

Les banques centrales jouent-elles un nouveau rôle ?

DENISE FLOUZAT-OSMONT D'AMILLY
Économiste

L'évolution des politiques monétaires force à constater des changements dans le rôle des banques centrales. La crise ouverte en 2007 a suscité, au-delà d'une politique conventionnelle « classique », des interventions nouvelles d'une ampleur telle que les banques centrales semblent devoir entrer dans un « nouvel âge » conduisant à un élargissement de leurs objectifs. Il est utile de revenir sur les trois périodes principales de l'évolution des politiques monétaires depuis 1960.

Avant 1980, les gouvernements étaient convaincus de la nécessité de rechercher l'équilibre entre un « peu plus d'inflation et moins de chômage ». Objectif: obtenir des taux d'intérêt bas et engager les banques centrales dans le réglage fin¹ de la politique monétaire. La Fed vivait une période que l'on peut qualifier de keynésienne². Cette période fut ouverte par Kennedy désireux d'accroître le taux de croissance des États-Unis qu'il estimait faible (2 %) par rapport à ceux constatés en Europe (5 à 6 % en France et en Allemagne). Appliqués par les présidents Johnson, Nixon et Carter, ces remèdes keynésiens eurent pour résultat une phase quasi continue d'expansion. Mais cette politique, alourdie par les conséquences de la guerre du Vietnam et les chocs pétroliers, entraîna une inflation dans les pays de l'OCDE passant de 4 % au début des années 1970 à 13 % en 1980.

1. *Fine tuning*.

2. Objectif: croissance-emploi.

La période 1980-2000 fut marquée par une réaction monétariste³. En juillet 1979, le G7 affirma que les pays industrialisés refuseraient l'inflation résultant du second choc pétrolier. Le président de la banque centrale américaine⁴, Paul Volcker, prit l'initiative de mener une politique visant à casser les anticipations inflationnistes. Pendant deux ans il mena une action restrictive *directe* sur la masse monétaire. La politique de la Fed a réussi à juguler l'inflation, mais au prix d'un resserrement monétaire sévère. Le taux réel des *Fed Funds*⁵ s'éleva fortement, entraînant l'envol des taux d'intérêt⁶, ce qui contribua à la récession de 1982. D'où le retour à une politique plus souple, *indirecte*, par fixation du taux d'intérêt à très court terme de la Fed, émanant d'une banque centrale indépendante, crédible. Les mouvements de ce taux se répercutent sur le coût du crédit pratiqué par les banques commerciales et sur l'ensemble des taux de marché via les anticipations.

La politique dite conventionnelle

L'unanimité s'est dès lors établie entre banquiers centraux autour des grandes lignes de la « politique monétaire dite conventionnelle » fondée sur la recherche de la stabilité monétaire et comprenant trois règles :

- l'indépendance de la banque centrale à l'égard du pouvoir politique ;
- l'importance de la stabilité des prix, objectif final à surveiller à partir de l'indice du niveau général des prix des biens et services, des prix à la consommation ;
- l'utilisation des taux directeurs afin d'éviter d'éventuels écarts des prix à la consommation par rapport au principe de stabilité des prix.

Déjà la Bundesbank, fondée en 1948 et réorganisée en 1957 à l'initiative des occupants américains, statutairement indépendante, vouée au combat anti-inflationniste, menait une politique de taux d'intérêt directeur instituant la rigueur monétaire devant tout risque d'inflation. Puissante, elle pouvait même contribuer à la chute d'un chancelier, comme ce fut le cas du chancelier Schmidt en 1982⁷. Dans les

3. Objectif: stabilité des prix.

4. Fed.

5. Le système financier américain comporte un marché interbancaire de titres publics (*Fed Funds*) dont le compartiment à court terme est l'instrument privilégié de la Fed pour ses opérations d'*open market*. Le taux des *Fed Funds* est considéré comme le taux directeur de la Fed.

6. Taux moyens nominaux des fonds fédéraux en 1981 : 16,38 %, soit en termes réels 6,02 %.

7. D. Marsh, *La Bundesbank aux commandes de l'Europe*, Belin, 1993, p. 200.

DANS LES ANNÉES 1990, DES CHANGEMENTS DE STATUT ONT ACCORDÉ UNE INDÉPENDANCE PLUS OU MOINS LARGE À DE NOMBREUSES BANQUES CENTRALES, NOTAMMENT EN FRANCE (1994), EN GRANDE-BRETAGNE (1997) ET AU JAPON (1998).

années 1990, des changements de statut ont accordé une indépendance plus ou moins large à de nombreuses banques centrales, notamment en France (1994), en Grande-Bretagne (1997) et au Japon (1998). Le traité de Maastricht ayant prévu que les banques centrales des pays participants recevraient le même statut, la banque centrale européenne, la BCE, a été dotée de l'indépendance.

Le succès de la politique de désinflation s'est appuyé sur le respect des règles adoptées par les banques centrales ainsi que sur une certaine harmonie entre banques centrales et marchés, d'où le nom d'« âge classique des banques centrales » que l'on pourrait appliquer à la période des années 1980-2000. Ce succès se mesure

au taux de l'indice des prix à la consommation dont les variations restaient dans les années 2000 dans une marge de 2-3 % l'an considérée comme approchant la stabilité monétaire, cela contre un taux à deux chiffres vingt ans plus tôt. De surcroît, cette stabilité avait été encouragée par la modération globale des coûts salariaux liée à l'entrée de millions de travailleurs à bas salaires dans la concurrence mondiale à la suite de la chute du communisme en Asie et en Europe. Les relations macroéconomiques ont changé, entraînant des modifications de politique monétaire tout en conservant la stabilité monétaire comme objectif unique ou prioritaire de la banque centrale⁸. Le *Nairu*⁹ a eu tendance à baisser. La relation entre masse monétaire et inflation ne s'est plus aussi bien vérifiée en raison des substituts monétaires rendant la demande de monnaie instable. Les banques centrales ont abandonné plus ou moins ouvertement leur objectif quantitatif – suivi des agrégats monétaires – pour un objectif d'inflation – cible d'inflation. Au début des années 2000, la Fed a fini par conduire une politique plus accommodante que celle qui aurait suivi *la règle de Taylor*, sans tenir compte des effets de sa politique sur la stabilité financière tant elle était convaincue que la stabilité financière n'était pas de son ressort.

8. Le FOMC, organe de décision de la politique monétaire de la Fed, doit viser non seulement à la stabilité des prix, mais à l'emploi – et à la croissance.

9. Le taux de chômage qui n'accélère pas l'inflation.

Volte-face

La troisième phase s'ouvre avec la crise en 2007 qui a mis en cause la focalisation sur la stabilité monétaire. De cette crise, peut-il émerger un nouveau rôle des banques centrales ?

Le secteur financier privé américain a été incité, devant l'augmentation des flux d'épargne issus des pays émergents en expansion, à créer des actifs à rendement élevé et apparemment sûrs. En fait, ces produits financiers complexes ont été à l'origine de bulles non seulement aux États-Unis, mais aussi en Europe. Prenant conscience du risque émanant de ces produits devenus « toxiques », les banques ont déserté le marché interbancaire, entraînant une crise de liquidité bancaire qui s'est concrétisée en août 2007. Dans la zone euro, la BCE s'est alors substituée au marché interbancaire défaillant, injectant massivement des liquidités.

Devant la crise réelle ouverte après la faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, qui entraînait des risques de crise systémique de solvabilité bancaire, les banques centrales ont abaissé les taux directeurs, la Fed allant de 5,25 % jusqu'à 0,25 %, voire 0 %, la Banque d'Angleterre descendant à 0,5 %, la Banque du Japon à 0,1 %. La BCE, limitant sa baisse à 1 %, refusait d'aborder les rivages de la *Zero Interest Rate Policy* (Zirp), dangereuse comme l'avait montré auparavant l'exemple japonais. Une fois le taux zéro atteint, la politique monétaire ne peut plus grand-chose, il lui faut utiliser d'autres outils, sinon l'économie tombe dans la trappe à liquidité décrite par Keynes puis par Hicks, trappe où la préférence des agents économiques pour la liquidité devient absolue. C'est là qu'interviennent les politiques monétaires dites non conventionnelles selon trois orientations.

UNE FOIS LE TAUX ZÉRO ATTEINT, LA POLITIQUE MONÉTAIRE NE PEUT PLUS GRAND-CHOSE, IL LUI FAUT UTILISER D'AUTRES OUTILS, SINON L'ÉCONOMIE TOMBE DANS LA TRAPPE À LIQUIDITÉ.

- Le plancher du taux directeur atteint – zéro ou tendant vers zéro –, les agents sont enclins, en principe, à anticiper sa remontée; la banque centrale peut alors les rassurer en annonçant que son taux directeur restera au plancher tant que la crise n'aura pas été jugulée. La Fed a ainsi annoncé fin 2011 que son taux pourrait rester inchangé jusqu'à la fin 2013, perspective étendue depuis à fin 2014. L'objectif est de provoquer la baisse de l'ensemble de la courbe des taux, y compris ceux à long terme, sous la pression des anticipations rendues favorables.

- Une autre orientation consiste, de la part des banques centrales, à modifier leurs conditions de prêt. Elles espèrent assouplir les conditions de crédit des banques commerciales en leur prêtant des liquidités pour des *montants illimités*, en relâchant l'exigence de la *qualité* des titres apportés en pension contre ces liquidités, en prolongeant les *maturités* – jusqu'à trois ans pour une opération de la BCE décidée le 21 décembre 2011, renouvelée le 28 février 2012. L'objectif est d'éviter le *rationnement bancaire* (*credit crunch*) et l'effondrement du système bancaire. La banque centrale joue ainsi pleinement le rôle de prêteur en dernier ressort des banques. Ces opérations augmentent la base monétaire – billets et réserves des banques commerciales dans les banques centrales – sans augmenter automatiquement la masse monétaire si les banques commerciales déposent les liquidités obtenues pour une large partie dans leurs comptes auprès de la banque centrale.
- Troisième orientation : afin de peser sur les taux longs, les banques centrales ont même opéré une perfusion monétaire : elles ont acheté des titres longs (*Quantitative easing, Qe*) auprès des banques commerciales ou directement sur les marchés de titres. Il s'agissait de titres représentant des crédits à l'économie – billets de trésorerie, obligations privées ou bons hypothécaires – et même de titres publics. L'objectif est alors d'éviter le *rationnement des financements* de marché, et donc la hausse des taux de rendement des titres, voire d'en assurer la baisse.

Face à la crise, ces politiques non conventionnelles ont-elles été efficaces ?

Quelles leçons tirer ?

L'expérience japonaise entre 1999 et 2006 ne s'est pas soldée par un succès. La politique de taux zéro a été pratiquée presque sans discontinuer ; la Banque du Japon (BoJ) achetait aussi des titres auprès des banques et créditait leurs comptes courants, augmentant ainsi la base monétaire. Mais ces achats n'ont pas entraîné des anticipations d'inflation ni aider au financement de l'économie, les banques ne pouvant accorder de crédits en l'absence d'une demande de crédits ou ne le voulant pas, étant elles-mêmes chargées de créances douteuses. La transmission d'une politique monétaire très accommodante n'a pu s'opérer, le canal du crédit restant bloqué. Cependant, cette politique a aidé les banques en leur permettant de se refinancer à un taux très faible.

En Europe et aux États-Unis la politique monétaire non conventionnelle n'a pas non plus assuré une véritable reprise après la crise financière 2008-2009, même si elle a peut-être évité une entrée dans une spirale déflationniste.

EN EUROPE ET
AUX ÉTATS-UNIS
LA POLITIQUE
MONÉTAIRE NON
CONVENTIONNELLE
N'A PAS NON
PLUS ASSURÉ UNE
VÉRITABLE REPRISE
APRÈS LA CRISE
FINANCIÈRE 2008-
2009.

Face aux problèmes de « sortie de crise », sur fond de difficultés entraînées par les dettes souveraines, les banques centrales ont dû poursuivre le *Quantitative easing*, à commencer par la Banque du Japon, dès octobre 2010, qui l'a renforcé après le drame du tsunami en mars 2011. La BoJ a été suivie par la Fed en novembre 2010 avec un *Qe2* de 600 milliards de dollars sous forme d'achat de titres publics, puis par la Banque d'Angleterre et même par la BCE qui s'est lancée dans un programme limité (*SMP, Securities Markets Programme*) d'achats de titres grecs, portugais, irlandais et, depuis le mois d'août 2011, italiens et espagnols, portant début 2012 sur plus de 200 milliards d'euros.

Le *Qe2* américain a bien entraîné une baisse des taux longs au moment du lancement du programme, mais n'a pas stimulé nettement la croissance, conduisant même à des placements à haut rendement dans les pays émergents et contribuant à la hausse du prix des matières premières qui s'est traduite aux États-Unis par une poussée de l'inflation. Devant ce succès mitigé du *Qe2*, la Fed s'est contentée de lancer, le 21 septembre 2011, son opération « *twist* » consistant à céder des titres du Trésor de faible maturité pour procéder à l'achat de titres longs.

La banalisation de la politique quantitative entraîne-t-elle une modification du rôle des banques centrales? On constate que la Fed, en essayant de faire baisser les taux d'intérêt des obligations lors de ses *Qe*, agit sur leurs prix. Or, jusqu'à l'actuelle crise, la Fed observait, critiquait les prix de certains actifs¹⁰, mais n'intervenait pas directement, considérant que la bulle et les risques encourus ne sont jamais sûrs. Durant l'âge classique, un principe de séparation entre recherche de la stabilité *monétaire* et recherche de la stabilité *financière* gouvernait la politique des banques centrales: la stabilité monétaire était de leur ressort, la stabilité financière demeurait du domaine des autorités de supervision, voire des autorités budgétaires. Les banques centrales

10. On se souvient de l'« exubérance irrationnelle » des marchés dénoncée par Alan Greenspan dès 1996.

souhaitaient se consacrer seulement à la stabilité des prix¹¹, cette dernière favorisant implicitement la stabilité financière. Or, rien n'est moins sûr : les faibles taux d'intérêt des années 2000, procédant des faibles taux d'inflation du moment, ont incité les agents financiers à inventer des produits sophistiqués à plus haut rendement, mais comportant des risques élevés mettant en cause la stabilité financière.

De la politique monétaire à la stabilité financière

En fait, sous la pression des risques de déstabilisation, la Fed, la Banque d'Angleterre (BoE) et la Banque du Japon ont transgressé la règle classique de séparation entre politique monétaire et politique financière, monétisant même la dette publique en achetant des titres d'État. La BCE, elle, tentait de maintenir cette séparation, tout en menant des opérations d'achat de titres d'État limitées, stérilisées et annoncées comme exceptionnelles. Fortement critiquée par des membres de son Conseil des gouverneurs, elle s'appuyait pour défendre ses actions sur le fait que de graves déséquilibres financiers peuvent mettre en cause non seulement la stabilité financière, mais aussi les canaux de transmission de sa politique monétaire.

Compte tenu des politiques menées actuellement par les banques centrales, il semble souhaitable que désormais elles recherchent les méthodes permettant d'orienter non seulement les mouvements des prix des biens et services, mais aussi ceux des actifs, ce qui conduit à une nouvelle conception de leurs actions. Les banques centrales se reconnaîtraient ainsi ouvertement un rôle non seulement dans la correction, mais aussi dans la prévention de fortes fluctuations des prix d'actifs afin d'assurer la stabilité financière. Elles pourraient d'autant mieux le faire qu'elles développent déjà des travaux portant sur l'analyse de la recherche de la stabilité financière à partir d'une approche macroprudentielle dont l'objectif est de limiter le risque d'épisodes de crise financière affectant l'ensemble du système. Certes, l'utilisation des taux d'intérêt directeurs serait un procédé inefficace pour répondre à l'emballement du crédit. Ce sont donc d'autres instruments qui devraient être mis à la disposition des banques centrales, telles les réserves obligatoires sur les crédits, en modulant leurs taux selon les secteurs et éventuellement selon les régions, voire la limitation des taux d'endettement, la modulation des ratios de fonds propres.

11. Stabilité monétaire interne.

Cette nouvelle tâche des banques centrales ne rendrait-elle pas leur mission essentielle de stabilité des prix plus difficile et leur gouvernance moins indépendante, les politiques budgétaires et les régulations microprudentielles étant parties prenantes dans la maîtrise des déséquilibres macrofinanciers ? C'est la raison pour laquelle la BCE a semblé refuser d'intégrer ouvertement un objectif de stabilité financière dans son mandat, espérant que la fin de la crise lui permettrait de normaliser sa politique et de revenir à un rôle classique de banque centrale. Il est vrai que la nouvelle mission incluant la stabilité financière conduirait à une nécessaire coordination entre :

LA BCE A SEMBLÉ
REFUSER D'INTÉGRER
OUVERTEMENT
UN OBJECTIF
DE STABILITÉ
FINANCIÈRE DANS
SON MANDAT,
ESPÉRANT QUE LA
FIN DE LA CRISE
LUI PERMETTRAIT
DE NORMALISER
SA POLITIQUE ET
DE REVENIR À UN
RÔLE CLASSIQUE DE
BANQUE CENTRALE.

- Banque centrale et autorités de supervision. Pendant la crise, la BoE et la Fed ont repris la main sur les organes de supervision. En Europe, le Comité européen du risque systémique¹², issu du rapport Larosière, émet des recommandations au plan macroprudentiel tandis que l'Autorité bancaire européenne (ABE) se consacre à la supervision microprudentielle. On pourrait espérer que le CERS, dont le président est celui de la BCE, puisse veiller à la coordination entre politique monétaire et supervision, mais l'institution en est à ses débuts et ne peut émettre que des recommandations qui ne sont pas nécessairement rendues publiques;
- Banque centrale et autorités budgétaires. La Fed, la BoE, la BoJ se sont coordonnées effectivement avec les autorités budgétaires lorsqu'elles ont assuré la monétisation de la dette de leurs États. Mais dans la zone euro, l'article 123 du traité de Lisbonne stipule que la BCE ne peut accorder aucun type de crédit à une autorité publique : il est interdit de monétiser la dette publique, la banque centrale ne pouvant interférer avec les politiques budgétaires des États membres. La BCE a bien établi un programme SMP, mais elle procède par rachat de titres publics sur le marché secondaire. Peut-elle aller plus loin, comme il le lui a été fortement demandé fin 2011, en annonçant un programme d'achat de titres publics prédéfini d'une taille et d'une durée déterminées, ou en s'engageant à défendre un niveau des taux souverains, ou encore un niveau de *spread* donné par rapport au *bund* allemand ? Elle se mettrait alors en

12. CERS.

rupture avec les contraintes du traité, qui ne feront pas sur ce point l'objet de modifications dans le nouveau traité¹³ signé le 2 mars 2012 instituant la « règle d'or » dans le domaine des finances publiques. De plus, la mise en pratique de telles interventions serait difficile dans le contexte institutionnel de la zone euro incluant dix-sept pays. La monétisation de la dette d'un pays par une banque centrale au profit d'un Trésor unique s'opère à la suite d'échanges entre gouverneur et ministre des Finances¹⁴, ce qui implique une perte d'indépendance pour la banque centrale se mettant au service du Trésor comme pour ce dernier devenant assujéti à la banque centrale. Il y a confusion des rôles. Tout autre chose serait pour la BCE de monétiser la dette de plusieurs pays de la zone euro¹⁵ en perdant son indépendance à leur profit. Quelle serait la réaction des marchés ? Ils risqueraient, peut-être, de tester le comportement d'une BCE qui se plierait aux pressions en faveur de la monétisation.

LA SEULE VRAIE
SOLUTION SERAIT
DE CONSTRUIRE
UN EMBRYON
DE FÉDÉRALISME
BUDGÉTAIRE AUQUEL
RÉPONDRAIT TOUT
NATURELLEMENT
LE FÉDÉRALISME
MONÉTAIRE DÉJÀ EN
PLACE.

Depuis le début de ce qui aurait dû rester un incident avec la crise de la Grèce, la zone euro semble avancer à pas limités de sommet en sommet. La seule vraie solution serait de construire un embryon de fédéralisme budgétaire auquel répondrait tout naturellement le fédéralisme monétaire déjà en place. La BCE, devenant alors une banque centrale comme les autres banques centrales des pays développés¹⁶, pourrait adopter une nouvelle stratégie bien différente de la « politique monétaire classique », entrant ainsi ouvertement dans un « nouvel âge » des banques centrales impliquant d'ajouter à leur objectif de stabilité monétaire celui de stabilité financière.

13. TSCG, traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance.

14. Chancelier de l'Échiquier au Royaume-Uni, secrétaire au Trésor aux États-Unis.

15. Lesquels, comment, à quel niveau de taux, de *spread* ?

16. Fed, BoE, BoJ.