



La conduite de la politique monétaire en période de tensions financières

Discours de Christian Noyer,

Gouverneur de la Banque de France,

European Banking and Financial Forum

Prague, 1^{er} avril 2008

Depuis plus de deux siècles, préserver la valeur de la monnaie et favoriser la stabilité des systèmes de paiement ainsi que des marchés du crédit et des capitaux constituent les deux principales responsabilités des banques centrales dans le monde. En temps normal, on considère que ces deux missions sont relativement distinctes. Cette dichotomie observée sur le plan opérationnel reflète d'ailleurs une situation très contrastée d'un point de vue plus académique : comme le professeur Goodhart l'a récemment souligné, le large consensus apparu au cours des deux dernières décennies sur le volet macroéconomique de l'activité de banque centrale contraste avec l'absence de consensus sur le cadre théorique approprié pour l'analyse de la stabilité financière et sur les meilleurs moyens de la garantir ou de la restaurer en cas de rupture¹.

Lors des périodes de tensions certaines interactions apparaissent toutefois inévitablement. C'est ainsi que les turbulences financières ont clairement une incidence sur l'efficacité de la transmission de la politique monétaire (cf., par exemple, les *spreads* inhabituellement importants observés sur les marchés monétaires depuis août 2007). À l'inverse, des décisions de politique monétaire pertinentes et une communication crédible devraient contribuer au dénouement ordonné des crises financières. Les périodes de turbulences, comme celle que nous connaissons actuellement, constituent donc de véritables défis, car elles nous obligent à redéfinir les moyens d'assumer notre double responsabilité.

J'aborderai tout d'abord la question de la nécessaire dissociation entre gestion de la liquidité et décisions de politique monétaire. Je comparerai ensuite brièvement les stratégies adoptées aux États-Unis et dans la zone euro, avant de conclure par certains enseignements que nous pouvons tirer de l'expérience actuelle de tensions financières.

¹ Cf. Goodhart et Tsomocos (2007)

Il est fondamental de dissocier la gestion de la liquidité des mesures de politique monétaire

En cette période de tensions financières, une des grandes difficultés que rencontrent les banques centrales dans l'élaboration de leur stratégie et dans leur communication consiste à faire passer le message selon lequel la gestion de la liquidité, qui s'inscrit dans une perspective à court terme, peut être complètement dissociée de l'élaboration de la politique monétaire, qui se situe dans une perspective à moyen terme. En effet, dans une période de risques inflationnistes croissants, provenant notamment d'une demande mondiale excédentaire de matières premières et d'énergie, il est essentiel que notre gestion de la liquidité ne soit pas interprétée de façon erronée et ne contribue pas à une détérioration des anticipations d'inflation.

Pour le formuler de façon très directe, l'élaboration de la politique monétaire consiste à fixer le taux directeur à un niveau compatible avec les objectifs macroéconomiques de la banque centrale, sans plus, tandis que la gestion de la liquidité consiste à permettre au marché monétaire de fonctionner « normalement », de telle sorte que les impulsions de politique monétaire puissent être transmises efficacement au reste de l'économie. Je fais référence à nos efforts visant à ramener les écarts de taux d'intérêt de un à trois mois à leurs niveaux habituels, faibles et stables. Il convient de noter, d'une manière générale, que cette gestion de la liquidité pourrait, dans une certaine mesure, ressortir à la fonction de prêteur en dernier ressort des banques centrales, même si l'éventail des actions possibles à ce titre ne se limite évidemment pas aux opérations d'*open market* à l'échelle du marché que nous avons conduites jusqu'à présent dans la zone euro (ces actions comprennent notamment l'assistance d'urgence ciblée accordée à un établissement de crédit illiquide)².

Afin d'être plus explicite, laissez-moi rappeler brièvement un résultat standard obtenu par William Poole (1970) : lorsque la demande de monnaie de banque centrale est incertaine, la meilleure solution consiste à stabiliser le taux d'intérêt à court terme, en laissant l'offre de monnaie s'ajuster de façon endogène. C'est précisément ce qui s'est passé dans la zone euro au cours des derniers trimestres. En effet, la majorité des injections de liquidité effectuées depuis août dernier ont simplement répondu au souci d'aligner le calendrier et les échéances de l'offre de liquidité avec l'évolution de la demande durant les périodes de constitution de réserves, afin de stabiliser le taux d'intérêt à très court terme sur le marché interbancaire. Bien entendu, c'est toujours une tâche ardue, parce que l'augmentation de la demande de liquidité pour des motifs de précaution a modifié le comportement des banques et a rendu moins efficaces, au moins temporairement, les modèles de prévisions servant à calculer le besoin de liquidité de référence. Toutefois, l'Eurosystème ayant été *price-taker* lors de ces injections de liquidité, il est évident que les taux d'intérêt auxquels ces opérations de réglage fin et à plus long terme ont été réalisées étaient dépourvus de contenu en information s'agissant de l'orientation de la politique monétaire.

Comparaison des mesures de politique monétaire des deux côtés de l'Atlantique

Le meilleur moyen de transmettre le message selon lequel les mesures de politique monétaire et la gestion de la liquidité sont, tout compte fait, deux choses différentes est probablement d'effectuer une comparaison entre les évolutions intervenues des deux côtés de l'Atlantique. Tandis que les stratégies de gestion de la liquidité semblent avoir été globalement identiques au cours des derniers mois aux États-Unis et dans la zone euro, il semble que les politiques monétaires aient assez largement divergé, le Système fédéral de réserve réduisant son taux objectif des fonds fédéraux de 3 % sur trois trimestres, pour le ramener à 2,25 %, tandis que la BCE maintenait son taux directeur au niveau atteint avant la crise, à 4 %.

Examinons d'abord les questions relatives à la gestion de la liquidité. Il est intéressant de constater qu'en essayant de maîtriser la hausse des écarts de taux à court terme observés sur son marché monétaire (par exemple, la progression à plus de 100 points de base de l'écart OIS-BOR à trois mois en décembre), le Système fédéral de réserve a ajusté son cadre opérationnel, de sorte qu'il est

² De récentes recherches de la Banque de France soulignent les problèmes d'aléa moral associé au choix de n'importe lequel de ces instruments par le prêteur en dernier ressort (cf. Ewerhart et Valla, 2007), lorsque la stratégie des intervenants sur le marché monétaire est explicitement modélisée.

désormais pratiquement calqué sur celui de la zone euro. En particulier, le nouveau dispositif d'adjudication à plus long terme (*Term Auction Facility*), mis en place par le Système fédéral de réserve à la mi-décembre, élargit à la fois l'éventail des emprunteurs éligibles, qui passent d'une vingtaine de *primary dealers* environ à toutes les banques dont la situation financière est considérée comme suffisamment bonne, et l'éventail des actifs éligibles pouvant être apportés en garantie à l'adjudication, qui vont des bons du Trésor aux obligations privées et aux titres adossés à une créance hypothécaire (*mortgage-backed securities - MBS*). Par conséquent, les injections de liquidité à long terme effectuées par le Système fédéral de réserve s'effectuent maintenant selon des modalités analogues à celles de la BCE.

S'agissant des questions de politique monétaire, les importantes baisses de taux effectuées par le Système fédéral de réserve, comprenant deux réductions de 75 points de base, contrastent à première vue avec l'orientation de la BCE. Pourquoi une telle différence ? Cela signale-t-il un manque de réactivité de la part de la BCE en période de ralentissement économique ?

Bien que fréquemment formulée, cette assertion n'est déjà pas corroborée par l'analyse des mesures prises dans le passé. C'est ainsi que des simulations récentes réalisées par le professeur Larry Christiano et ses coauteurs permettent de conclure que les mesures prises par la BCE ont été en fait plus efficaces pour stabiliser la production dans le sillage de la crise de 2001 (Christiano, Rostagno et Motto, 2007), tandis que des chocs différents et des degrés différents de rigidités nominales dans les deux économies expliquent des fonctions de réaction apparemment différentes des deux banques centrales.

S'agissant de la situation présente, je pense qu'il est possible de réconcilier les deux points de vue en tenant compte de la nature et de l'étendue de l'incertitude macroéconomique qui entoure actuellement l'évolution de l'économie américaine par rapport à celle de la zone euro.

L'incertitude économique à laquelle doivent faire face les responsables de la politique monétaire constitue toujours un problème important, mais il devient évidemment tout à fait crucial lors des périodes de tension. La prise en compte de cette incertitude peut inciter les banquiers centraux à mettre en œuvre une approche de la politique monétaire en termes de « gestion des risques ». C'est du moins l'opinion que le gouverneur de la Réserve fédérale, F. Mishkin, a exposé lors d'un récent discours intitulé *Monetary policy, risk management and financial disruptions* (2008).

Au cours des dernières décennies, la recherche macroéconomique s'est concentrée sur deux grands types d'incertitude :

- l'incertitude relative à l'état courant de l'économie, communément dénommée incertitude entourant les données,
- l'incertitude concernant la structure de l'économie, qui recouvre : 1/ l'incertitude relative à certains paramètres clés de l'économie (par exemple, la pente de la courbe de Phillips) qui peut être vue comme une forme modérée de l'incertitude liée au modèle économique utilisé, certains paramètres variant au voisinage d'une valeur réelle inconnue ; et 2/ une incertitude plus radicale concernant le bon modèle à retenir dans une classe donnée de modèles (par exemple, quelle est la véritable probabilité de distribution des chocs, est-elle gaussienne ou non, quelle est l'amplitude des risques de perte extrême *-tail risks-* ?). Des questions comme : « Quelles évolutions non-linéaires les perturbations financières sont-elles susceptibles de déclencher ? » sont alors essentielles.

En matière d'incertitude relative aux données, un principe de conduite général est « l'équivalent certain » : une règle qui est optimisée sous l'hypothèse d'une absence d'incertitude sur les données demeure optimale en présence de cette incertitude. En ce qui concerne les conséquences d'une simple incertitude sur la valeur des paramètres, on se réfère classiquement au principe de prudence de Brainard (1967), qui suggère que les responsables de la politique monétaire devraient réagir avec davantage de prudence aux chocs affectant des variables associées à des paramètres incertains dans le processus de transmission de la politique monétaire. Cependant, c'est sans doute à la forme plus radicale d'*incertitude sur le modèle* que les banques centrales, et en particulier la Banque fédérale de

réserve des États-Unis, sont confrontées aujourd'hui. L'incertitude concerne non seulement la valeur de paramètres spécifiques, mais les distributions de probabilité des variables cibles et des chocs peuvent également avoir varié ; les approximations linéaires standard peuvent ne plus être pertinentes. Concrètement, cela signifie que les banques centrales doivent déterminer quelle est la stratégie la plus appropriée au vu de modèles concurrents de l'économie (et éventuellement de modèles notoirement mal spécifiés, en raison de la nature sans précédent des événements en cours). Un examen de la situation en termes de gestion du risque est alors essentiel.

On peut probablement comprendre plus facilement les considérations de gestion du risque si on les analyse en tant qu'application de l'approche dite de « contrôle robuste » que L. Hansen et T. Sargent ont adaptée de la littérature des sciences de l'ingénieur³. Il est intéressant de remarquer que les enseignements tirés de ces recherches récentes tendent à déroger au principe de Brainard : dans une approche de contrôle robuste, une réaction plus forte aux données macroéconomiques peut être justifiée pour empêcher que des situations relativement improbables mais potentiellement désastreuses ne se produisent (par exemple une réédition de la Grande Dépression). La thèse de Mishkin en faveur d'une approche de la politique monétaire américaine basée sur la gestion du risque dans la situation actuelle apporte une solide justification aux trois dernières réductions des taux décidées par le Comité de l'*open market* du Système fédéral de réserve (de 75 points de base et 50 points de base en janvier et de 75 points de base en mars). La connaissance approfondie qu'a le président Bernanke de la crise du crédit des années trente aux États-Unis (cf. Bernanke, 1983) a peut-être également contribué à façonner cette vision selon laquelle il existe actuellement une probabilité non nulle d'un « équilibre fâcheux » de type endettement-déflation et qui doit être écarté par des mesures rapides et vigoureuses.

Dès lors, une question immédiate consiste à déterminer si ces analyses sont pertinentes pour la conduite de la politique monétaire dans la zone euro. À l'heure actuelle, il me semble qu'elles ne le sont pas. Mes raisons d'être relativement plus optimiste que nos collègues américains sont de trois ordres :

- Premièrement, des perturbations financières majeures (affectant le système bancaire) sont moins probables dans la zone euro qu'aux États-Unis. Les banques européennes ne sont bien sûr pas à l'abri de pertes liées à leur exposition sur le marché des *subprime* aux États-Unis ou sur d'autres marchés qui se sont bloqués depuis que la crise a éclaté, mais cette exposition est en moyenne nettement inférieure à celle de leurs contreparties aux États-Unis et leur modèle de banque universelle leur permet de limiter les conséquences d'une crise affectant un compartiment de leur activité.
- Deuxièmement, des observations empiriques confortent l'idée selon laquelle les conséquences macroéconomiques réelles de turbulences financières prolongées seraient relativement moins déstabilisatrices dans la zone euro. L'endettement des ménages est en effet, comparé à la situation dans d'autres pays, resté relativement faible dans la zone euro en général et notamment en France. En outre, les données disponibles font état d'une faible transmission des chocs financiers sur la consommation des ménages par le canal du patrimoine et de l'effet de richesse.
- Enfin, les perspectives économiques à court terme sont beaucoup plus encourageantes dans la zone euro qu'aux États-Unis. Même si nos économies ralentissent, on ne voit pas de récession se profiler à l'horizon.

³ L'idée phare du contrôle robuste est que les responsables doivent dans un contexte d'incertitude sur le modèle chercher à réduire au maximum les conséquences des scénarios les plus défavorables. Même si la politique requise n'apparaît pas optimale au bout du compte lorsqu'on observe *a posteriori* qu'aucun choc à grande échelle ne s'est concrétisé, une approche intégrant la gestion du risque revient à estimer que le coût de souscription d'une assurance contre les conséquences d'un tel choc est faible par rapport à l'alternative.

Quelques enseignements à ce stade pour la zone euro

La crise n'est visiblement pas terminée et les conséquences de l'accumulation de déséquilibres financiers ne se sont pas encore toutes manifestées. Toutefois, après plus de sept mois, je pense qu'il est déjà possible de dresser un bilan. Dans mes conclusions, je tenterai de formuler des enseignements s'articulant autour de trois grands axes.

1. Tout d'abord, s'agissant de la gestion de la liquidité, il convient de souligner que la coopération étroite entre les banques centrales, et notamment entre la BCE et le Système de réserve fédéral, s'est avérée déterminante pour atténuer les effets de la crise de confiance prolongée qui avait paralysé les marchés monétaires internationaux. Nos actions coordonnées avec le Système fédéral de réserve et d'autres grandes banques centrales, notamment la fourniture de liquidité en dollars des États-Unis dans le cadre d'accords de *swap* avec le Système fédéral de réserve, ont clairement montré notre détermination à agir collectivement pour restaurer des conditions normales de liquidité sur les marchés interbancaires. L'amélioration de la rapidité et de l'exhaustivité des échanges d'informations entre banques centrales, ainsi qu'entre les banques centrales et les autorités de surveillance, reste certainement une priorité. Je dois dire à ce dernier titre que le modèle français de supervision bancaire, dans lequel les contrôleurs relèvent de la banque centrale, a démontré une nouvelle fois ses avantages dans le contexte actuel.

2. S'agissant de la politique monétaire, je souhaite souligner que même une politique flexible (comme celle que peut inspirer une approche basée sur la gestion du risque « à la Mishkin ») ne peut être mise en œuvre, le cas échéant, que si les anticipations d'inflation demeurent ancrées à l'objectif de la banque centrale. En d'autres termes, un ancrage solide des anticipations d'inflation reste un préalable à des baisses de taux en situation d'incertitude financière élevée et de risques à la baisse pesant sur la croissance. Je suis convaincu qu'en période de turbulences financières, il est encore plus nécessaire de garantir la stabilité des prix. À cet égard, le diagnostic relatif à l'état des anticipations d'inflation est par conséquent décisif au stade actuel. Les mesures habituelles reposant sur les données du marché, comme les points morts d'inflation, sont des indicateurs fiables des anticipations d'inflation à long terme⁴ ; cependant, ces indicateurs s'appuyant sur le marché peuvent être faussés par des primes de risque ou de liquidité inhabituellement élevées en période de turbulences financières, ce qui signifie que nous devons être très prudents dans notre évaluation. Plus concrètement, cela implique que l'effondrement des taux d'intérêt réels et le redressement des points morts d'inflation (cf. par exemple le marché français des OATi au cours des dernières semaines) pourrait s'expliquer en partie par ces facteurs techniques et ne pas refléter de détérioration marquée des perspectives d'inflation. Mais nous devons à l'évidence rester particulièrement prudents afin de maintenir les anticipations solidement ancrées.

3. Enfin et surtout, nous devons rester conscients du fait que les banques centrales, en tant que responsables de la politique monétaire aussi bien qu'en tant que prêteurs en dernier ressort, ne peuvent et ne doivent pas être tenues pour responsables de tout. De mon point de vue, les questions réglementaires liées à la multiplication des innovations financières apparues au cours du dernier épisode d'essor des marchés doivent maintenant figurer au premier plan des préoccupations. En effet, des failles réglementaires me semblent se trouver au cœur de la crise des *subprime* qui, comme cela a été souvent relevé, ressemble à « une flambée du crédit qui a mal tourné »⁵.

⁴ Cf. par exemple, Coffinet et Frappa (2008, Banque de France), et Beechey, Johannsen et Levin (2007, Board of the US Federal Reserve)

⁵ Des recherches récentes menées par Dell'Ariccia, Igan et Laeven (2008) montrent par exemple que les défauts de paiement sur le marché hypothécaire des *subprime* aux États-Unis sont statistiquement plus nombreux dans les régions ayant enregistré les plus fortes hausses du nombre et du montant des prêts, car celles-ci étaient liées à un abaissement des critères d'octroi. Cette détérioration des critères d'octroi des prêts par les banques peut à son tour s'expliquer par des modifications de la structure du marché (avec l'entrée de nouveaux concurrents agressifs) et par le recours accru des banques à la titrisation d'actifs et à la cession de prêts.

Références

Beechey, M., Johansson, B., Levin, A., 2007. Are long-run inflation expectations anchored more firmly in the euro area than in the United States? CEPR Discussion paper No. 6536, London: CEPR.

Bernanke, B., 1983. Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression. *American Economic Review*, 73 (3), 257-276.

Brainard, W., 1967. Uncertainty and the effectiveness of policy. *American Economic Review*, 57 (2), 411-425.

Christiano, L., Motto, R., Rostagno, M., 2007. Shocks, structures or monetary policies? The euro area and US after 2001. NBER Working Paper Series No. 13521, October 2007.

Coffinet, J., Frappa, S., 2008. Macroeconomic surprises and the inflation compensation curve in the euro area. Banque de France, Notes d'Etudes et de Recherche, à paraître.

Dell'Aricia, G., Igan, D., Laeven, L., 2008. Credit booms and lending standards: evidence from the subprime mortgage market. CEPR Discussion paper No. 6683, London: CEPR.

Ewerhart, C., Valla, N., 2007. Financial Market Liquidity and the Lender of Last Resort. Banque de France, Notes d'Etudes et de Recherche No. 178.

Goodhart, C., A.E., Tsomocos, D.P., 2007. Analysis of financial fragility. London School of Economics, mimeo.

Hansen, L., Sargent, T., 2007. *Robustness*. Princeton: Princeton University Press.

Mishkin, F., 2008. Monetary policy flexibility, risk management and financial disruptions. Speech at the Federal Reserve Bank of New York, New York, 11 January 2008.

Poole, W., 1970. Optimal choice of monetary policy instrument in a simple stochastic macro model. *Quarterly Journal of Economics*, 84 (2), 197-216.