
Implications de l'imperfection des marchés financiers pour la politique monétaire

Meixing Dai *

Dans une économie de marchés financiers qui est soumise à un risque de dysfonctionnement et où les actifs financiers sont des substituts imparfaits, on ne peut pas négliger les marchés financiers et monétaires dans les décisions de politique monétaire comme le fait actuellement la littérature du ciblage d'inflation et des règles du taux d'intérêt. Le dysfonctionnement des marchés financiers et monétaires qui débouche sur une crise financière majeure caractérisée par l'éclatement des bulles spéculatives sur les prix des actifs réels et financiers, pourrait obliger la banque centrale à mener une politique du taux d'intérêt zéro associée à des politiques d'assouplissement quantitatif et/ou à des politiques de crédit destinées à sortir de la trappe à liquidité ou à l'éviter. Après la sortie de crise, il est indispensable de réviser la stratégie et la conduite de la politique monétaire en prenant en compte le fonctionnement imparfait des marchés financiers et monétaires.

La crise financière et économique 2007-2010 a fait apparaître l'importance de la prise en compte des marchés financiers et monétaires dans la conduite de la politique monétaire. Avant cette crise, il y a un large consensus parmi les économistes sur la conduite de la politique monétaire dans une économie de marchés financiers : une banque centrale indépendante et transparente ayant pour objectifs la stabilisation de l'inflation autour d'une cible et la stabilisation de l'écart de production par rapport à son potentiel peut parfaitement réussir sa mission en utilisant une règle du taux d'intérêt optimale, tout en ignorant les marchés financiers et monétaires. La crise actuelle et les mesures prises par les autorités monétaires pour stabiliser les marchés financiers et monétaires nous rappellent que les économistes ont omis des variables importantes, notamment les variables financières et monétaires, dans leurs théories sur la conduite de la politique monétaire.

Le consensus avant la crise actuelle

Le consensus sur la politique monétaire forgé par Milton Friedman, selon lequel l'inflation est "toujours et partout un phénomène monétaire" et le contrôle des agrégats monétaires en tant qu'instrument de politique permet de bien réaliser les objectifs d'inflation et d'écart de production par rapport à son potentiel, est progressivement

abandonné dans les années 1990 par les économistes et les banquiers centraux. Les recherches en politique monétaire dans les années 1970-1990 montrent que dans un contexte de libéralisation et d'innovation financières avec un accroissement considérable de la volatilité financière, le contrôle du taux d'intérêt en tant qu'instrument de politique monétaire peut être plus efficace que le contrôle de la quantité de monnaie ou de la base monétaire. Depuis la fin des années 1980, les banques centrales ont adopté de plus en plus la pratique du contrôle du taux d'intérêt de court terme afin de contrôler indirectement les taux d'intérêt de marchés. En 1990, la banque centrale de la Nouvelle Zélande a adopté clairement une cible d'inflation et a ouvert la voie à l'émergence du régime de ciblage d'inflation. Ce dernier a fait l'objet d'intenses recherches théoriques et empiriques depuis une vingtaine d'années. Ces recherches incluent celles qui portent sur les règles du taux d'intérêt du type Taylor et qui montrent que la Fed suivait une règle d'ajustement du taux d'intérêt des fonds fédéraux en fonction de l'écart entre l'inflation courante et la cible désirée et de l'écart entre la production et son potentiel.

Dans ce mouvement d'abandon du contrôle des agrégats monétaires en faveur du régime de ciblage d'inflation pour la conduite de la politique monétaire, un consensus sur la

* Université de Strasbourg (BETA)

stratégie monétaire s'est forgé parmi les économistes académiques et les banquiers centraux depuis la fin des années 1990. Les caractéristiques de ce consensus correspondent à celles d'un cadre d'analyse appelé « ciblage d'inflation flexible ». Ce nom reflète bien la primauté de l'inflation comme objectif ultime de la politique monétaire. Cela ne signifie pas que l'inflation constitue l'unique objectif de la banque centrale car un tel régime aurait un coût trop élevé pour être désirable. En effet, le terme « flexible » reflète la possibilité d'arbitrage à court terme entre la maîtrise de l'inflation et la stabilisation des activités réelles. L'efficacité de la politique monétaire repose sur l'hypothèse selon laquelle les comportements d'optimisation dynamique des agents privés sont soumis à des rigidités nominales. Comme les fluctuations de l'écart de production et du taux d'inflation sont transitoires, les anticipations rationnelles des agents privés impliquent que le taux d'inflation anticipée est égal au taux d'inflation cible annoncée par la banque centrale. Celle-ci a acquis auparavant sa crédibilité et son indépendance et elle communique avec le public en toute transparence. Autrement dit, les agents privés croient que l'objectif de l'inflation annoncée par une banque centrale peut se réaliser en moyenne sur le moyen et long terme. Le mécanisme de transmission de la politique monétaire est très simple dans ce cadre théorique. Puisque les prix s'ajustent lentement, la banque centrale peut influencer le taux d'intérêt réel à travers la variation de la valeur de son instrument de politique, à savoir le taux d'intérêt de court terme (taux d'intérêt directeur et taux d'escompte). En faisant varier le taux d'intérêt réel, la banque centrale modifie le prix relatif de la consommation présente par rapport à la consommation future et entraîne ainsi une variation voulue de la demande globale courante.

Par ailleurs, la monnaie et donc le crédit n'ont plus de rôle crucial et constructif à jouer dans la conduite de la politique monétaire. En d'autres termes, le marché de la monnaie n'est utile que pour déterminer l'offre de monnaie, qui répond de manière endogène à la demande de monnaie. Il peut donc être ignoré dans la prise de décisions de la politique monétaire. De même, le marché du crédit et plus largement les marchés financiers pourraient être ignorés dans la mesure où ils transmettent parfaitement les effets de la politique du contrôle du taux d'intérêt directeur vers l'économie réelle.

Pour prendre sa décision du taux d'intérêt, la banque centrale utilise toutes les informations pertinentes ayant un impact sur les prévisions de l'inflation et sur l'économie réelle. Les conditions sur les marchés financiers, en termes de croissance du crédit, des prix des actifs, des bulles spéculatives sur les marchés d'actifs ou de déséquilibres externes etc., ne sont pas considérées comme cibles de la politique monétaire que la banque centrale tente de stabiliser, contrairement à l'inflation et l'écart entre la production et son niveau potentiel. Ces conditions ne sont que des indicateurs, car elles fournissent des informations à la banque centrale sur l'état de l'économie, le mécanisme de transmission et des chocs exogènes. Elles ne sont prises en compte dans la fixation du taux d'intérêt directeur que dans la mesure où elles ont un impact sur les prévisions de l'inflation et l'allocation des ressources.

La politique du taux d'intérêt zéro et les mesures de sortie de la trappe à liquidité

En dehors du consensus avant la crise actuelle exposé ci-dessus, il y a un débat animé sur les expériences japonaises en matière de conduite de la politique monétaire au cours des années 1990 et 2000 dans un contexte caractérisé par la déflation suite à l'éclatement des bulles sur les prix des actifs financiers et réels. Le débat porte notamment sur les mesures à mettre en place lorsque le taux d'intérêt nominal approche le seuil zéro. Une des difficultés que le régime de ciblage d'inflation pourrait être amené à surmonter est formée par la limite constituée par le taux d'intérêt nominal nul (une sorte de trappe à liquidité imaginée par Keynes) dont la banque centrale ne pourrait pas s'affranchir sans mettre en place des mesures exceptionnelles. Le risque de buter sur la contrainte du taux d'intérêt zéro est d'autant plus grand lorsque la cible d'inflation est fixée à un niveau faible. En fixant une telle cible d'inflation, une banque centrale crédible et indépendante pourrait stabiliser le taux d'inflation à un niveau faible. Il est alors difficile, durant une crise financière et économique, de faire baisser suffisamment le taux d'intérêt réel qui est la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'inflation, d'autant plus que ce dernier a tendance à baisser dans une économie en récession.

Lorsque la contrainte limitant à zéro les taux d'intérêt nominaux est atteinte, la politique du taux d'intérêt devient inopérante car les

opérations d'open-market traditionnelles ne peuvent plus faire baisser davantage les taux d'intérêt sur le marché interbancaire et donc les taux d'intérêt sur les autres marchés financiers. Toutefois, il est possible que les effets dévastateurs sur l'économie des chocs financiers, dus à un éclatement d'une ou plusieurs bulles spéculatives sur les prix des actifs financiers et réels, impliquent qu'il faut baisser davantage le taux d'intérêt directeur afin de faire baisser les taux d'intérêt de marché de moyen et long terme appliqués aux emprunts privés à un niveau compatible avec une stabilisation des activités économiques. Dans une telle situation, l'économie est soumise à un risque de déflation et toute liquidité injectée par la banque centrale via les opérations d'open-market risque d'être entièrement absorbée par la « trappe à liquidité » sans aucun effet sur l'économie réelle.

Pour sortir de cette trappe à liquidité, il est essentiel de modifier les anticipations des agents économiques concernant le taux d'inflation future. La plupart des économistes étudiant la question du taux d'intérêt zéro partagent ce point de vue et suggèrent que la Banque du Japon s'engage dans des politiques qui augmenteraient l'inflation future. Toutefois, élever les anticipations d'inflation revient à s'engager à réduire le taux d'intérêt directeur dans le futur puisque c'est en s'engageant sur un taux d'intérêt directeur futur plus bas que la banque centrale affecte l'inflation future anticipée lorsqu'on s'approche de la borne limitant le taux d'intérêt nominal à zéro. Cependant, en perdant l'instrument du taux d'intérêt dans l'immédiat, la banque centrale ne peut ancrer de manière crédible, par de simples annonces, les anticipations d'inflation à des niveaux plus élevés dans le futur. Ceci est particulièrement vrai lorsque les anticipations privées prennent largement en compte ce qui se passe dans le passé et le présent.

Certains économistes proposent un changement de régime de politique monétaire en adoptant le ciblage du niveau général des prix. Ce régime est équivalent à un régime de ciblage d'inflation avec une cible variable qui s'ajuste en prenant en compte l'écart entre le prix réalisé et le prix cible. Une telle politique, si elle est crédible, a plus de chance de faire sortir l'économie de la déflation car une baisse de prix entraîne une hausse de la cible d'inflation et donc du taux d'inflation anticipée. Néanmoins, ce régime est soumis à la même difficulté

soulignée ci-dessus, à savoir que la banque centrale se fonde uniquement sur une annonce en vue d'influencer les anticipations inflationnistes, alors que cette annonce pourrait ne pas être crédible.

Dans le cas du Japon, la dévaluation du yen a été utilisée comme une solution de sortie de la trappe à liquidité dans laquelle l'économie s'est enfoncée depuis l'effondrement des prix des actifs au début des années 1990. Cependant, en l'absence de volonté de la Banque du Japon de s'engager dans une trajectoire d'inflation plus élevée ou de prix plus élevée, cette politique à elle seule ne peut pas lutter de manière efficace contre la déflation.

La politique budgétaire a été amplement utilisée par le gouvernement japonais avec une efficacité limitée, car elle ne permet que de compenser la baisse de la demande privée dans un contexte de crise de crédit et de liquidité. Elle a pour effet secondaire d'augmenter très fortement la dette publique japonaise, limitant ainsi la possibilité d'utiliser la politique budgétaire dans le futur.

Au début des années 2000, afin de lutter contre la déflation, la Banque du Japon a décidé de mener une stratégie appelée « politique d'assouplissement quantitatif », qui signifie en japonais « politique monétaire stimulante » et qui consiste à injecter plus de réserves dans le système bancaire que ce qui est nécessaire pour maintenir le taux d'intérêt à court terme à zéro. Cette stratégie a été très efficace pour stabiliser les marchés financiers. Elle avait cependant une efficacité limitée pour la relance de l'économie du Japon du fait que les banques ne prêtaient pas davantage et les entreprises ne désiraient pas emprunter plus pour investir.

Les politiques d'assouplissement quantitatif et de crédit

Le débat sur la politique monétaire japonaise a été fort utile pour guider la politique monétaire durant la crise financière 2007-2010. En réponse à la crise financière, les banques centrales les plus importantes du monde (la Fed, la BCE, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon) ont drastiquement abaissé leurs taux d'intérêt directeurs à un niveau proche de zéro.

Etant donné que la crise est globale, la dévaluation en tant que solution de crise ne peut être envisagée. La politique budgétaire est très sollicitée, ce qui conduit beaucoup de pays à connaître un déficit record en 2009.

Elle risque actuellement de buter sur la contrainte de solvabilité de l'Etat comme en témoigne la crise grecque en 2010 et elle ne peut pas venir de manière durable au secours de l'économie.

Le seul moyen efficace de ramener le calme sur les marchés financiers est d'injecter des liquidités sur les différents compartiments du marché financier afin d'assurer un fonctionnement normal de ces derniers en réorientant les épargnes liquidites vers les emprunteurs ultimes. L'apport de liquidité par la banque centrale sur les marchés d'actifs privés et publics est qualifié de « politique d'assouplissement quantitatif » par les observateurs de la politique monétaire.

Pour mieux communiquer avec le public sur les mesures de politique non-conventionnelles et pour faire la différence avec une politique monétaire consistant à injecter simplement de la monnaie centrale dans l'économie, le président de la Fed, Ben Bernanke, a préféré utiliser le terme d'« assouplissement de crédit » car la Fed est allée beaucoup plus loin sur la voie de l'assouplissement quantitatif en se focalisant notamment sur l'expansion du côté actif de son bilan, dont l'accroissement spectaculaire est voulu et destiné à faire baisser les taux d'intérêt sur les marchés de crédit. Dans une telle politique, par rapport à ce que la Fed fait traditionnellement dans le cadre des opérations d'open-market ou dans le cadre de réescompte, l'éventail des actifs acceptés est élargi, les échéances beaucoup plus longues et le nombre d'institutions financières qui ont accès à la liquidité centrale a été fortement augmenté suite à une modification des critères et/ou de statut. La pratique de la Fed a été suivie largement par la Banque d'Angleterre et dans une moindre mesure par la Banque centrale européenne. Fondamentalement, lorsque le taux d'intérêt tombe à un niveau proche de zéro, il n'y a rien de révolutionnaire en ce qui concerne les outils dont disposent les banquiers centraux. Leur outil principal est la communication de la politique au public (en priorité aux opérateurs des marchés financiers), suivie par des mesures de facilités de liquidité pour les banques et les grands groupes financiers sur certains marchés du crédit, et les achats de valeurs mobilières à long terme. Néanmoins, en faisant remonter les prix des actifs, ces mesures, lorsqu'elles sont utilisées de manière agressive et déterminée, sont très effectives pour stabiliser les marchés financiers.

L'utilisation du terme "d'assouplissement du crédit » par la Fed traduit un besoin de communication dans un contexte exceptionnel d'une grande crise globale. L'utilisation de ce terme nouveau pourrait permettre de mieux convaincre les opérateurs des marchés financiers de la volonté absolue de la banque centrale américaine de lutter contre la crise financière tout en les rassurant que la Fed ne pratique pas simplement une injection durable de liquidité. Ces mesures exceptionnelles ne devraient pas provoquer l'inflation en raison d'une croissance négative en 2009 et faible en 2010 dans la plupart des pays développés. Elles ne devraient donc pas provoquer des anticipations d'inflation future excessive car lorsque l'économie revient sur la trajectoire de croissance potentielle, les liquidités injectées pourraient être retirées grâce à une revente de ces actifs sur les marchés financiers redevenus normaux ou au remboursement à l'échéance de ces actifs.

Le mécanisme de transmission des effets de la politique d'assouplissement de crédit vers l'économie réelle pourrait être bloqué en raison des choix politiques concernant le sauvetage financier et du fait des frictions dans le fonctionnement du système bancaire et financier. Premièrement, cette politique s'oriente vers les grandes institutions financières dont la faillite présente un risque systémique, les petites et moyennes institutions pourraient continuer à subir les effets de la crise financière et économique. Dans ce contexte, le marché du crédit pourrait ne pas retrouver le rythme de croissance qui permet une croissance soutenue de l'économie. Deuxièmement, les grandes institutions financières renforcent leur position dominante grâce au soutien public et du fait de l'affaiblissement et/ou de la faillite des concurrentes plus petites. Elles pourraient donc se permettre d'augmenter le coût de crédits accordés et ne sont pas prêtes à augmenter de manière significative le montant des crédits. Par ailleurs, certaines d'entre elles doivent renforcer leurs capitaux propres afin de renflouer les pertes liées à la dépréciation des actifs dans leur bilan. Enfin, les liquidités injectées dans le système bancaire et financier pourraient être détournées vers la spéculation sur les marchés financiers et des matières premières. Il en résulte, d'une part, des effets positifs pour les bilans des institutions financières et bancaires dus à la hausse des prix des actifs et, d'autre part, un risque d'inflation dans la mesure où les prix des matières premières peuvent augmenter fortement avant que

l'économie mondiale ne retrouve le chemin de croissance. Ce risque d'inflation s'accompagnera d'un risque de rechute de la croissance mondiale car la hausse des prix des matières premières prive l'économie d'un moteur traditionnel et précieux de la reprise, à savoir les prix bas des matières premières.

La politique d'assouplissement de crédit présente plusieurs risques du point de vue macroéconomique. A part le risque d'inflation lié à la spéculation sur les matières premières, il y a celui d'une inflation liée au fait que les apports de liquidités pourraient être durables, soit parce que les actifs acquis par la banque centrale sont de mauvaise qualité, donc jamais remboursés, soit que les institutions financières ont un besoin durable du soutien financier de la banque centrale. En maintenant durant une période prolongée le taux d'intérêt directeur à zéro et la politique d'assouplissement de crédit, les économies telles que les USA, l'UE, et le Royaume Uni pourraient accumuler des excédents de liquidités. Ces liquidités se retrouveraient ensuite dans les caisses des banques centrales des pays émergents ou exportateurs de matières premières via les excédents commerciaux et les entrées des capitaux financiers. Cela risque d'entraîner les dévaluations de l'euro, de l'USD et de la livre sterling, ce qui déterminera des désordres financiers et monétaires et une hausse d'inflation au niveau mondial.

Stabilisation financière et émergence d'un nouveau consensus

Les mesures exceptionnelles pour sauver le système bancaire et financier ont incité les économistes et les banquiers centraux à se demander si la politique monétaire menée avant 2007 était en partie responsable de la grande crise financière 2007-2010. En luttant contre l'inflation de manière efficace, la politique monétaire aurait permis à l'économie mondiale de connaître une période de grande modération du taux d'inflation avec une fluctuation moindre de la production. A posteriori, on pourrait se demander si cette grande modération incite les banquiers et les opérateurs financiers à devenir insensibles à la perspective d'une éventuelle crise systémique de grande ampleur.

Les expériences de cette grande crise financière nous montrent que la stabilité des prix ne permet pas d'assurer une plus grande stabilité des marchés financiers. Au contraire, elle pourrait contribuer à amplifier les crises

financières en incitant les opérateurs financiers à croire que la stabilisation économique implique nécessairement moins de risque financier systémique.

Un consensus émerge actuellement parmi les banquiers centraux et les économistes monétaires : la stabilité des prix, en étant en fait souvent associée à une croissance excessive du crédit et au gonflement excessif des bulles sur les prix des actifs financiers et réels, ne garantit pas la stabilité financière.¹ Pour éviter une crise systémique importante, il faudrait en premier lieu une meilleure réglementation, comprenant notamment l'adoption de nouveaux outils macro-prudentiels.

Vers une nouvelle politique monétaire « normale »

La crise financière actuelle amène les économistes à s'interroger sur la manière dont la banque centrale doit conduire la politique monétaire lorsque l'économie revient à une situation normale. Les débats actuels portent sur plusieurs sujets d'importance. Le consensus qui émerge de ces débats déterminera dans une large mesure la manière de conduire la politique monétaire dans le futur. Certains débats ne sont pas totalement nouveaux, car l'éclatement des bulles internet en 2000 a déjà stimulé des discussions sur la prise en compte ou non des prix des actifs dans la conduite de la politique monétaire sous le régime de ciblage d'inflation flexible ainsi que sur le rôle de la politique monétaire dans la prévention d'un gonflement excessif des bulles spéculatives. La crise actuelle a suscité un renouveau dans ces débats.

Prévention des bulles spéculatives

Un premier débat concerne la relation entre la politique monétaire et les bulles spéculatives sur les prix des actifs financiers et réels. Les économistes partagent l'avis selon lequel les mesures réglementaires sont les outils adéquats pour lutter contre l'émergence des bulles importantes. Elles doivent être conçues pour améliorer le fonctionnement du système financier de manière générale, et pour lutter contre les comportements spéculatifs en particulier. Dans la perspective

¹ Voir Carney (2009). La stabilité financière est définie comme une situation où le système financier remplit ses fonctions principales de paiements, de canalisation de l'épargne vers l'investissement et de partage des risques sans provoquer des perturbations ayant des coûts sociaux élevés (Svensson, 2010).

d'une lutte contre la spéculation excessive, la nouvelle réglementation financière et bancaire pourrait prévoir par exemple de limiter la taille des banques afin d'éviter le problème de « la trop grande taille pour faire faillite (too big to fail) », de durcir l'exigence des fonds propres, de réduire les effets de levier, d'interdire la spéculation des banques pour compte propre, et de déconnecter les gains spéculatifs immédiats des rémunérations immédiates des traders et des dirigeants des établissements financiers et bancaires.

Certains économistes considèrent qu'il est possible et souhaitable d'utiliser la politique monétaire, en évitant de garder le taux d'intérêt directeur trop bas pendant trop longtemps et en remontant celui-ci de manière préventive, pour casser les bulles spéculatives à un stade précoce plutôt que de les laisser se développer avec des conséquences dues à leur éclatement ultérieur inévitable, beaucoup plus dramatiques pour l'économie. Il faut toutefois souligner la difficulté de détecter les bulles spéculatives sur les prix des actifs. Par ailleurs, ces bulles ont tendance à se développer malgré des hausses du taux d'intérêt. Une autre voie de réflexion pourrait nous amener à concevoir une stratégie monétaire permettant de modifier le comportement des agents économiques pour rendre l'économie dynamiquement plus stable et moins soumise à la formation des bulles spéculatives sur les prix des actifs.

Un objectif de stabilité financière pour la banque centrale

La plupart des économistes s'accordent à dire qu'une meilleure réglementation financière constitue la meilleure réponse pour prévenir l'instabilité financière. Cependant, il est pratiquement impossible d'interdire aux opérateurs financiers d'innover et de commercialiser de nouveaux produits financiers destinés à contourner les règles fixées par les autorités de régulation nationale ou internationale. Par conséquent, l'instabilité financière pourrait persister.

Par ailleurs, cette réponse réglementaire changera le mécanisme de transmission des effets de la politique monétaire. Elle a donc des implications pour la conduite de cette dernière. Les réflexions les plus courantes portent sur la conception de la politique du taux d'intérêt. La question est de savoir s'il faut ou non la concevoir à des fins de stabilité financière en modifiant l'objectif de stabilité

des prix des banques centrales pour y inclure un objectif de stabilité des marchés financiers ou des prix d'actifs. Dans l'affirmatif, Il convient de s'assurer que les banques centrales conservent leur crédibilité et soient en mesure d'ancrer les anticipations inflationnistes.

Walsh (2009) observe que les distorsions sur les marchés financiers et les chocs susceptibles de générer des effets réels pour la politique monétaire impliquent que la stabilité financière pourrait nécessiter des arbitrages avec les objectifs de stabilisation de l'inflation et de la production. Par contre, pour Svensson (2010), il n'est pas nécessaire d'introduire un nouvel objectif de stabilité financière pour la banque centrale. Il est cependant important d'intégrer les facteurs financiers dans les modèles standards de transmission de la politique monétaire utilisés par les banques centrales et de mieux prendre en compte les effets de ces facteurs sur la prévision de l'inflation en élargissant l'horizon considéré. Dans la pratique, bien que la plupart des banques centrales aient ajouté un objectif de stabilité financière ces dernières années, les décisions de la politique monétaire et de la stabilité financière sont souvent prises séparément (Carney, 2009).

Une meilleure prise en compte du mécanisme de transmission

Dans les cadres théoriques standards justifiant la supériorité de la politique du taux d'intérêt, du ciblage d'inflation ou du ciblage du niveau général des prix par rapport à une politique de contrôle des agrégats monétaires, le traitement des marchés financiers est très simplifié dans la mesure où on a ignoré non seulement l'accélérateur financier mais aussi les dynamiques pro-cycliques sur les marchés modernes de la monnaie et du crédit. En effet, dans ces cadres standards, les actifs financiers sont considérés comme des substituts parfaits et le fonctionnement des marchés financiers et monétaires est efficient de sorte que tous les taux d'intérêt de marché sont identiques aux taux d'intérêt (taux directeur et taux d'escompte) contrôlés par la banque centrale. En ce qui concerne le marché monétaire, on suppose que les banques commerciales et la banque centrale fournissent autant de monnaie que ce dont l'économie a besoin. Ces hypothèses semblent pertinentes lorsque l'économie fonctionne normalement ou en expansion. Elles s'avèrent problématique lorsque l'économie est entrée en crise. Par ailleurs,

l'ignorance de l'existence de ces marchés pourrait induire les économistes à biaiser l'évaluation de l'efficacité respective du contrôle d'un agrégat monétaire et du taux d'intérêt par la banque centrale.

Une prise en compte de toute la chaîne de transmission qui comprend le marché de réserve, le marché monétaire, les marchés des actifs financiers et du crédit, permet de revoir dans quelle mesure la stratégie du ciblage d'inflation, celle du ciblage du niveau général des prix ou la règle de Taylor pourraient intégrer les variables financières et monétaires ainsi que les paramètres caractérisant les marchés financiers et monétaires. Les recherches sur la stratégie de politique monétaire intégrant les frictions sur les marchés des actifs, du crédit, de la monnaie et des réserves bancaires devraient contribuer à accroître notre compréhension des effets de la politique monétaire ainsi qu'à améliorer sa conduite dans la pratique. On peut toutefois s'attendre à ce qu'il soit difficile d'établir une relation stable entre la stabilité des prix et la stabilité financière du fait de la complexité croissante du mécanisme de transmission des effets des chocs réels et financiers, et de la politique monétaire.

La stratégie à deux piliers de la BCE

Au cours de la dernière décennie, les banques centrales à travers le monde ont adopté de plus en plus le régime de ciblage d'inflation pour conduire la politique monétaire. Celui-ci est présenté comme étant plus efficace dans la lutte contre l'inflation que le régime de ciblage des agrégats monétaires. Dans ce contexte, la stratégie de politique monétaire à deux piliers de la BCE, annoncée à l'automne de 1998, semble tout à fait singulière et devient rapidement controversée.

L'attention particulière que porte la BCE aux agrégats monétaires témoigne du besoin de continuité par rapport à la politique monétaire de la Bundesbank. Certains économistes soulignent que la Bundesbank, en annonçant une cible d'inflation et en communiquant de manière transparente avec le public, pratique en réalité une stratégie de politique monétaire proche de celle de ciblage d'inflation. D'autres économistes montrent que la Bundesbank porte à la fois une attention à la cible d'inflation et aux agrégats monétaires et qu'elle adopte de ce fait une stratégie monétaire mélangeant le ciblage d'inflation et le ciblage monétaire, ce qui est le cas pour la BCE. Dans la pratique,

en respectant le traité de Maastricht, la BCE accorde un poids beaucoup plus important à l'objectif de la stabilité des prix qu'à celui de la stabilité de la production dans la zone euro. Le choix de deux piliers était vu comme un moyen de structurer les informations fournies par une quantité importante de données, qui serait utile à la fois pour la discussion interne au sein de la BCE et pour communiquer avec le public (Issing, 2006). Cependant, la BCE n'a pas fourni un cadre théorique clair justifiant une telle stratégie.

Plusieurs voies de recherche ont été explorées afin de donner un cadre théorique à la stratégie des deux piliers. Une des approches consiste à formuler les courbes de Phillips et IS de la zone euro dépendant des encaisses réelles. Une autre approche consiste à fournir des modèles empiriques de courbe de Phillips à deux piliers, en testant l'hypothèse que l'inflation peut être décomposée en une « tendance » expliquée par la croissance monétaire passée lissée et une déviation par rapport à la tendance expliquée par l'écart de production. D'autres recherches n'attribuent pas un rôle à la monnaie dans les courbes de Phillips et/ou IS. Dans cette perspective, la nécessité d'annoncer un objectif de croissance monétaire (valeur de référence) est justifiée par le fait que la banque centrale peut influencer le taux d'intérêt réel à travers l'effet de liquidité à court terme mais pas à moyen et long terme. Afin de réduire l'incertitude à long terme du niveau des prix et d'assurer la cohérence entre les attentes d'inflation à court terme et à long terme, le seul moyen d'action de la banque centrale est d'influencer les anticipations d'inflation à travers l'annonce d'un objectif de croissance monétaire. Par ailleurs, en cas de perceptions erronées persistantes quant à la production potentielle, la méthode de recoupement (cross-checking) suivie par la BCE dans le cadre de la stratégie à deux piliers et l'évolution des taux d'intérêt en réponse à des écarts persistants de la croissance monétaire à long terme peut avoir des propriétés de stabilisation. En effet, dans la mesure où la croissance monétaire est utile comme indicateur, il n'y a aucune raison a priori d'exclure les variables monétaires de l'ensemble des indicateurs qui sont pris en compte par la banque centrale.

Compte tenu des réflexions récentes sur la politique monétaire, il semble que les voies de recherche sur la stratégie à deux piliers suggérées par Papademos (2006) sont prometteuses. A part l'effet d'encaisses réelles

sur la demande agrégée déjà exploré, l'intégration dans un modèle macroéconomique dynamique de l'asymétrie des informations et des contraintes de liquidité ou de crédit susceptibles d'affecter considérablement le comportement des agents économiques ainsi que la prise en compte des effets de richesse liés aux mouvements des prix des actifs réels et financiers restent à explorer et pourraient donner lieu à des résultats originaux.

Dans cette nouvelle perspective, l'arbitrage entre la stabilité financière et la stabilité des prix pourrait justifier que la BCE utilise deux instruments à la fois, le contrôle du taux d'intérêt et le contrôle du ratio de réserves obligatoires des banques (qui peut être remplacé par des mesures macro-prudentielles). La prise en compte du fonctionnement imparfait des marchés du crédit, de la monnaie et des réserves ainsi que la distinction entre différents taux d'intérêt du marché et le taux d'intérêt politique peuvent également justifier une stratégie à deux piliers dans le sens que la banque centrale contrôle à la fois le taux d'intérêt directeur et la croissance d'un agrégat monétaire étroit tel que la base monétaire pour davantage ancrer les anticipations d'inflation afin de mieux assurer la stabilité dynamique de l'économie.

Conclusion

La grande crise financière 2007-2010 constitue une occasion de réflexions privilégiée pour rénover les cadres théoriques de la politique monétaire et les pratiques des banquiers centrales. Cette crise soulève des questions concernant aussi bien les mesures de politique monétaire non-conventionnelles (assouplissement quantitatif et de crédit), qui sont nécessaires pour sortir l'économie mondiale de la trappe à liquidité lorsque le taux d'intérêt directeur tombe à zéro, que la stratégie d'abandon des mesures exceptionnelles. De plus, elle met en évidence l'importance de la prise en compte du fonctionnement des marchés financiers, monétaire et des réserves bancaires dans la

définition de la stratégie de politique monétaire lorsque l'économie revient à une situation normale. Il reste à s'interroger sur la capacité d'une stratégie de politique monétaire à prévenir les grandes crises, et ainsi de renforcer la stabilité des prix et de mieux stabiliser la production autour de son potentiel. Par ailleurs, la prise en compte de ces différents marchés pourrait permettre de donner un fondement théorique à la stratégie à deux piliers de la BCE.

Bibliographie

Carney, Mark (2009), "Some considerations on using monetary policy to stabilize economic activity," Remarks by Mr Mark Carney, Governor of the Bank of Canada, to a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 22 August.

Issing, Otmar (2006), "The ECB's Monetary Policy Strategy : Why did we choose a two Pillar Approach ?" Speech at the Fourth ECB Central Banking Conference "The role of money : money and monetary policy in the twenty-first century" Frankfurt am Main, 10 November.

Papademos, Lucas (2006), "The role of money in the conduct of monetary policy," Speech at the Fourth ECB Central Banking Conference "The role of money : money and monetary policy in the twenty-first century" Frankfurt am Main, 9 November.

Svensson, Lars E O (2010), "Inflation targeting after the financial crisis," Speech by Prof Lars E O Svensson, Deputy Governor of the Sveriges Riksbank, at the International Research Conference "Challenges to Central Banking in the Context of Financial Crisis", Mumbai, 12 February.

Walsh, Carl (2009), "Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity," Paper prepared for the symposium "Financial Stability and Macroeconomic Policy." Jackson Hole, Wyoming, August.