

VI. La politique monétaire à la croisée des chemins

La politique monétaire demeure extrêmement accommodante : les banques centrales ont maintenu les taux directeurs à de très bas niveaux et ont poursuivi l'expansion de leur bilan. Bien que ces mesures aient joué un rôle important dans la traversée de la crise et de ses conséquences immédiates, des préoccupations se font jour quant à l'efficacité décroissante des nouvelles interventions et aux effets secondaires néfastes d'une détente monétaire prolongée. Les banques centrales sont confrontées à plusieurs grands défis à l'heure où elles tentent de déterminer le bien-fondé d'un degré d'accommodation supplémentaire, où elles songent à mettre fin à ces politiques et où elles envisagent la nature du cadre de l'action publique dans un environnement plus normal.

Le présent chapitre examine tout d'abord les récentes mesures engagées par les banques centrales, dans le contexte de la tendance à l'activisme monétaire observée depuis le début de la crise, et il analyse les défis à relever à court terme par les autorités monétaires. Il aborde ensuite les questions que posera, à terme, l'abandon des politiques actuelles, et il étudie les conséquences à plus long terme de la crise pour les cadres de politique monétaire. Le chapitre conclut que les banques centrales s'attacheront en priorité à suivre des stratégies souples de sortie progressive et à opérer de difficiles ajustements – mais non des réformes majeures – des cadres de politique monétaire datant d'avant la crise.

La politique monétaire et la crise

Deux grandes tendances étroitement imbriquées ont caractérisé la conduite de la politique monétaire ces cinq dernières années. Premièrement, les taux directeurs ont été réduits et maintenus à un bas niveau dans toutes les zones économiques (graphique VI.1). Début 2009, dans la plupart des économies avancées, les banques centrales avaient abaissé les taux d'intérêt jusqu'à leur plancher effectif, où ils se trouvent encore quatre ans plus tard. La Réserve fédérale, pour sa part, a étayé sa politique de taux bas en adoptant des orientations prospectives qui lient la durée de l'assouplissement monétaire à des seuils en matière d'emploi et d'inflation. La BCE maintient elle aussi ses taux à de bas niveaux depuis début 2009. Après les avoir relevés deux fois en 2011, elle les a rabaissés, pour les ramener tout récemment à de nouveaux planchers. En termes réels, les taux directeurs des principales économies avancées ne sont pas demeurés aussi longtemps en territoire négatif depuis les années 1970.

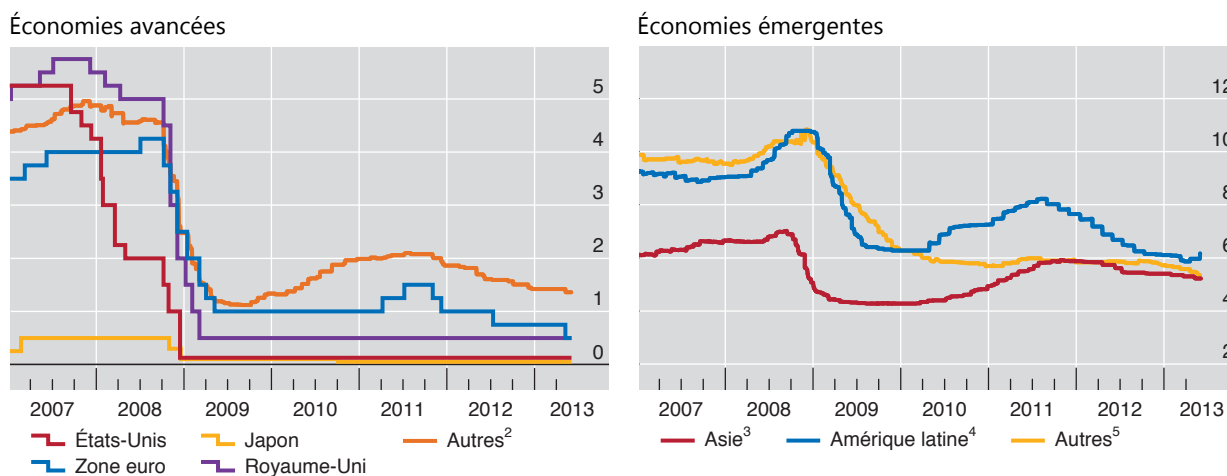
Dans d'autres économies avancées et les économies émergentes, les taux directeurs se sont également orientés à la baisse (graphique VI.1). Si les taux nominaux ont, d'une manière générale, été nettement supérieurs à leurs planchers, les taux réels sont, eux, restés très faibles, en dépit notamment de la solidité des résultats économiques et du dynamisme des marchés des actifs et de la dette que connaissent ces pays, par comparaison avec les grandes économies avancées.

La deuxième grande tendance qui a caractérisé la politique monétaire est l'expansion massive du bilan des banques centrales, en termes absolus comme en pourcentage du PIB (graphique VI.2). Depuis fin 2007, le total de l'actif des banques centrales dans le monde a plus ou moins doublé, à \$20 000 milliards environ, ce qui représente un peu plus de 30 % du PIB mondial. Dans les économies émergentes

Taux directeurs¹

En %

Graphique VI.1



¹ Taux directeurs ou taux comparables ; fourchette cible : point médian. Chiffres agrégés : moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA de 2005. ² Australie, Canada, Danemark, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suède et Suisse. ³ Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïpei chinois et Thaïlande. ⁴ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou. ⁵ Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Hongrie, Pologne, Russie, République tchèque et Turquie.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; données nationales.

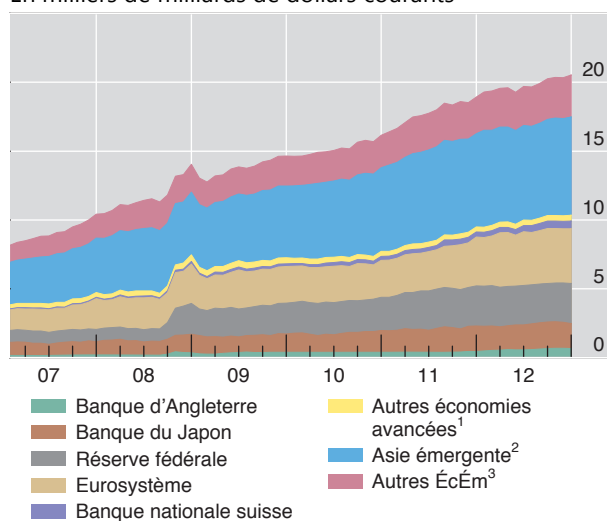
d'Asie, les actifs de banque centrale correspondent à plus de 50 % du PIB, une part qui reste inchangée depuis fin 2007, en raison d'une forte hausse du PIB dans cette région du monde sur la période. En Suisse, ce ratio a récemment atteint 85 % du PIB, la Banque nationale suisse ayant fortement accru ses réserves de change – à environ \$470 milliards fin 2012 – pour défendre son cours plancher contre l'euro.

Parallèlement à l'expansion des bilans, la durée des actifs de banque centrale dans les grandes économies avancées s'est sensiblement allongée, en raison de la nature changeante des mesures de politique monétaire non conventionnelles mises en œuvre depuis 2007 (graphique VI.3). Au début de la crise, les banques centrales ont intensifié les financements au jour le jour et à terme en faveur des établissements financiers afin d'apaiser les tensions sur les marchés monétaires. Ensuite, la Réserve fédérale, la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre ont lancé de vastes programmes d'achat de titres de dette à plus long terme des secteurs privé et public dans le but de susciter une nouvelle stimulation monétaire, au taux plancher effectif, en réduisant les taux longs.

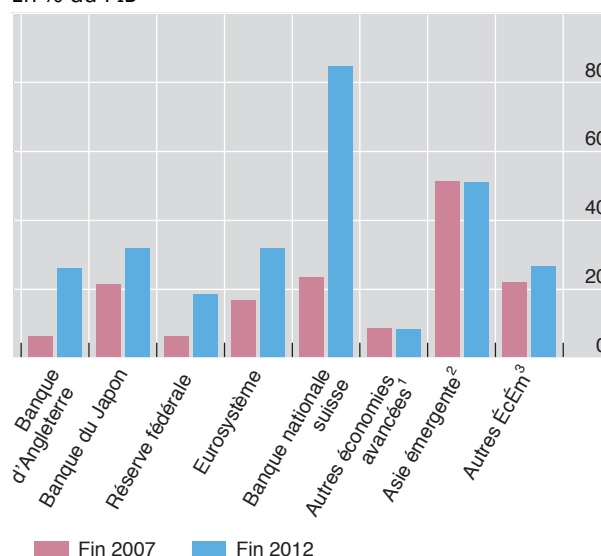
La BCE a essentiellement cherché à remédier aux défaillances du processus de transmission monétaire dans la zone euro. À cette fin, elle a lancé de nouvelles opérations de refinancement à plus long terme (LTRO) et des programmes d'achat d'actifs ciblant les segments illiquides des marchés de titres du secteur privé et d'obligations d'État. En conséquence, l'encours des titres achetés ferme de l'Eurosysteme est resté faible par rapport à celui des banques centrales des trois autres grandes économies, mais la durée des opérations de refinancement s'est allongée.

Actuellement, les quatre grandes banques centrales suivent des programmes de bilan différents pour faire face aux difficultés économiques et financières qui se posent dans leur zone. La Réserve fédérale a adopté, pour une durée indéterminée, un programme d'achat d'actifs de \$85 milliards par mois, portant notamment sur des titres adossés à des créances hypothécaires (*mortgage-backed securities*, MBS)

En milliers de milliards de dollars courants



En % du PIB



¹ Australie, Canada, Danemark, Norvège, Nouvelle-Zélande et Suède. ² Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïpei chinois et Thaïlande. ³ Autres économies émergentes (ÉcÉm) : Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Hongrie, Mexique, Pérou, Pologne, Russie, République tchèque et Turquie.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; Datastream ; données nationales.

et des valeurs du Trésor. Ce programme, allié aux orientations prospectives relatives aux taux directeurs, a ramené les rendements américains à des creux historiques, le but étant de stimuler la demande globale. La Réserve fédérale a annoncé que le rythme et l'ampleur de ce programme seraient subordonnés à l'évolution du marché du travail et de l'inflation.

Le programme adopté par la Banque d'Angleterre (Funding for Lending Scheme, FLS) vise à dynamiser l'offre de crédit à l'économie réelle, notamment en subventionnant les coûts de financement des établissements financiers. La reconduction du FLS, début 2013, témoigne d'un certain succès dans la stimulation de l'activité de prêt, mais aussi de préoccupations quant aux défaillances persistantes du mécanisme de transmission monétaire. Le but recherché est d'inciter davantage les banques à prêter aux petites et moyennes entreprises.

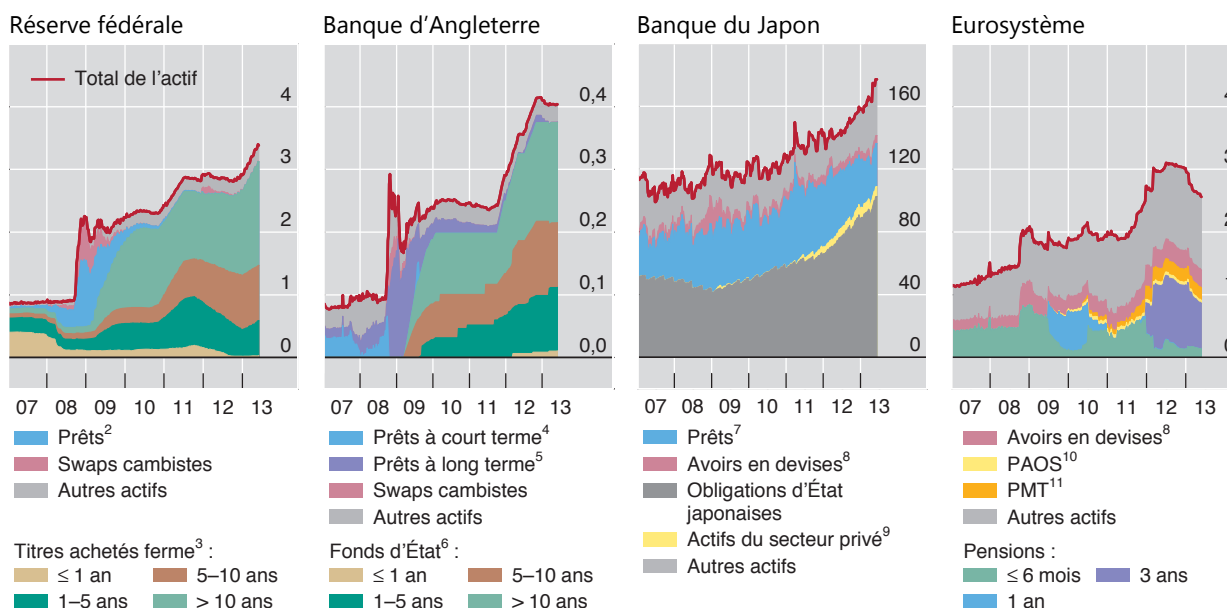
La BCE a lancé son programme d'opérations monétaires sur titres (OMT) en vue de réduire le risque de convertibilité dans la zone euro. En soutenant la liquidité des marchés de la dette souveraine, les OMT visent à préserver l'intégrité de la politique monétaire à l'échelle de la zone. Leur activation dépend de rigoureux critères, qui doivent être remplis dans le cadre d'un programme du Fonds européen de stabilité financière (ou du Mécanisme européen de stabilité). Les OMT n'ont pas encore été officiellement activées, mais leur simple création a d'ores et déjà restreint les risques de pertes extrêmes dans la zone euro (chapitre II).

Le programme d'assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif de la Banque du Japon poursuit plusieurs objectifs : doubler le montant de la base monétaire, doubler le volume d'obligations d'État japonaises et de fonds cotés en bourse détenus par la banque centrale, et multiplier par plus de deux la durée moyenne de son portefeuille d'obligations d'État. Ce programme s'inscrit dans le cadre plus large des efforts menés par le gouvernement et la Banque du Japon pour surmonter la déflation et soutenir une croissance durable. Le plan consiste

Banques centrales : taille et composition du bilan¹

En milliers de milliards de la monnaie d'émission

Graphique VI.3



¹ Réserve fédérale et Banque d'Angleterre : par durée résiduelle ; Eurosysteme : encours des opérations de pension, par durée initiale.

² Pensions, Term Auction Facility, autres prêts et Commercial Paper Funding Facility LLC (avoirs nets en portefeuille) : encours. ³ Titres du Trésor américain, MBS (*mortgage-backed securities*, titres adossés à des créances hypothécaires), titres des agences ; valeur faciale. ⁴ Prêts à 1 semaine, autre échéance durant la période de constitution des réserves et opérations de réglage fin sous forme de pensions.

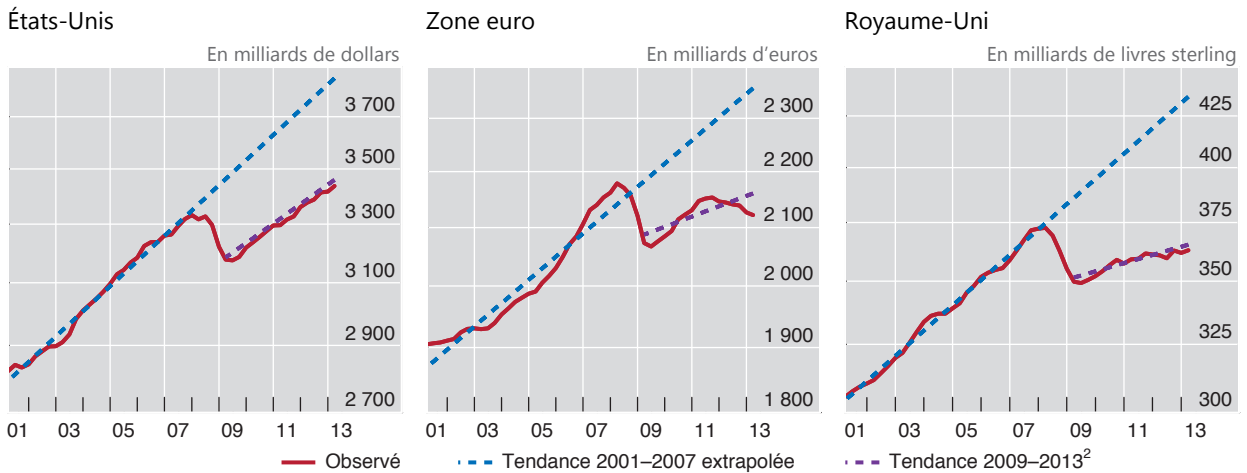
⁵ Opérations de pension à plus long terme. ⁶ Détenus au titre de l'Asset Purchase Facility ; produit. ⁷ Créances à recevoir au titre d'accords de prise en pension et prêts à l'exception des prêts à la Deposit Insurance Corporation. ⁸ Y compris adjudications de liquidité en dollar. ⁹ Papier commercial, obligations d'entreprise, fonds cotés et titres cotés des fonds de placement immobilier. ¹⁰ Obligations sécurisées détenues au titre des 1^{er} et 2^e programmes d'achat d'obligations sécurisées (PAOS). ¹¹ Titres détenus au titre du Programme pour les marchés de titres (PMT).

Sources : Datastream ; données nationales.

notamment à relever à 2 % d'inflation annuelle (au lieu de 1 %) l'objectif de stabilité des prix fixé par la Banque du Japon et à adopter la base monétaire comme principal objectif opérationnel pour les opérations du marché monétaire, au lieu du taux des prêts en blanc au jour le jour. À la date du présent rapport, les anticipations d'inflation au Japon se seraient orientées à la hausse, à en croire les indicateurs de marché et les enquêtes, mais il est encore trop tôt pour mesurer l'impact du programme sur la durée.

En dehors des grandes économies avancées, l'accroissement des actifs de banque centrale a résulté essentiellement d'une vaste accumulation de réserves de change. De nombreuses économies émergentes d'Asie ont renforcé leurs réserves de change après la crise pour contrer les tensions à la hausse sur leur monnaie. Si le taux d'accumulation a ralenti ces dernières années, l'encours des réserves reste important : il dépassait \$5 000 milliards fin 2012, soit environ la moitié du total des réserves de change mondiales (tableau II.1). En outre, ces économies détiennent désormais des montants supérieurs aux indicateurs conventionnels d'adéquation des réserves.

Prises ensemble, les mesures adoptées par les banques centrales depuis le début de la crise ont joué un rôle essentiel dans la stabilisation, tout d'abord en neutralisant les facteurs de l'effondrement financier, puis en soutenant le redressement de l'économie réelle. Toutefois, aux États-Unis, dans la zone euro et



¹ Données trimestrielles cvs, sur une échelle logarithmique. ² T1.

Sources : données nationales ; calculs BRI.

au Royaume-Uni, l'activité économique est restée bien en deçà de son potentiel d'avant la crise (graphique VI.4) ; et les taux de chômage sont restés obstinément élevés, surtout comparés aux reprises enregistrées lors des précédents cycles. Ce constat explique en partie pourquoi les banques centrales ont pris de nouvelles mesures sur l'année écoulée, et pourquoi des idées encore plus radicales ont été évoquées, comme l'adoption d'un objectif de PIB nominal et la monétisation des déficits budgétaires.

Bien qu'elle soit parvenue à contenir la crise, la politique monétaire n'a pas répondu aux attentes initiales, et ce pour plusieurs raisons. En l'occurrence, il a peut-être été inopportun de prendre la trajectoire passée du PIB pour référence. Du moins dans les pays touchés de plein fouet par la crise financière, le PIB potentiel a sans doute été surestimé. Les boums financiers masquent souvent une mauvaise allocation structurelle des ressources ; ces déséquilibres ne sont révélés au grand jour que lors des phases de contraction ultérieures et des récessions de bilan qui les accompagnent (chapitre III). Il est en outre patent qu'après les crises financières, la trajectoire du potentiel de production s'oriente à la baisse. Qui plus est, dans ces conditions, la politique monétaire risque d'être moins efficace qu'à l'ordinaire. Dans les récessions de bilan, la transmission des mesures de politique monétaire à l'économie réelle est entravée par la contraction du secteur privé et les difficultés du secteur financier. Pour stimuler durablement la croissance, il est nécessaire d'engager les mesures d'assainissement et de réforme qui s'imposent.

Parallèlement au fait que le mécanisme de transmission monétaire est grippé, on continue de craindre que les politiques des banques centrales n'aient perdu de leur efficacité à la marge. Après tout, il existe des limites au degré de compression possible des taux d'intérêt et des primes de risque. Ainsi, les primes d'échéance sur les rendements à long terme sont déjà très négatives. Et plus le degré de segmentation du marché diminue par rapport au point culminant de la crise, plus le canal de transmission des vastes programmes d'achat d'actifs par le rééquilibrage des portefeuilles perd de sa puissance.

Dans le même temps, comme il se peut que les mesures des banques centrales soient devenues moins efficaces, les politiques monétaires accommodantes

ont produit divers effets secondaires, comme le soulignait le précédent Rapport annuel¹. Le maintien prolongé des taux directeurs à un bas niveau a tendance à encourager la prise de risque audacieuse, l'accumulation de déséquilibres financiers et la distorsion du prix des actifs sur les marchés financiers. Cet environnement a en outre incité à différer les mesures d'assainissement des bilans et les réformes qui s'imposaient. Ces incitations ont envoyé de mauvais signaux aux autorités budgétaires confrontées à d'importantes questions de viabilité à long terme, ainsi qu'aux établissements financiers qui n'étaient pas allés assez loin dans la comptabilisation des pertes et l'accroissement des fonds propres, et avaient de plus perpétué les prêts improductifs existants.

Un autre effet secondaire important tient aux répercussions externes des politiques monétaires. La persistance de faibles taux d'intérêt dans les grandes économies avancées a suscité des tensions à la hausse sur les monnaies et encouragé des flux de capitaux déstabilisateurs vers les économies émergentes en croissance rapide et vers plusieurs petites économies avancées².

Stratégies de sortie

Dans les années à venir, les banques centrales vont se trouver confrontées à des défis majeurs à l'heure de mettre un terme aux politiques monétaires exceptionnellement accommodantes. Elles devront arbitrer entre les risques d'une sortie prématurée et les risques résultant de la volonté de différer la sortie. Si les premiers sont bien compris, il importe de ne pas négliger les seconds simplement parce qu'ils ne se sont pas encore matérialisés. Or, les banques centrales devront veiller à ce que l'abandon de ces politiques soit aussi ordonné que possible.

Le calendrier et le rythme de la sortie dépendront à l'évidence des circonstances propres à chacune des grandes économies avancées. Début 2013, les signes d'un relatif raffermissement de la reprise ont conduit les marchés à escompter une sortie relativement précoce, mais non imminente. Les courbes des taux à terme indiquent que les taux directeurs devraient rester à leurs très bas niveaux actuels pendant au moins un an pour ne remonter ensuite que graduellement, avec des trajectoires légèrement différentes pour les quatre économies (graphique VI.5). De toute évidence, les anticipations pourraient, à certains moments, présenter des discontinuités, à mesure que les événements s'enchaînent et que les perceptions évoluent quant à l'efficacité de la stratégie de chaque banque centrale.

Ces dernières années, les banques centrales ont renforcé leurs capacités opérationnelles pour gérer en souplesse leur stratégie de sortie. De fait, il fut un temps où l'on craignait de ne pas pouvoir relever les taux directeurs avant de dénouer les positions résultant des achats massifs d'actifs. D'un point de vue strictement technique, toutefois, cette question n'est plus au cœur des préoccupations. Les facilités de dépôt, le versement d'intérêts sur les réserves excédentaires, les opérations de pension à terme et d'autres dispositifs offrent désormais aux banques centrales toute une série d'options qui leur permettent

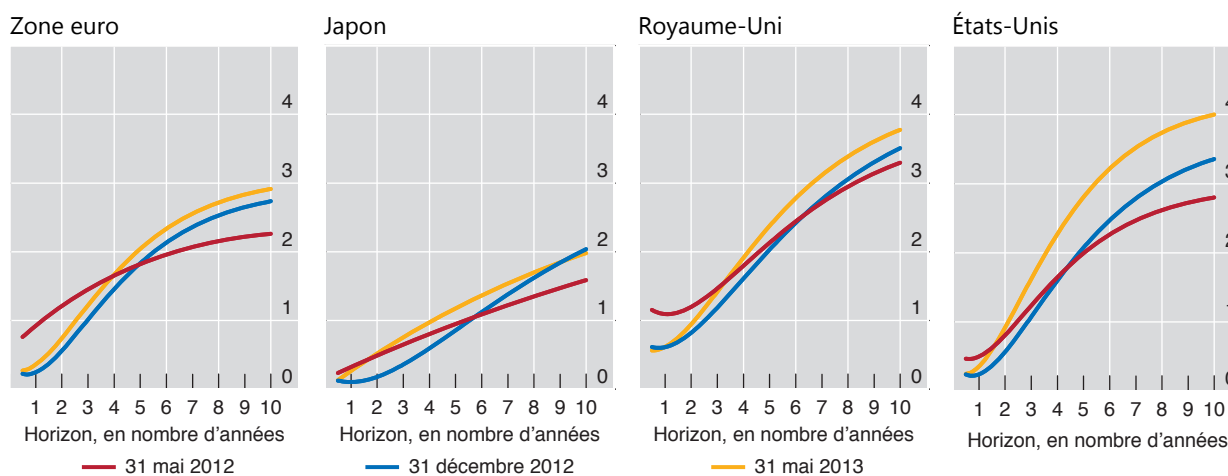
¹ Voir BRI, *82^e Rapport annuel*, juin 2012, chapitre IV, pour un examen détaillé des effets secondaires d'une détente monétaire prolongée.

² Pour plus de détails sur les risques découlant des répercussions mondiales, voir J. Caruana, « International monetary policy interactions: challenges and prospects », allocution prononcée à la conférence CEMLA-SEACEN sur « Le rôle des banques centrales dans la stabilité macroéconomique et financière : les défis à relever dans un monde incertain et volatil », Punta del Este (Uruguay), 16 novembre 2012.

Courbes des taux à terme¹

En %

Graphique VI.5



¹ Taux nominaux à terme instantanés, obtenus à partir des courbes Libor/swaps de taux.

Sources : Datastream ; calculs BRI.

de dissocier les mouvements du taux directeur de leurs décisions en matière de politique de bilan.

Par ailleurs, la stratégie de communication sera essentielle dans ce contexte. Le raffinement, ces dernières années, des orientations prospectives émises par certaines banques centrales a renforcé leur faculté de piloter les anticipations du secteur privé dans un sens compatible avec les objectifs de la politique monétaire.

Un épisode instructif qui sert de référence historique pour calibrer les risques de sortie d'une politique accommodante est le retour à la normale de la politique monétaire américaine au milieu des années 1990. Début 1994, la Réserve fédérale a relevé son taux directeur après l'avoir très longtemps maintenu à un niveau exceptionnellement bas. La réaction immédiate a alors été un vif redressement des courbes de rendement, non seulement aux États-Unis, mais partout dans le monde³.

Certes, beaucoup de changements, positifs et négatifs, sont intervenus depuis 1994. D'une part, les banques centrales sont désormais beaucoup plus transparentes quant à leurs intentions et ont acquis une grande expérience de la gestion des anticipations. D'autre part, le contexte est bien plus complexe. De nos jours, une stratégie de sortie exige de planifier non seulement les hausses de taux d'intérêt, mais aussi l'abandon des politiques de bilan.

De plus, chaque stratégie de sortie devra être conçue dans un contexte d'endettement élevé, en grande partie effectué à des taux d'intérêt exceptionnellement bas. Des doutes subsistent quant à la réaction des marchés face à un changement d'orientation de la politique monétaire, du fait en particulier que les banques centrales jouent un rôle de premier plan sur les principaux marchés. Dans certains cas, par exemple, les banques centrales sont, de fait, perçues comme l'acheteur ultime des obligations à long terme ; dans d'autres, elles ont fourni un important soutien de liquidité et sont dès lors devenues les principaux intermédiaires sur

³ Pour une description plus détaillée de cet épisode, voir BRI, *66^e Rapport annuel*, juin 1996, chapitre V.

les marchés interbancaires. Ces considérations montrent bien que la dynamique perturbatrice des marchés pourrait se matérialiser dès que les banques centrales laisseront entendre que la sortie est imminente. Le risque que les banques centrales retardent l'échéance pour éviter de telles perturbations va probablement s'accroître à mesure que la situation perdure.

Il est donc particulièrement important que les établissements financiers soient à même d'assumer le risque de taux d'intérêt. Les innovations financières ont, au fil du temps, permis aux investisseurs d'améliorer leur capacité à se couvrir. Les initiatives actuelles visant à tester la résistance des bilans à une forte hausse des courbes de rendement contribuent également à ce que les acteurs du marché soient mieux préparés à cette éventualité. Cela dit, la capacité des investisseurs à se couvrir efficacement sera peut-être limitée si la transition vers une phase de taux plus élevés s'avère particulièrement brusque et turbulente. Une telle situation donnera probablement lieu à un risque de contrepartie, car les expositions agrégées au risque de taux d'intérêt ne peuvent pas être éliminées par ces pratiques de couverture, propres au secteur privé. Et, comme les banques détiennent de gros volumes d'actifs à revenu fixe à long terme, une forte hausse des taux d'intérêt pourrait aussi amplifier le risque de tensions dans le système financier.

Le déclenchement et le rythme ultérieur des stratégies de sortie menées par les banques centrales des grandes économies avancées auront aussi des conséquences sur les petites économies avancées et les économies émergentes. Dans la mesure où la stratégie de sortie de chaque économie est bien planifiée et ordonnée, et pour autant qu'une reprise robuste place l'économie mondiale sur une trajectoire de croissance équilibrée et durable, les effets seront positifs pour tous. À l'inverse, une envolée des taux d'intérêt pourrait attiser la volatilité des flux de capitaux et des cours de change, avec des conséquences néfastes pour la stabilité macroéconomique et financière mondiale. Il est donc permis de penser que les économies susceptibles d'être touchées auraient tout à gagner d'un étoffement de leurs volants de fonds propres, d'une réduction de leurs déséquilibres financiers et d'un renforcement de la capacité de leurs cadres de politique monétaire à absorber la volatilité.

Dans leur stratégie de sortie, les banques centrales se heurtent en outre à plusieurs difficultés d'ordre politico-économique. L'histoire a montré que les décisions de politique monétaire étaient optimales quand elles étaient affranchies des considérations d'opportunité politique à court terme – d'où l'importance de l'autonomie opérationnelle. Ce constat s'applique tout particulièrement dans des conditions extrêmes, comme celles qui règnent actuellement. En définitive, les pressions de nature politico-économique pourraient compliquer les stratégies de sortie et œuvrer à leur retardement.

Plusieurs considérations entrent ici en jeu. Premièrement, les secteurs endettés, qu'il s'agisse des ménages, des entreprises non financières, voire des États, n'accueilleront pas favorablement une hausse des taux d'intérêt. Certes, ce phénomène n'est pas nouveau. Mais comme les taux d'intérêt sont exceptionnellement bas depuis si longtemps, il est probable que le poids de l'endettement, conjugué aux mécanismes spéciaux de crédit mis en place, amplifie la réaction des secteurs endettés, surtout s'ils ont adapté leurs anticipations et comportements à cet environnement atypique. Ainsi, il est facile d'imaginer que des tensions pourraient naître entre une banque centrale prête à mettre fin à l'accommodation monétaire et une agence de gestion de la dette soucieuse de limiter le coût du service des emprunts.

Deuxièmement, les banques centrales pourraient bien se trouver en proie à des difficultés financières, ce qui pourrait susciter des interrogations quant à

l'utilisation des deniers publics, réduire les recettes de l'État, voire compromettre l'indépendance financière de ces institutions. L'opinion publique risque de ne guère tolérer que les banques centrales essuient des pertes.

Enfin, des considérations plus générales liées à la réputation peuvent entrer en jeu, dans le cas où la banque centrale verse des intérêts sur les réserves déposées par les banques. La stratégie de sortie, à moins qu'elle ne s'accompagne d'une hausse des réserves obligatoires non rémunérées, donnerait alors lieu à des transferts plus élevés en faveur des banques, ce qui pourrait déconcerter l'opinion publique et prendre une dimension politique, surtout si cette situation se produit en période d'assainissement des comptes publics.

Tous ces éléments soulignent l'importance d'une préparation bien pensée et d'une bonne communication préalable, et exigent que les banques centrales préservent toute leur crédibilité en matière de lutte contre l'inflation. Pour ne pas se laisser dépasser par les marchés, il est indispensable qu'elles conservent la latitude et les moyens d'appliquer une stratégie de sortie.

Tracer une nouvelle voie

Si les banques centrales sont confrontées à de redoutables défis, aussi bien à court terme que dans la perspective de leur stratégie de sortie, elles ne doivent pas pour autant perdre de vue la voie à suivre à plus long terme. Quels enseignements convient-il de tirer de la crise pour le cadre de politique monétaire des banques centrales ? Certains ont trait aux moyens d'action et aux opérations de marché, d'autres à des aspects plus stratégiques.

Les banques centrales ont répondu à la crise en élargissant la gamme d'instruments à leur disposition et en modifiant leurs opérations de marché pour gérer des conditions parfois extrêmes. Ces instruments et nouvelles pratiques doivent-ils devenir une composante permanente des nouveaux cadres de politique monétaire ?

Certaines des questions à résoudre sont relativement techniques, même s'il se peut qu'elles aient des incidences importantes sur le fonctionnement des marchés. La rémunération des réserves en est un exemple. Cette pratique courante, à laquelle la Réserve fédérale ne pouvait pas avoir recours avant la crise, sera probablement maintenue, car elle améliore l'aptitude d'une banque centrale à maîtriser les taux d'intérêt à court terme. Un deuxième point, plus délicat, concerne la gamme des sûretés acceptables. Considérablement élargie dans les pays touchés par la crise, elle n'est guère susceptible d'être réduite dans les mêmes proportions. Les décisions des banques centrales en la matière devront ménager un équilibre entre diverses considérations, dont la disponibilité de sûretés de haute qualité, les réformes de la réglementation et le pilotage souhaitable de la liquidité de banque centrale en temps normal et en période de turbulences. Une troisième question porte sur le choix du taux directeur à court terme à prendre pour cible : doit-il s'agir, par exemple, d'un taux perçu sur les prêts en blanc ou couverts par des sûretés ? Cela dépend, comme toujours, des particularités de chaque pays.

On peut se demander plus généralement si les banques centrales doivent revenir à un mode d'intervention sur les marchés dont le but est d'influencer uniquement les taux à court terme. Dans ce cas, elles devraient renoncer à influencer plus directement sur les conditions financières d'ensemble, par exemple au moyen d'achats massifs d'actifs ou de mécanismes spéciaux de crédit. Le taux directeur à court terme, et les anticipations quant à son évolution future, pourraient alors redevenir le mécanisme privilégié d'orientation des conditions monétaires.

S'il peut être tentant d'opter pour une gamme élargie d'instruments, il y a de bonnes raisons de revenir à une palette plus restreinte. Premièrement, si les banques centrales exercent une influence directe sur les taux courts, leur faculté d'agir sur le prix d'autres actifs financiers, comme les rendements des obligations d'État à long terme, ne peut être mesurée que dans le contexte du bilan consolidé du secteur public, où l'agence de gestion de la dette, par exemple, joue aussi un rôle important. Deuxièmement, les politiques de bilan des banques centrales peuvent facilement estomper la distinction entre politiques monétaire et budgétaire. Troisièmement, ces mesures peuvent mettre en danger la solidité financière de la banque centrale. Toutes ces considérations soulèvent d'épineuses questions de coordination avec les pouvoirs publics et d'autonomie opérationnelle. C'est pourquoi il vaut mieux considérer que de tels outils sont appropriés uniquement dans des circonstances exceptionnelles.

S'agissant des aspects plus stratégiques de la politique monétaire, la crise n'a pas jeté le discrédit sur les piliers des cadres monétaires en place avant la crise : l'orientation des objectifs en matière de stabilité des prix et l'indépendance décisionnaire de la banque centrale. Ces caractéristiques ont joué un rôle essentiel dans le maintien d'une inflation faible et stable dans les économies avancées comme dans les économies émergentes ces dernières décennies, et ont fortement contribué à l'ancrage des anticipations d'inflation.

Cela étant, les cadres de politique monétaire d'avant la crise n'ont pas permis d'assurer la stabilité durable des marchés financiers et de l'économie. C'est dans un environnement d'inflation faible et stable que les déséquilibres financiers ont déclenché la crise la plus grave depuis la Grande Dépression. Ce constat donne à penser qu'il y a tout à gagner d'une intégration plus systématique des considérations de stabilité financière dans la conduite de la politique monétaire, surtout en raison de la tendance des économies à générer des boums financiers durables suivis de crises.

Les réformes de la réglementation joueront assurément un rôle important dans l'atténuation de ces risques, mais elles ne suffiront pas. Des progrès notables ont d'ores et déjà été accomplis dans le domaine réglementaire (chapitre V), surtout pour ce qui est des cadres et instruments macroprudentiels. Il ne fait aucun doute que ces réformes accroîtront la résilience du système financier et sa capacité à résister aux crises. Mais l'efficacité qu'elles peuvent avoir à modérer les boums financiers est moins certaine. De plus, on ne peut pas compter uniquement sur la réglementation : certains segments du système financier sont difficiles à réglementer et, avec le temps, les mesures adoptées peuvent perdre de leur efficacité en raison de l'arbitrage réglementaire. Compte tenu de ces considérations, la politique monétaire a un important rôle complémentaire à jouer, car le taux directeur représente le prix universel de l'endettement dans une monnaie donnée, qu'il n'est pas si facile de contourner.

L'intégration des considérations de stabilité financière dans les cadres de politique monétaire pose de véritables défis analytiques. Les modèles macroéconomiques polyvalents d'avant la crise faisaient abstraction de l'existence possible d'épisodes d'expansion-contraction du cycle financier et n'attribuaient aucun rôle significatif au secteur financier. En outre, les analyses de la stabilité financière menées par les banques centrales n'étaient guère prises en compte dans les décisions de politique monétaire. Depuis la crise, les banques centrales redoublent d'efforts pour combler ces lacunes. Des progrès ont été accomplis dans la conception des modèles, la gamme des instruments disponibles et la manière d'incorporer leurs indications dans le processus d'élaboration des politiques. La Banque centrale de Norvège, par exemple, a récemment modifié son modèle de référence pour intégrer la notion selon laquelle la persistance de

taux d'intérêt trop bas peut, à la longue, créer des distorsions. Malgré ces progrès, il reste encore fort à faire.

Les efforts des banques centrales devraient aboutir à l'adoption d'une approche plus symétrique des épisodes d'expansion-contraction. Au cours des dix à quinze dernières années, les banques centrales semblent avoir réagi de manière asymétrique aux préoccupations de stabilité financière. Dans les économies avancées, par exemple, les taux directeurs ont été réduits énergiquement en réponse aux turbulences financières (débâcle de LTCM, éclatement de la bulle internet et récente crise internationale de l'endettement et de la dette souveraine), mais relevés ensuite avec réticence et graduellement ; on parle parfois à ce propos de « dominance financière »⁴.

Une approche moins asymétrique consisterait à opérer un resserrement plus vif en période d'expansion, et un assouplissement moins énergique et moins systématique en période de contraction. Une telle approche pourrait permettre d'atténuer le risque d'une nouvelle accumulation de déséquilibres financiers. Concrètement, il s'agit de prêter une attention accrue aux préoccupations de stabilité financière et d'allonger les horizons de la politique monétaire pour tenir compte du fait que l'accumulation de déséquilibres financiers met longtemps à apparaître, s'étalant souvent sur plus d'une phase ascendante du cycle conjoncturel, selon la mesure traditionnelle.

L'interprétation historique des dix à quinze dernières années concorde avec l'application d'une règle de Taylor simple qui relie de façon mécanique les taux directeurs à l'inflation et à l'écart de production. Selon les estimations, la politique monétaire a été systématiquement trop accommodante dans les économies avancées durant la majeure partie de la décennie passée (graphique VI.6, cadre de gauche). Certes, plusieurs variables utilisées dans ce modèle simple font l'objet de grandes incertitudes, à commencer par le niveau d'équilibre à long terme des taux d'intérêt. Il n'en reste pas moins que ce modèle de référence néglige l'influence des orientations prospectives et des politiques de bilan qui, dans le contexte actuel, rendraient les politiques monétaires beaucoup plus accommodantes. Cette évaluation est corroborée par la rapidité de la croissance du crédit et de la hausse des prix immobiliers observée dans plusieurs économies moins touchées par la crise, évolution mise en évidence dans l'évaluation des conditions macroéconomiques réalisée par les banques centrales elles-mêmes et confirmée par l'activation des mesures macroprudentielles.

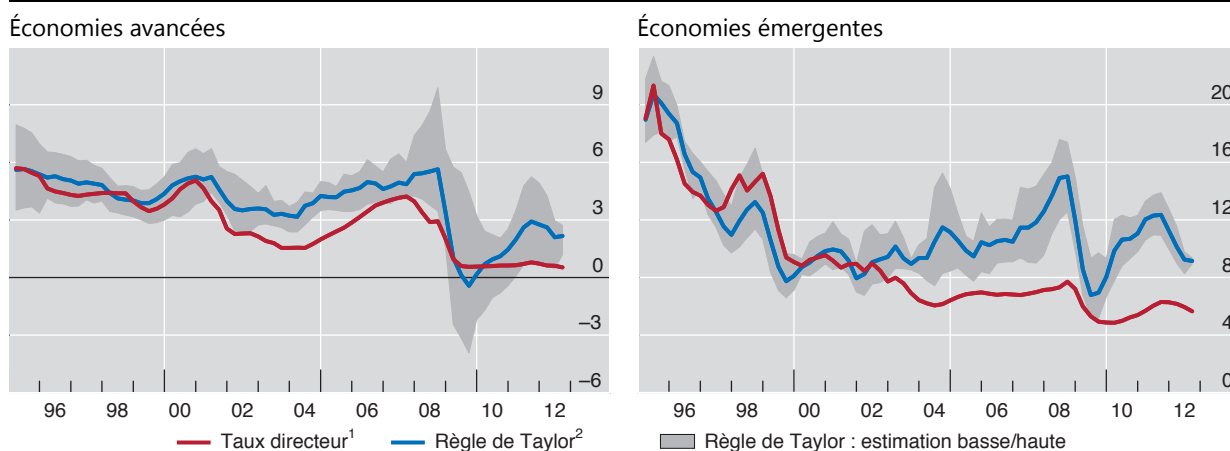
Ces résultats inégaux entre pays mettent en lumière un autre aspect des cadres de politique monétaire : la nécessité de mieux apprécier les répercussions internationales de la politique monétaire, compte tenu de la mondialisation croissante. La récente crise en a montré l'importance. Les conditions monétaires accommodantes ont contribué à accentuer les vulnérabilités à l'échelle mondiale. Les taux directeurs exceptionnellement bas dans les grandes économies avancées ont eu des répercussions sur le reste du monde en partie parce que les économies émergentes ont dû faire face à l'appréciation de leur monnaie et aux tensions sur les flux de capitaux. Le graphique VI.6 (cadre de droite) montre que les économies émergentes ont maintenu leurs taux d'intérêt à un niveau plus bas que celui qui aurait dû résulter des conditions macroéconomiques intérieures (tel que déduit de la règle de Taylor). Ces économies sont également intervenues massivement sur les marchés des changes. L'effet conjugué de ces mesures a été d'amplifier le boum mondial du crédit et du prix des actifs avant la crise.

⁴ Voir H. Hannoun, « Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy », allocution prononcée lors de la 47^e Conférence des Gouverneurs de la SEACEN, Séoul (Corée), 13-14 février 2012.

Règle de Taylor et taux directeurs

En %

Graphique VI.6



¹ Moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2005. Économies avancées : Australie, Canada, Danemark, États-Unis, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suède, Suisse et zone euro. Économies émergentes : Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou, Pologne, Singapour, Taïpei chinois, République tchèque et Thaïlande.

² Voir B. Hofmann et B. Bogdanova, « Taylor rules and monetary policy: a global "Great Deviation"? », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2012, pp. 37–49.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales et Perspectives de l'économie mondiale* ; Bloomberg ; CEIC ; Consensus Economics ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

La récente accumulation de déséquilibres financiers dans un certain nombre d'économies émergentes et de petites économies avancées indique que ce mécanisme est peut-être de nouveau à l'œuvre. Cette situation n'implique pas nécessairement que les banques centrales doivent coordonner leurs politiques plus étroitement qu'avant, mais plutôt qu'elles devraient, au minimum, accorder plus d'attention aux effets secondaires et aux effets de rétroaction que produisent leurs décisions de politique monétaire à l'échelle mondiale. Il y va de l'intérêt de chaque banque centrale, surtout si les conséquences sont susceptibles d'attiser l'instabilité financière, voire d'aboutir à une crise, et de se répercuter à l'échelle mondiale, y compris sur les pays d'origine de la crise.

Conclusion

Les banques centrales se trouvent de plus en plus sursollicitées, car voilà des années qu'on s'en remet à elles pour dynamiser l'économie par l'adoption de politiques monétaires très accommodantes. L'efficacité de ces politiques et leurs effets secondaires suscitent actuellement des préoccupations croissantes. L'efficacité de la détente monétaire est à la mesure de l'efficacité des politiques de bilan, budgétaires et structurelles qui l'accompagnent.

La sortie des politiques actuelles présentera aussi des défis majeurs, certains purement techniques et d'autres de nature politico-économique. Les instruments qui serviront à gérer la sortie sont en place et ont dans une certaine mesure été mis à l'épreuve. Cela étant, les banques centrales ont conscience de l'ampleur et de la portée sans précédent de ces stratégies de sortie, dimensions qui amplifient les incertitudes et les risques de sortie non ordonnée.

En outre, plus les conditions accommodantes actuelles persistent, plus les difficultés liées à la sortie seront grandes, ce qui place les banques centrales dans une situation très délicate et souligne la nécessité de régler sans tarder les problèmes sous-jacents liés aux bilans et aux facteurs structurels.

Enfin, la crise a confirmé qu'on ne pouvait pas s'en remettre à la seule stabilité des prix. Cependant, l'intégration des questions de stabilité financière dans les cadres de politique monétaire est une tâche difficile, qui reste à mener à bien. Dans le même temps, à l'heure de la mondialisation, les banques centrales devront de plus en plus tenir compte des répercussions des politiques monétaires sur le reste du monde.