu à aucune offre.

Sources : banques centrales. Tableau IV.2

successivement la façon dont les banques centrales ont ajusté leurs opérations de gestion de la liquidité afin de continuer à piloter les taux au jour le jour, les mesures qu'elles ont prises pour remplacer les sources de financement tarées ainsi que certaines questions soulevées par les ripostes des banques centrales face aux turbulences.

Gestion de la liquidité banque centrale

Comme il en est question au chapitre VII, les turbulences financières ont placé les banques dans une situation de grande incertitude quant à leurs futurs besoins de financement et de doute quant à leur aptitude à y faire face rapidement, en raison de l'assèchement des marchés monétaires. Les banques sont devenues beaucoup plus prudentes, de sorte que la demande de liquidité banque centrale s'est avérée plus instable et moins prévisible.

Les banques centrales conduisent la politique monétaire en procédant régulièrement à des opérations de marché à court terme qui visent à maintenir leur offre de liquidités (les dépôts des banques auprès de la banque centrale) autour des besoins des banques, conservant ainsi les taux de référence du marché à des niveaux proches des taux directeurs. L'instabilité de la demande de la part des banques ayant rendu plus difficile toute projection précise de l'offre nécessaire, les banques centrales ont procédé à des ajustements compensatoires. En Australie, au Canada, aux États-Unis, dans la zone euro,

L'instabilité de la demande de liquidité banque centrale...

au Japon et en Suisse, et à partir de septembre au Royaume-Uni, la banque centrale a mené des opérations de marché en dehors du calendrier annoncé ou d'un montant supérieur à la normale, et pris d'autres mesures pour équilibrer l'offre et la demande au taux directeur. Ainsi, au début des turbulences, la BCE et la Réserve fédérale ont modifié leurs opérations sous l'influence de la forte pression haussière sur les taux au jour le jour, dans un contexte de profonde incertitude quant à la demande des banques. Pour sa première opération de riposte aux turbulences, le 9 août, la BCE s'est écartée de sa procédure habituelle en satisfaisant la totalité de la demande à 4 % (son taux directeur). Le 10 août, la Réserve fédérale a procédé à trois prises en pension d'un jour à l'autre sur appel d'offres, la dernière en début d'après-midi, bien après ses heures d'ouverture habituelles.

...est traitée par des opérations plus fréquentes et plus importantes

Dans la plupart des cas, les banques centrales n'ont pas injecté plus de liquidités qu'il n'était nécessaire pour maintenir les taux de référence à des niveaux proches des taux directeurs. Dans toutes les régions fortement touchées par les turbulences, la demande globale d'encaisses de précaution d'instruments liquides a progressé, mais la mesure dans laquelle cette augmentation a donné lieu à une demande accrue de liquidité banque centrale a spécifiquement dépendu du coût d'opportunité de ces liquidités. Aux États-Unis, où ces encaisses auprès de la banque centrale ne sont pas rémunérées, et dans la zone euro, où les dépôts au-delà des réserves obligatoires sont rémunérés à un taux inférieur de 100 pb au taux directeur, la demande n'a pas crû sensiblement et les injections nettes ont, dans presque tous les cas, été assez rapidement résorbées. La principale exception a été la période de constitution des réserves aux États-Unis début août lorsque, pendant quelques jours, elles n'ont pas été drainées, et le taux des fonds fédéraux est resté en moyenne bien inférieur au taux cible. En revanche, à la Banque d'Angleterre, où les objectifs de soldes, rémunérés au taux directeur, sont fixés par chaque banque à l'avance, les dépôts ont beaucoup augmenté à partir de la période de constitution de septembre. À la Banque de Réserve d'Australie et à la Banque du Canada, où le taux de rémunération n'est inférieur que de 25 pb au taux directeur, les dépôts ne se sont que légèrement accrus.

Rôle de la rémunération des dépôts auprès de la banque centrale

Presque toutes les banques centrales ont des facilités de refinancement permanentes au titre desquelles des prêts assortis de sûretés sont accordés aux banques à un taux supérieur au taux directeur. Ces facilités sont utilisées à différentes fins, dont celle de ligne de liquidité dans le cadre des opérations d'*open market*. Les prêts accordés au titre de ces facilités permettent d'injecter des liquidités supplémentaires, à la demande, le taux d'intérêt servant généralement de plafond au taux interbancaire au jour le jour. Les facilités de refinancement permanentes permettent aussi de fournir des fonds aux établissements ayant des problèmes de trésorerie isolés ou de procurer des liquidités à des établissements provisoirement incapables de lever des fonds, mais par ailleurs solides. Enfin, généralement à travers une facilité distincte, elles peuvent aussi servir à fournir les fonds nécessaires au traitement d'un établissement en difficulté.

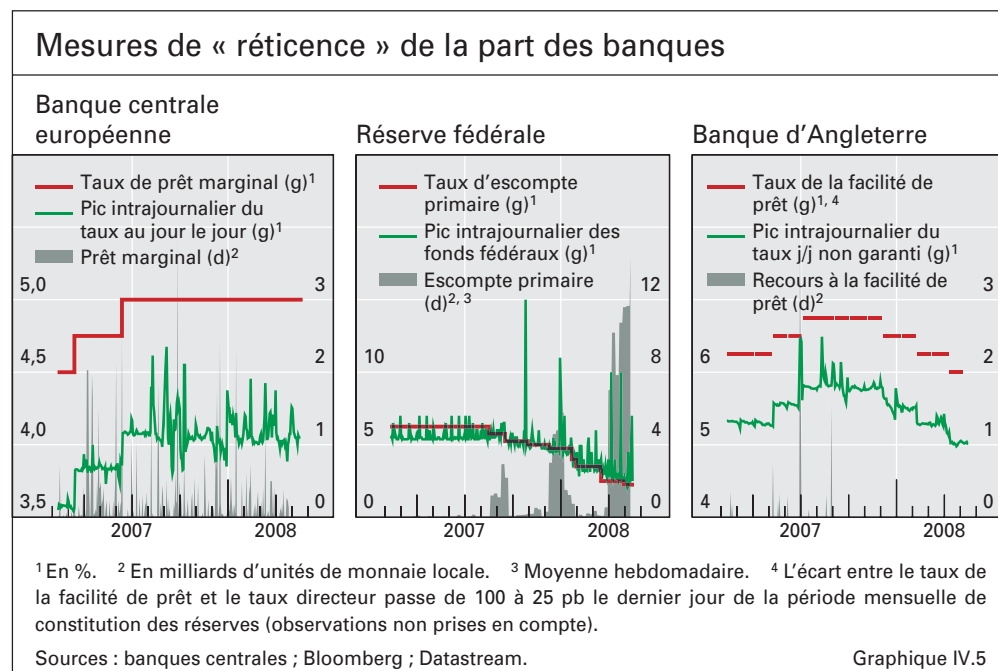
L'utilisation des facilités permanentes de liquidité...

En l'occurrence, seule la Réserve fédérale a assoupli les conditions de sa facilité de prêt permanente (facilité d'escompte primaire) pour faire face aux

turbulences. Elle a réduit l'écart entre le taux d'intérêt applicable à la facilité – le « taux d'escompte » – et son taux directeur, le ramenant de 100 à 50 pb en août, puis à 25 pb en mars 2008. Elle a, en outre, allongé la durée possible des prêts au-delà du jour le jour, la portant à 30, puis 90 jours. Ces mesures avaient pour objectif de rassurer les banques quant au coût et à la disponibilité des financements. La réduction de l'écart entre taux de la facilité et taux directeur visait à faire reculer l'incidence à la hausse sur le taux des fonds fédéraux de toute tension transitoire sur l'interbancaire, tandis que l'allongement de la durée possible des prêts en a fait un meilleur substitut au crédit d'échéances comparables sur le marché monétaire, devenu de plus en plus rare.

...est limitée par la crainte d'éventuelles atteintes à la réputation

Toutefois, l'aversion des banques à recourir à la facilité de prêt permanente de la Réserve fédérale a nettement réduit son efficacité, à la fois à plafonner les taux au jour le jour et à atténuer les tensions sur le marché monétaire à terme. Même si les informations sur les emprunts individuels au guichet de l'escompte ne sont pas communiquées publiquement, il semble que les banques aient craint que leurs emprunts soient révélés et interprétés comme le signe de difficultés financières. Les banques ont parfois présenté des offres pour des prêts interbancaires au jour le jour et des dépôts en eurodollars à 30 jours à des taux bien supérieurs au taux de l'escompte (graphique IV.5). Au Royaume-Uni également, des informations de marché ont fait état de transactions bilatérales à des taux élevés, en particulier après l'octroi, en septembre, de liquidités d'urgence à un établissement de crédit hypothécaire en difficulté, Northern Rock (chapitre VII). Dans la zone euro, en revanche, le risque de réputation n'a pas pesé autant, peut-être parce que les recours à la facilité de prêt marginal de la BCE sont davantage courants. Aucune transaction interbancaire à des taux plus élevés n'a par conséquent été observée.



Substitut aux sources de financement taries

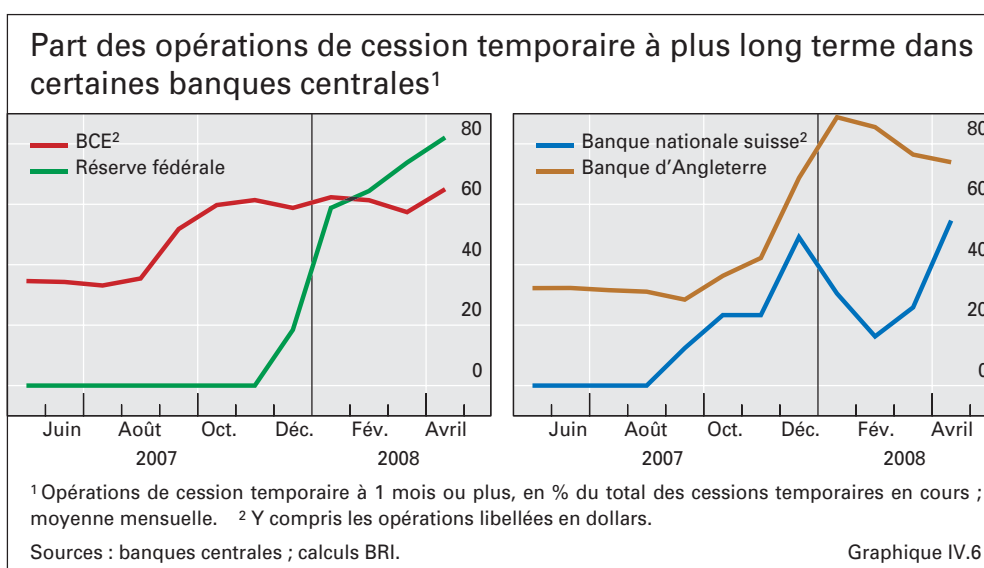
Les mesures prises pour maintenir les taux au jour le jour proches des taux directeurs visaient non seulement à mettre en œuvre l'orientation de la politique monétaire, mais aussi à trouver une solution à la relative pénurie de liquidités sur les autres échéances du marché monétaire. Ainsi, les établissements financiers pourraient être plus disposés à s'engager à terme s'ils étaient sûrs de pouvoir se financer à des taux raisonnables sur le marché au jour le jour. En outre, ils seraient moins agressifs dans leur levée de fonds s'ils avaient la certitude de pouvoir se reporter à tout moment sur les financements au jour le jour.

À mesure de l'évolution des turbulences, néanmoins, les banques centrales ont tenté d'apaiser les tensions sur les segments les moins liquides du marché monétaire en octroyant directement des financements. Ainsi, la BCE et la Banque nationale suisse ont procédé à des opérations de financement supplémentaires à 3 mois, à partir respectivement d'août et septembre. En avril, la BCE a lancé des appels d'offres à 6 mois. À compter de décembre, la Banque d'Angleterre a procédé à des appels d'offres à 3 mois d'un montant supérieur à la normale alors que la Réserve fédérale a accordé des prêts à 1 mois, au titre de son nouveau dispositif d'adjudication, le TAF (*Term Auction Facility*), à des établissements présentant une situation financière saine. Ces initiatives ont sensiblement accru la proportion d'opérations à plus long terme (prêts ou prises en pension) dans le total des opérations de cession temporaire menées par ces banques centrales (graphique IV.6).

Grâce à ces opérations, les banques centrales ont pu rétablir le rôle des taux de référence et apaiser les tensions sur les marchés monétaires moins liquides, essentiellement en remédiant à la mauvaise répartition des dépôts détenus auprès d'elles par les banques, imputable à la perte d'efficacité de l'interbancaire. Dans plusieurs cas, les banques centrales ont élargi la gamme des sûretés éligibles et parfois allongé la liste des contreparties qui participent à leurs opérations, permettant ainsi aux intervenants de financer des

Les tensions sur les marchés monétaires à terme...

...ont entraîné un report sur des opérations à plus longues échéances...



...et des changements concernant les sûretés éligibles

instruments dont les marchés étaient en proie à de graves perturbations. La Banque du Canada a décidé, en août, d'accepter temporairement comme sûretés tous les titres déjà éligibles pour sa facilité permanente de trésorerie. La Banque de Réserve d'Australie a, en septembre et octobre, inclus une gamme plus large de papier bancaire ainsi que les titres garantis par des crédits hypothécaires du secteur résidentiel et du papier commercial hypothécaire dans la liste des sûretés éligibles pour ses opérations ordinaires et ses pensions au jour le jour. La Banque d'Angleterre a lancé, en septembre, le premier de quatre appels d'offres exceptionnels à 3 mois, admettant une gamme plus large de sûretés qu'à l'accoutumée et un plus grand éventail de contreparties. En décembre, elle a également étendu la gamme de sûretés acceptées dans le cadre de ses opérations ordinaires à 3 mois. Toujours en décembre, la Réserve fédérale a procuré, dans le cadre du dispositif TAF, un financement au prix du marché à des établissements de dépôt, acceptant une sûreté au guichet de l'escompte, ce qui a élargi sensiblement la gamme de contreparties et de sûretés éligibles par rapport à ses autres opérations d'*open market*.

Initiatives prises conjointement au niveau international en décembre 2007...

Le dispositif TAF est un exemple des nombreuses mesures engagées à la suite de la déclaration conjointe, le 12 décembre, des banques centrales de cinq zones monétaires : Banque du Canada, BCE, Banque nationale suisse, Réserve fédérale et Banque d'Angleterre. La mise en place de lignes de swap de devises entre la Réserve fédérale, d'une part, et la BCE et la Banque nationale suisse, d'autre part, a également été annoncée. La BCE et la BNS ont utilisé ces lignes pour financer, dans leur juridiction, des adjudications régulières de crédits en dollars à terme. Le produit des adjudications a aidé les banques situées dans la zone euro et en Suisse à remplir leurs besoins de financement en dollars, ce que les perturbations du marché des swaps cambistes avaient rendu difficile (chapitre V). La volonté des banques européennes d'obtenir des financements en dollars dès l'ouverture des séances américaines avait suscité, le matin, des tensions haussières considérables sur les taux au jour le jour, ce qui compliquait la mise en œuvre de la politique monétaire américaine. Après le lancement des adjudications en dollars, ces tensions se sont temporairement dissipées. Les adjudications de financement en dollars à terme effectuées par les banques centrales en Europe se sont poursuivies en janvier, mais ont été suspendues en février lorsque les conditions de marché ont semblé s'améliorer.

...et à nouveau en mars 2008

Le répit a toutefois été de courte durée. Mi-mars, les conditions se sont à nouveau détériorées sur les marchés financiers, et les banques centrales ont pris plusieurs mesures supplémentaires pour permettre de financer les actifs illiquides figurant au bilan des établissements. La Réserve fédérale a sensiblement accru le montant disponible au titre du TAF et allongé la durée maximale de ses prises de pension, la portant de 2 semaines à 1 mois. Par ailleurs, les banques centrales qui avaient participé à l'action concertée en décembre ont annoncé ensemble des initiatives supplémentaires. Le volume des lignes de swap transatlantiques a été accru, tandis que la BCE et la Banque nationale suisse ont procédé à de nouvelles adjudications de crédits en dollars. En outre, la Réserve fédérale a lancé une nouvelle facilité de financement de prêts de titres à terme, la TSLF (*Term Securities Lending Facility*), qui permet

aux intermédiaires financiers spécialisés dans les titres du Trésor (la vingtaine de courtiers sur titres qui participent aux opérations d'*open market*) d'emprunter ceux-ci auprès de la Réserve fédérale de New York en contrepartie de certains titres moins liquides, dont des titres bien notés adossés à des hypothèques privées qui ne réunissaient pas les conditions requises pour les opérations d'*open market*.

Les jours suivants, la Réserve fédérale a affiché sa détermination en accordant des prêts à des établissements autres que les banques de dépôt pour la première fois depuis les années 1930. Elle a tout d'abord fourni un financement, le 14 mars, pour faciliter l'acquisition par JPMorgan Chase de la banque d'affaires Bear Stearns, qui était au bord de la faillite. Puis, le dimanche 16 mars, elle a créé une facilité de crédit destinée aux intermédiaires spécialisés, la PDCF (*Primary Dealer Credit Facility*), pour des prêts au jour le jour au taux d'escompte, en contrepartie de titres bien notés d'émetteurs privés et publics. Cette facilité visait à permettre aux intermédiaires spécialisés de fournir plus facilement des financements (par le biais de pensions) aux intervenants sur les produits titrisés. Si le dispositif TAF avait rendu éligibles, pour un type d'opérations d'*open market*, les établissements ayant accès au guichet de l'escompte, la facilité PDCF a permis aux établissements qui participent aux opérations d'*open market* de bénéficier d'une facilité permanente. En conséquence, les deux nouvelles facilités ont déplacé le cadre opérationnel de la Réserve fédérale, qui offre désormais opérations de marché et facilités permanentes à la même gamme étendue d'établissements en échange d'une série plus homogène de sûretés.

Mi-avril, la Banque d'Angleterre a, quant à elle, mis en place un dispositif de swap de titres en vue d'améliorer la liquidité des banques affichant un bilan alourdi par une surabondance d'actifs illiquides. Ce dispositif, appelé *Special Liquidity Scheme*, consiste à permettre aux banques d'échanger des actifs de qualité, temporairement illiquides, contre des bons du Trésor britannique. Les swaps ont été mis à la disposition des banques pour toute période dans une fenêtre de 6 mois, et assortis d'échéances pouvant aller jusqu'à 3 ans. En outre, début mai, les principales banques centrales ont fait une nouvelle annonce conjointe. Le volume des lignes de swap transatlantiques et des adjudications de crédits en dollars a de nouveau été augmenté, et la Réserve fédérale a décidé d'inclure dans la liste des titres admissibles à sa facilité TSLF d'autres types de titres adossés à des actifs très bien notés.

Pour l'heure, il est difficile d'évaluer l'efficacité de ces opérations face aux turbulences financières. Les banques centrales sont parvenues à contenir la hausse de la volatilité des taux de marché ciblés, malgré la demande moins prévisible de liquidité banque centrale et l'efficacité réduite de certaines facilités de refinancement permanentes dans le plafonnement des taux. Mais les primes d'échéance sur le marché monétaire restent très élevées par rapport à leurs niveaux antérieurs, même en tenant compte d'un certain ajustement à la hausse par rapport à des niveaux peut-être excessivement bas avant les turbulences. L'augmentation des primes est sans nul doute imputable en partie aux préoccupations liées au risque de contrepartie, qui ne peuvent pas être dissipées à grande échelle par les interventions des banques centrales.

La Fed accorde des crédits à des établissements autres que les établissements de dépôt

La Banque d'Angleterre instaure un dispositif de swap de titres

Toutefois, les primes d'échéance sont restées élevées même quand les primes de risque diminuaient pour les établissements financiers, ce qui suggère que les préoccupations concernant la liquidité n'ont pas été complètement surmontées, malgré les mesures sans précédent mises en œuvre à ce jour par les banques centrales.

Questions soulevées par la riposte des banques centrales aux turbulences financières

Les interventions des banques centrales engendrent des coûts...

Au moment de décider d'intervenir ou non en situation de crise financière, la banque centrale doit opérer un arbitrage, car l'intervention présente des avantages mais entraîne aussi des coûts. Il peut s'agir de coûts financiers directs, liés, par exemple, à l'octroi d'une garantie *ex post* à des établissements ou des investisseurs. D'autres coûts, sans doute plus importants à long terme, résultent du risque subjectif – ou aléa moral – associé à l'intervention, à savoir la possibilité que les intervenants prennent plus de risque et accroissent ainsi la probabilité de futures interventions, et les éventuels coûts y afférents, dès qu'ils savent que la banque centrale interviendra en leur faveur.

Les différents types de mesures que les banques centrales peuvent prendre s'accompagnent de risques subjectifs et de coûts financiers variables. Parmi celles prises lors des récentes turbulences, une gestion des liquidités plus active dans les cadres en place, visant à maintenir les taux de référence du marché proches des taux directeurs, a probablement minimisé l'aléa moral. L'allongement des listes de sûretés et de contreparties l'a sans doute accru, tout en présentant certains risques financiers, même si l'aléa moral aurait, en principe, dû être quelque peu atténué par le fait que la plupart des mesures prises relevaient d'opérations de marché où le prix est fixé par adjudication. S'agissant des risques financiers, les sûretés acquises par les banques centrales sont devenues un peu plus risquées et moins liquides, mais tout accroissement du risque a vraisemblablement été limité, en partie en raison des décotes plus importantes appliquées aux actifs plus risqués ou moins liquides lors de la fixation du montant de crédit que la banque centrale est disposée à offrir en contrepartie. L'aléa moral est sans doute plus important dans le cas des prêts visant à assister un établissement en difficulté. Généralement, dans de telles circonstances, les banques centrales cherchent à répercuter sur les actionnaires, les créanciers et la direction les coûts les plus élevés possible tout en autorisant l'établissement à poursuivre ses activités. Or, les mesures prises ont évité aux actionnaires et aux créanciers les coûts plus élevés d'une faillite désordonnée.

...et aussi des avantages...

Le principal avantage de l'intervention est qu'elle peut permettre d'éviter une crise financière, ou en réduire la gravité. Les crises financières peuvent diminuer fortement l'offre de crédit et se traduire par une détérioration de la confiance des entreprises et des ménages. Il s'ensuit un repli de l'activité économique, de l'emploi et de la richesse, qui affecte notablement la prospérité générale. Pour calculer l'avantage de l'intervention, il faut évaluer non seulement les coûts susceptibles d'être évités, mais aussi la probabilité de réussite des éventuelles stratégies d'intervention.

Certaines interventions visant à contenir une crise financière ont un autre avantage. Elles contribuent à réduire la nécessité de recourir ultérieurement à d'autres types de mesures assorties d'un aléa moral ou de coûts financiers encore plus élevés. Ainsi, des injections rapides et massives de liquidités par le biais d'opérations de marché peuvent rendre inutile l'octroi ultérieur de liquidités d'urgence.

...y compris celui d'éviter une intervention ultérieure plus coûteuse

Il n'est pas toujours possible de calculer très précisément en temps réel les coûts et avantages probables de mesures particulières, face à une situation souvent très évolutive. Au final, avant de prendre une décision, les autorités doivent faire preuve de beaucoup de discernement. Cela étant, la définition préalable des objectifs et l'estimation des coûts et avantages probables de l'intervention constituent des étapes préparatoires importantes qui peuvent aider à structurer et faciliter la prise de décision, même la plus rapide.

Difficile de peser le pour et le contre en temps réel...

Les récentes interventions destinées à favoriser le bon fonctionnement des marchés des pensions et des marchés monétaires au-delà du très court terme pourraient aussi indiquer que les banques centrales soutiendraient d'autres marchés ou établissements en cas de tensions similaires à l'avenir. L'aléa moral pourrait, de ce fait, encore s'accroître. En exposant clairement les objectifs qu'elles visent et les principes qui régissent leur réaction face aux perturbations financières, les banques centrales pourraient limiter un tel « glissement » de leur mission. Il pourrait aussi être utile de préparer des stratégies de sortie de ces opérations exceptionnelles.

...mais la clarté des objectifs peut limiter un « glissement » de la mission

La prochaine crise financière aura, à coup sûr, des caractéristiques inédites et amènera les banques centrales à prendre des décisions qui ne peuvent être articulées à l'avance. Il est donc probablement impossible de concevoir des cadres opérationnels comportant un arsenal complet de dispositifs d'urgence. Dans une certaine mesure, la gestion des crises financières sera efficace si les banques centrales parviennent à préserver leur capacité à innover. De ce point de vue, il importe de rester en contact étroit avec les intervenants, de favoriser la communication avec les autres organismes financiers et les banques centrales et de disposer d'un personnel bien informé pour pouvoir rapidement recueillir, échanger et comprendre les données relatives aux situations nouvelles.

La riposte nécessitera toujours un élément novateur