



**Intervention de Christian Noyer, Gouverneur de la Banque de France
Forum Financier Paris-Europlace
Tokyo, 16 Novembre**

La politique monétaire et la crise : quelques enseignements pour l'avenir

Au cours des deux dernières années, les banques centrales se sont employées très activement à limiter l'impact de la crise financière. La politique monétaire a largement contribué à stabiliser les marchés financiers et l'économie réelle. Aujourd'hui, toutefois, je ne traiterai pas de notre réponse à la crise, que ce soit par des mesures conventionnelles ou non conventionnelles. Je mettrai plutôt l'accent sur le long terme pour m'intéresser à deux questions : « La politique monétaire a-t-elle été à l'origine de la crise ? » et « Comment peut-elle contribuer à prévenir les crises futures »? Il s'agit de deux questions différentes, qui appellent deux réponses distinctes. Je doute fort que la politique monétaire ait joué un rôle majeur dans le déclenchement de la crise, mais je crois aussi qu'elle peut et devrait, à l'avenir, apporter une contribution plus efficace à la stabilité financière.

La politique monétaire a-t-elle été à l'origine de la crise ?

La réalisation de la stabilité des prix dans la plupart des pays industrialisés et dans de nombreuses économies émergentes a constitué l'une des réussites majeures des deux dernières décennies. Cette réussite a été attribuée à juste titre au dispositif de politique monétaire adopté presque partout dans le monde et qui, au-delà des différences et des caractéristiques spécifiques nationales, repose sur deux piliers communs : l'indépendance de la banque centrale et la stabilité des prix érigée au rang d'objectif principal. La stabilité des prix elle-même a coïncidé avec (certains diraient entraîné) une période prolongée de forte croissance et de faible volatilité du PIB, qui, comme vous le savez, a été baptisée « Grande modération ».

Toutefois, la déception a été vive de constater que la stabilité des prix n'a pas conduit à la stabilité financière. Au contraire, il semble que la fréquence des crises financières se soit accrue au cours des vingt dernières années, avec des conséquences de plus en plus graves pour la croissance et la prospérité.

Pour s'expliquer les raisons de ce paradoxe, il peut être utile d'examiner la dynamique intrinsèque du système financier. En temps normal comme en période de crise, les mécanismes amplificateurs à l'œuvre exacerbent l'impact de tout choc spécifique. Ces mécanismes agissent au travers des évolutions du levier d'endettement, de la liquidité et de l'aversion au risque. Les interactions de ces trois facteurs sont complexes et parfois imprévisibles. Par exemple, la croissance du levier d'endettement peut être alimentée par un renforcement de l'appétence pour le risque. L'augmentation de la taille des bilans des intermédiaires financiers entraîne à son tour une expansion de la liquidité et attise l'appétence pour le risque. On voit aisément comment ces dynamiques peuvent entraîner une forte procyclicité de l'évolution des prix des actifs et des agrégats de crédit. Il est également probable que cette procyclicité est en partie créée, ou accentuée, par les normes comptables et prudentielles en vigueur.

Si la procyclicité financière était un phénomène de court terme, suivi d'un retour vers la moyenne, il n'y aurait pas lieu de s'inquiéter. Malheureusement, ces mêmes mécanismes permettent l'accumulation progressive, sur une période prolongée, d'importants déséquilibres et de fortes distorsions des prix des actifs. À un moment donné, la correction devient inévitable, et elle est généralement brutale. C'est alors que la crise se déclenche. Il est important de remarquer l'asymétrie de ces évolutions : lents à se former, les déséquilibres se dénouent avec une grande rapidité, et le processus de correction peut être désordonné et éprouvant.

Quel est le rôle de la politique monétaire ? Fondamentalement, la politique monétaire consiste à déterminer le niveau des taux d'intérêt à court terme qui, eux-mêmes, reflètent le prix de la liquidité. Par conséquent, lorsque l'inflation est maîtrisée, il peut arriver que les taux d'intérêt soient maintenus à un bas niveau et que la liquidité soit accessible facilement et à faible coût pour les intermédiaires financiers. L'abondance de liquidité peut alors accroître l'appétence pour le risque, favoriser la transformation et aboutir à un accroissement du levier d'endettement. C'est ce que l'on appelle le « canal de la prise de risque » de la politique monétaire. Celui-ci établit, en définitive, un lien entre le niveau des taux d'intérêt et celui des primes de risque, ce qui signifie que les mouvements de taux d'intérêt ont, toutes choses égales d'ailleurs, une incidence plus forte (et sans doute moins prévisible) sur le système financier, les agrégats de crédit et les prix d'actifs. Beaucoup reste encore à faire pour évaluer avec précision l'importance de ce canal et distinguer ses effets de ceux du canal plus « classique » du crédit. Il ne fait cependant aucun doute que les banques centrales seront amenées,

dans le futur, à accorder une plus grande attention aux conséquences de leurs décisions de politique monétaire sur le degré de risque au sein du système financier.

Certains analystes vont même plus loin. Ils affirment que la politique monétaire porte la responsabilité finale de la crise. Plus précisément, de leur point de vue, en maintenant les taux d'intérêt à un niveau trop bas pendant trop longtemps, les banques centrales ont toléré, voire cautionné l'accumulation des risques et des déséquilibres financiers. Elles ont « créé », pour ainsi dire, la bulle du crédit qui a éclaté en 2007.

Laissez-moi vous dire clairement que je ne partage pas cette opinion. Il est évident que certaines caractéristiques de l'innovation financière récente, dont la titrisation, ont contribué à une prise de risque excessive et à une fragilité financière accrue. Elles expliquent pourquoi la crise a été aussi sévère. Il est également frappant que les taux d'intérêt réels, et pas seulement nominaux, soient demeurés à de bas niveaux durant une aussi longue période. À moyen terme, les taux d'intérêt réels à long terme échappent au contrôle des autorités monétaires. Leur évolution a résulté de la hausse persistante des taux d'épargne au cours des dix dernières années, en particulier dans les économies émergentes. Ce processus a créé une demande en faveur d'actifs sûrs et liquides, qui n'a pas rencontré une offre équivalente dans ces pays. En raison de cette « pénurie d'actifs », les flux d'épargne se sont dirigés vers les pays industrialisés, et en tout premier lieu vers les États-Unis. Parallèlement, le système financier de ces mêmes pays industrialisés s'est employé à produire des actifs « complexes », *en apparence* sûrs et liquides, et notés comme tels. De prime abord, l'offre a répondu à la demande. Nous savons aujourd'hui que c'était une illusion. Les actifs complexes n'étaient ni sûrs ni liquides. Par conséquent, les causes profondes de la crise sont fondamentalement structurelles. La conjonction d'un niveau d'épargne excessif et d'une asymétrie des évolutions financières entre les différents pays a conduit à la formation de bulles. Ce déséquilibre a été amplifié et aggravé par des distorsions en termes d'innovation financière. Il restait peu ou pas de place pour la politique monétaire dans ce contexte.

Si l'on considère l'avenir, cependant, il est légitime de se demander **de quelle manière la politique monétaire peut contribuer davantage à la stabilité financière.**

Quatre points me paraissent essentiels :

1/ - L'instabilité financière doit avant tout être abordée et traitée par des outils spécifiques. Ces outils se présentent sous plusieurs formes, comme les exigences de fonds propres ou de marges, les ratios de financement et les contraintes de liquidité. Ils sont actuellement, pour la plupart, à la disposition des autorités de régulation et de surveillance. Ils n'ont cependant servi qu'un seul objectif : garantir la

solidité et la viabilité des différents établissements. Chacun s'accorde à reconnaître aujourd'hui la nécessité de changer d'optique. La régulation et la surveillance doivent être définies et mises en œuvre dans une perspective plus large, systémique, en vue d'assurer la stabilité et l'intégrité du système financier dans son ensemble.

2/ - Il est tout indiqué de confier aux banques centrales un rôle pivot dans le cadre de cette nouvelle « surveillance macro-prudentielle ». Elles ont en effet une connaissance approfondie des systèmes et des marchés financiers. Elles sont incitées à agir, car la politique monétaire fonctionne d'autant mieux que les institutions financières sont solides et que les marchés sont stables et efficaces. Enfin, elles sont bien placées pour avoir une vision intégrée de l'économie et de son interaction avec le secteur financier. De fait, de nombreux pays envisagent de faire de la banque centrale « l'autorité de surveillance systémique » ou, au moins, un pilier central de l'architecture de la politique macro-prudentielle .

3/ - Toutefois, une question importante est de savoir comment cette nouvelle fonction de stabilité financière interagirait avec la politique monétaire. En théorie, les choses sont simples. Les banques centrales auraient à leur disposition plusieurs instruments affectés à des objectifs différents. Un ensemble d'instruments (les taux d'intérêt, les réserves de change) servirait, comme aujourd'hui, à la bonne exécution de leur mandat, la stabilité des prix. Par ailleurs, des instruments macro-prudentiels soutiendraient et favoriseraient la stabilité financière. Dans ce monde idéal, conforme à la doctrine de Tinbergen, chaque instrument se verrait assigner spécifiquement un objectif unique.

La situation pourrait se révéler plus complexe dans le monde réel car ces instruments ne sont pas indépendants. Par exemple, les modifications des exigences de fonds propres ont une influence sur la croissance du crédit et sur le canal de transmission de la politique monétaire. A contrario, comme je l'ai dit, les niveaux ou les variations des taux directeurs pourraient accroître ou réduire le niveau des risques au sein du système financier, et donc sa vulnérabilité aux chocs. Enfin, dans certaines circonstances, les objectifs de stabilité des prix et de stabilité financière pourraient n'être pas totalement compatibles.

4/ - Lorsque les instruments se recoupent et que les objectifs peuvent être contradictoires, le risque de confusion est réel et important. Pour éviter de porter atteinte à la crédibilité des banques centrales et à leur capacité à remplir leur mission, il est indispensable de définir un cadre clair et transparent. Il ne doit faire aucun doute en particulier que, quelles que soient les nouvelles tâches et fonctions des banques centrales, la stabilité des prix demeure l'objectif principal de la politique monétaire. Comme je l'ai précisé, ce n'est peut-être pas une condition suffisante pour garantir la stabilité financière, mais c'est certainement une condition nécessaire. Les événements récents montrent que la crédibilité des

banques centrales a fortement contribué à contenir l'instabilité financière et ses conséquences, tant directement qu'indirectement. Directement, parce que cette crédibilité a permis aux banques centrales d'agir de manière déterminée sachant qu'elles pouvaient le faire sans compromettre l'ancrage des anticipations d'inflation. Et indirectement parce que, ces anticipations étant fermement ancrées, le risque de spirale déflationniste était fortement réduit. En effet, même lorsque l'inflation instantanée est devenue négative dans de nombreux pays pendant plusieurs mois d'affilée, les anticipations d'inflation à long terme sont restées remarquablement stables.

Pour maintenir et préserver cette nécessaire clarté, nous avons la chance, dans l'Eurosystème, de disposer d'un cadre approprié et efficace. Le Traité stipule que l'objectif principal de la politique monétaire doit être de maintenir la stabilité des prix ; il précise également que les autres objectifs ne peuvent être poursuivis que s'ils ne portent pas atteinte à cet objectif principal. La fonction de stabilité financière trouve naturellement sa place dans cette hiérarchie. Elle ne peut s'exercer au détriment de l'objectif principal.

Comme vous le savez, notre approche de l'élaboration de la politique monétaire s'articule autour de deux « piliers », dont l'un est centré spécifiquement sur les agrégats de monnaie et de crédit. Nous avons essentiellement utilisé ce second pilier pour détecter les risques potentiels à long terme pour la stabilité des prix. Or, nous savons depuis longtemps qu'une forte croissance des agrégats de monnaie et de crédit signale ou accompagne souvent l'apparition de mouvements de prix d'actifs évoquant une bulle ou l'amorce de déséquilibres financiers. Nous pouvons par conséquent espérer tirer de ce second pilier des enseignements utiles pour l'accomplissement de notre mission de stabilité financière.

Des défis importants attendent les banques centrales. Elles sont toutefois bien armées, tant par leur expertise que par leur cadre institutionnel, pour prendre de nouvelles responsabilités sans compromettre aucunement leur mission fondamentale, leur indépendance ou leur crédibilité.

Je vous remercie de votre attention.

Bibliographie

- T. Adrian et H. Shin (2009), “Financial Intermediaries and Monetary Policy”, contribution au Handbook of Monetary Economics, à paraître.
- B. Bernanke, M. Gertler et S. Gilchrist (1999), “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, dans : J. B. Taylor et M. Woodford (ed.), Handbook of Macroeconomics, chap. 21, 1341-1393.
- C. Borio et I. Shim (2007), “What Can (Macro-)Prudential Policy Do to Support Monetary Policy?”, BIS Working Paper No. 242.
- C. Borio et P. Lowe (2002), “Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus”, BIS Working Paper No. 114.
- M. Brunnermeier et L. Pedersen (2009), “Market Liquidity and Funding Liquidity”, *Review of Financial Studies*, 22(6): 2201-2238.
- R. Caballero, E. Farhi et P.-O. Gourinchas (2008): “An Equilibrium Model of “Global Imbalances” and Low Interest Rates”, *American Economic Review*, 98(2) 358-393.
- P. Diamond et P.-H. Dybvig (1983), “Bank runs, Deposit Insurance, and Liquidity”, *Journal of Political Economy*, 91 (3): 401–19.
- S. Dubecq, B. Mojon et X. Ragot (2009), “Opacité du capital, transferts de risques et canal du risque de la politique monétaire”, Banque de France DT 254.
- Banque centrale européenne (2003), Background Studies for the ECB’s Evaluation of its Monetary Policy Strategy, rédacteur en chef O. Issing.
- N. Kiyotaki et J. Moore (1997), “Credit Cycles”, *Journal of Political Economy*, 105 (1): 211-248.
- F. S. Mishkin (2008), “Monetary Policy Flexibility, Risk Management, and Financial Disruptions”, discours prononcé à la Banque de réserve fédérale de New York, 11 janvier 2008.
- F. S. Mishkin (2008), “The Federal Reserve’s Tools for Responding to Financial Disruptions”, discours prononcé lors de la Tuck Global Capital Markets Conference, 15 février 2008.
- R. G. Rajan (2005): “Has Financial Development made the World Riskier?”, dans *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, actes du colloque de Jackson Hole.
- R. G. Rajan (2006): “Monetary Policy and Incentives”, discours prononcé lors de la conférence de la Banque d’Espagne sur le thème : Les banques centrales au 21^{ème} siècle, 8 juin 2006.
- C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2009), “The Aftermath of Financial Crises”, *American Economic Review*, 99 (2), 466-472.
- J. Stock et M. Watson (2003), “Has the Business Cycle Changed and Why?”, 2002 NBER Macroeconomics Annual, No. 17, 159-218.
- Taylor (2009), “The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What went Wrong”, NBER Working Paper No 14631.