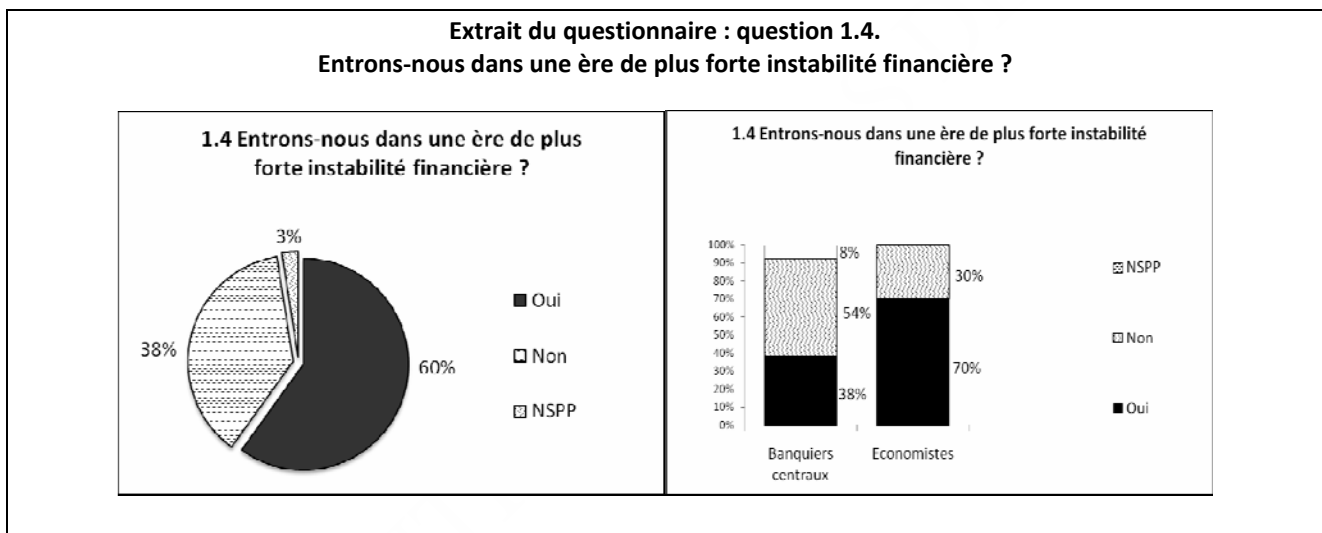


Chapitre 4

Stabilité financière

Introduction

Essayer de contribuer à la stabilité financière tout en assurant la stabilité monétaire, tel est le principal défi auquel est confronté aujourd'hui le *central banking*. Ce chapitre lui est consacré. La section 1 revient sur la conduite, *en temps réel*, de la politique monétaire avant la crise face au développement de la bulle immobilière. À la question « *Entrons-nous dans une ère de plus forte instabilité financière* », beaucoup de banquiers centraux (40 %) et la plupart des universitaires répondent oui. La section 2 se demande comment la politique monétaire pourrait contribuer à limiter cette instabilité.



4.1. Avant la crise : politique monétaire et bulle immobilière

4.1.1. Face aux prix des actifs, approche directe ou indirecte ?

La place accordée à l'évolution des prix des actifs dans la conduite de la politique monétaire découle de la réponse donnée à chacune des questions suivantes : 1. Les autorités ont-elles la possibilité de détecter une bulle ? ; 2. L'éclatement d'une bulle pourrait-il avoir des effets significatifs difficiles à corriger par la suite ? ; 3. La politique monétaire est-elle l'instrument approprié pour faire éclater une bulle ?¹. Si, *en temps réel*, la réponse à chacune de ces questions est positive, la banque centrale a trois possibilités : 1. faire éclater la bulle ; 2. « cibler » les prix des actifs, par exemple en les incluant dans la mesure du niveau général des prix ; 3. suivre une politique du type « *leaning against the wind* » (ci-dessous *LAW*) en relevant progressivement son taux directeur alors même que la réalisation de l'objectif chiffré de hausse des prix, à l'horizon habituel (2 ou 3 ans), ne semble pas mise en danger.

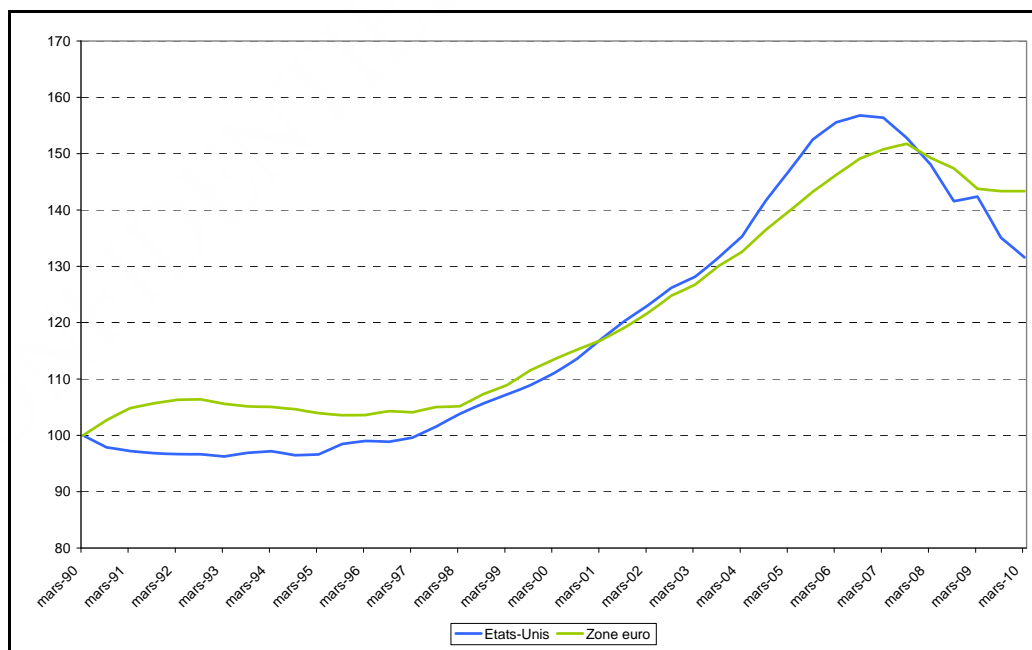
¹ Rudebusch (2005)

En 2005, voici quelles étaient les réponses de Jean-Claude Trichet. À la question 1 : « *Oui, il y a des bulles, mais il est très difficile de les identifier avec certitude et pratiquement impossible d'être d'accord sur le point de savoir si une phase de boom du prix d'un actif particulier devrait ou non être considérée comme une bulle* ». À la question 2 : « *Les phases de boom dans le prix d'un actif ne sont pas toutes dangereuses ; elles peuvent l'être si elles sont associées à un endettement élevé, ce qui est par exemple généralement le cas pour les booms des prix immobiliers* ». À la question 3 : « *Des déséquilibres structurels sous-jacents peuvent être à l'origine des bulles – et plus généralement des mauvais alignements des prix des actifs. Si c'est le cas, des politiques visant à traiter ces causes structurelles – comme la réglementation prudentielle ou des modifications de la fiscalité – sont mieux appropriées. Il faut aussi tenir compte des conséquences possibles de la politique du type LAW sur les marchés. (...) En particulier, (dans cette éventualité), une réaction désordonnée de leur part n'est pas à exclure, même dans le cas où cette politique est mise en œuvre graduellement sur une période assez longue* ». Dans ces conditions, la BCE s'en est tenue à une prise en compte des prix des actifs limitée à ce qui était prévu dans sa stratégie à deux piliers, c'est-à-dire en envisageant leurs conséquences possibles sur l'activité économique et sur les prix à un horizon de court / moyen terme. L'attitude des autres « *grandes* » banques centrales a été la même, pour des raisons identiques².

4.1.2. La bulle immobilière a-t-elle été détectée « *en temps réel* » ?

Les évolutions des prix immobiliers aux États-Unis et dans la zone euro sont représentées sur le Graphique 4.1. Après une phase de croissance assez forte à la fin des années quatre-vingt, une correction, plus marquée aux États-Unis que dans la zone euro, est intervenue au début des années quatre-vingt-dix. Elle a été suivie d'une période où les prix ont fortement progressé jusqu'au retournement observé fin 2006 aux États-Unis et quelques mois plus tard dans la zone euro.

Graphique 4.1 Evolutions des prix immobiliers aux Etats-Unis et dans la zone euro



Note : Prix immobiliers (source BRI) / Indice des prix à la consommation (Source OCDE) ; indice = 100 en 1990 :T1

² Par exemple, pour le point de vue de la Banque d'Angleterre sur la question, voir Vickers (2000).

Quelle a été l'analyse faite « *en temps réel* » par les banquiers centraux de l'envolée des prix immobiliers au début des années 2000 ? Les comptes-rendus des réunions mensuelles tenues à l'époque par le *Federal Open Market Committee* sont aujourd'hui disponibles. Il y est fait mention, à de nombreuses reprises, des inquiétudes que les évolutions des prix immobiliers suscitaient chez les présidents des banques de réserve régionales. À la lecture de ces mêmes documents, il apparaît que, dès le mois de juin 2004, de nombreux responsables de services de la Fed ont souligné les dangers représentés par les excès de la spéculation et l'envolée des prix dans le secteur de l'immobilier. Par exemple, lors de la réunion du 30 juin 2004, un économiste du département de la recherche a présenté une étude d'où il ressortait que le ratio loyers / prix des logements s'était écarté de sa moyenne historique et que cette évolution ne pouvait être expliquée par celle des fondamentaux ; sa conclusion était la suivante : « *Les fondamentaux expliquent une partie de la hausse des prix immobiliers. Mais, même après les avoir pris en compte, une partie de la hausse est difficile à expliquer* » (Stephen Oliner de la Division of Research and Statistics). La Fed n'a pas été la seule à faire cette analyse. Par exemple, au même moment, le diagnostic des économistes de la Banque de France était identique³.

4.1.3. Pourquoi la politique monétaire n'a-t-elle pas été du type « LAW » ?

Il est donc clair qu'en 2004 les autorités monétaires avaient détecté la bulle immobilière. Elles n'excluaient pas un scénario marqué par un effondrement des prix immobiliers mais elles ont estimé que cela ne nécessitait pas une action « *préemptive* » de leur part : « *Si les prix immobiliers devaient baisser nous aurions des raisons d'être préoccupés par la dette hypothécaire ; mais, aujourd'hui (octobre 2004), nous n'avons aucune raison de l'être compte tenu de la situation financière des ménages* »⁴. Elles ont adressé de nombreuses mises en garde : « *(Les investisseurs) voient trop souvent comme structurelle et permanente une telle augmentation de la valeur marchande (des biens immobiliers ; cela les conduit) à prendre des risques de plus en plus importants et sur des périodes de plus en plus étendues* » ; « *Le boom de l'immobilier va inévitablement se calmer. Le rythme des ventes de logements tombera alors au-dessous de ses niveaux historiquement élevés, tandis que la hausse des prix va ralentir et que les prix pourraient même reculer* »⁵. Elles ont commencé à relever leur taux d'intérêt à compter du mois de juin 2004. À la question de savoir pourquoi elles l'ont fait de manière très graduelle, elles donnent la réponse suivante : « *Il est très difficile d'augmenter les taux d'intérêt en l'absence de risque inflationniste. Les entreprises indiquaient qu'il leur était difficile d'augmenter leurs prix. L'existence d'une liquidité excédentaire combinée à la difficulté d'augmenter les prix constituait une situation tout à fait inhabituelle pour le Comité fédéral de l'open market. La faiblesse du taux d'inflation nous donnait le temps de démarrer un mouvement graduel, mais persistant de hausse des taux. Cela devait permettre aux entreprises et aux ménages de s'ajuster. En leur annonçant clairement un mouvement à la hausse des taux courts, nous voulions amener les firmes à envisager des possibilités de refinancement et de restructuration de leur endettement. (Si vous augmentez brutalement les taux d'intérêt après une période où ils sont restés bas) vous multipliez les difficultés financières* »⁶.

³ Wilhem (2005)

⁴ Greenspan (2004)

⁵ Greenspan (2005)

⁶ Greenspan, 2008

Face au développement de la bulle immobilière, en l'absence de risque inflationniste, la politique monétaire n'a donc pas été du type *LAW*. Les autorités s'en sont tenues à la doctrine suivie depuis la fin des années quatre-vingt : la politique monétaire ne doit pas réagir dans la phase de boom mais seulement en cas d'éclatement de la bulle. Différents arguments ont été avancés à l'appui de cette attitude : 1. Le coût pour l'économie d'une forte chute des prix des actifs serait beaucoup plus élevé que celui d'une hausse, même exagérée, car elle pourrait plonger l'économie dans une récession sévère, voire dans une crise systémique ; 2. Un boom des prix des actifs n'est pas nécessairement suivi par un krach ; sur les 24 épisodes d'emballlement de ces prix identifiés dans 15 pays industrialisés du début des années 1960 à la fin des années 1990, seulement trois s'étaient terminés par l'éclatement d'une bulle⁷ ; 3. Pour pouvoir agir au cours de la phase d'emballlement, la banque centrale devrait non seulement être capable d'identifier la bulle avec certitude et dans des délais adéquats, mais aussi être sûre qu'en relevant ses taux elle pourra juguler l'activité spéculative sans risque majeur pour l'économie. Face à cette situation, les banquiers centraux sont restées fidèles au « *consensus de Jackson Hole* » : vouloir faire éclater une bulle est impossible, voire dangereux, et donc à éviter ; la bulle doit éclater d'elle-même et il faut se tenir prêt à réparer les dégâts - « *cleaning up afterwards* » (CUA) ou « *mop up after* ».

4.1.4. Les taux d'intérêt sont-ils restés trop bas trop longtemps ?

Tout au long des années 1980 et 1990, les politiques de taux d'intérêt des banques centrales ont été conformes aux principes de la règle de Taylor. Pour les États-Unis et la zone euro, les valeurs observées des taux d'intérêt à court terme et des taux de Taylor⁸, sur la période 2000-T1 / 2007-T2, sont représentées sur le Graphique 4.3. Dans les deux cas, une divergence importante entre les deux taux apparaît. Le comportement des banques centrales a donc changé à ce moment-là. Au regard de la règle de Taylor, le niveau très bas auquel les taux d'intérêt directeurs ont été descendus après l'éclatement de la « bulle Internet » ont été maintenus trop longtemps aux États-Unis et en Europe et, d'une manière générale, dans toutes les économies industrielles avancées. Aux États-Unis, cette politique a été justifiée par des craintes de déflation. L'indicateur du risque déflationniste construit par le FMI fait apparaître une poussée du risque déflationniste à ce moment-là (voir les Graphiques 2.4 (a) et (b)). Mais il est resté modéré. En outre, la crainte déflationniste est très vite retombée. Il ne fait guère de doute que les politiques de taux ont été laxistes trop longtemps (à partir de fin 2002 aux États-Unis et de fin 2004 dans la zone euro⁹).

Les valeurs trimestrielles du « *gap* » de taux d'intérêt peuvent être rapprochées de la variation des prix immobiliers. Pour la zone euro et pour les États-Unis, les résultats sont représentés sur le Graphique 4.2. Dans les deux cas, on observe une relation significative entre les deux variables. En moyenne, un écart de taux d'intérêt d'un point de pourcentage coïncide avec une hausse d'un demi-point de pourcentage des prix immobiliers. Sans trop s'avancer, on peut dire que le caractère accommodant des politiques monétaires a permis l'envolée des prix immobiliers au début des années 2000. C'est ce que pensent aujourd'hui presque tous les universitaires et presque tous les banquiers centraux (85% dans les deux cas).

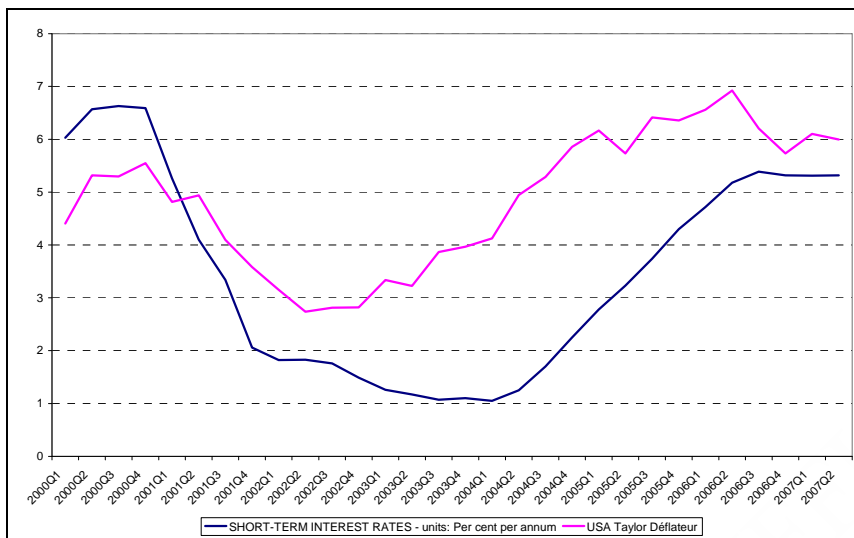
⁷ Bordo et Jeanne, 2002

⁸ Pour cela, le mieux est de l'utiliser en retenant sa formulation originale pour chacune des économies considérées : $Taux\ de\ Taylor = 1 + Taux\ d'inflation + \frac{1}{2} * [Taux\ d'inflation - 2] + \frac{1}{2} * [Ecart\ de\ production]$ où l'inflation et l'écart de production sont mesurés comme le fait Taylor (déflateur du PIB ; écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel mesuré au moyen du filtre de Hodrick-Prescott).

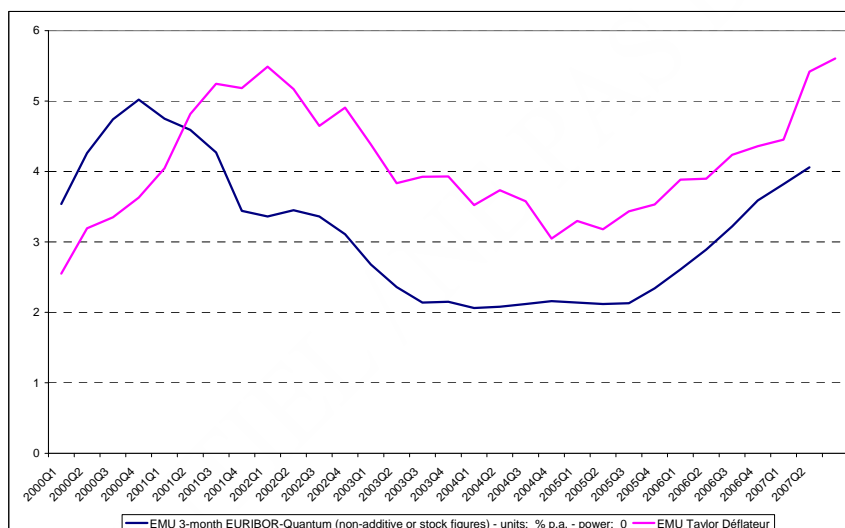
⁹ La BCE a été sévèrement critiquée quand elle a relevé ses taux fin 2005 en l'absence de tensions inflationnistes.

Graphique 4.3 : Taux d'intérêt à court terme et taux de Taylor (2000-T1 / 2007-T2)

a) Etats-Unis



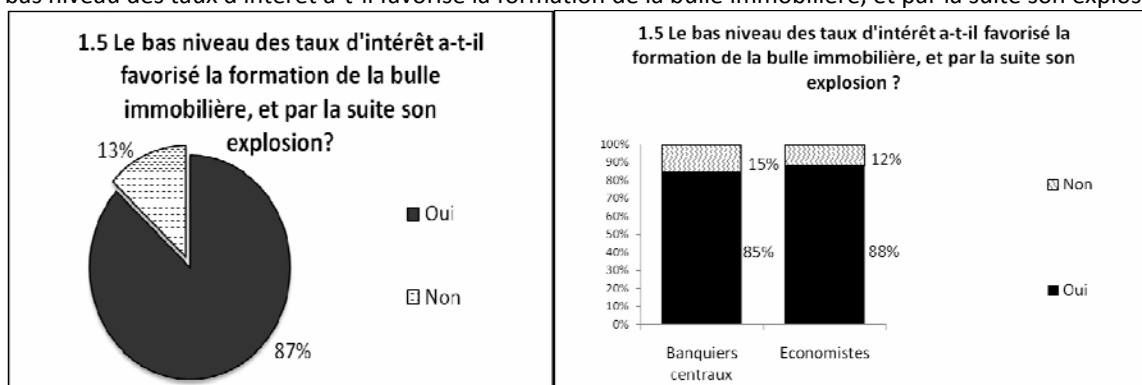
b) Zone Euro



Note : Taux d'intérêt à 3 mois (source OCDE) ; calculs de l'auteur

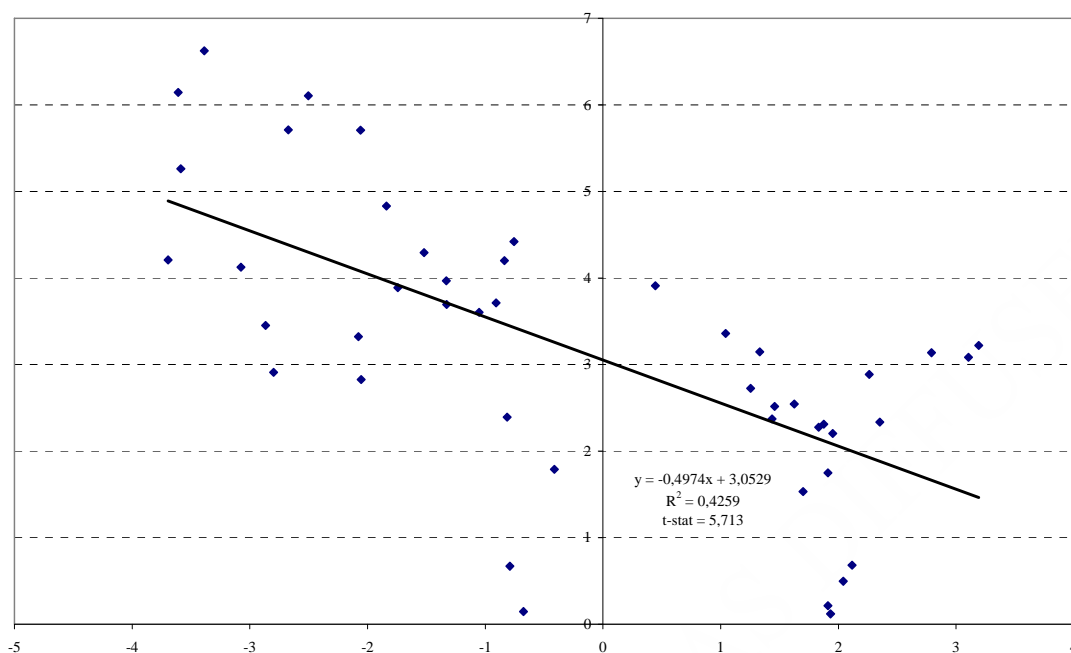
Extrait du questionnaire : question 1.5.

Le bas niveau des taux d'intérêt a-t-il favorisé la formation de la bulle immobilière, et par la suite son explosion ?

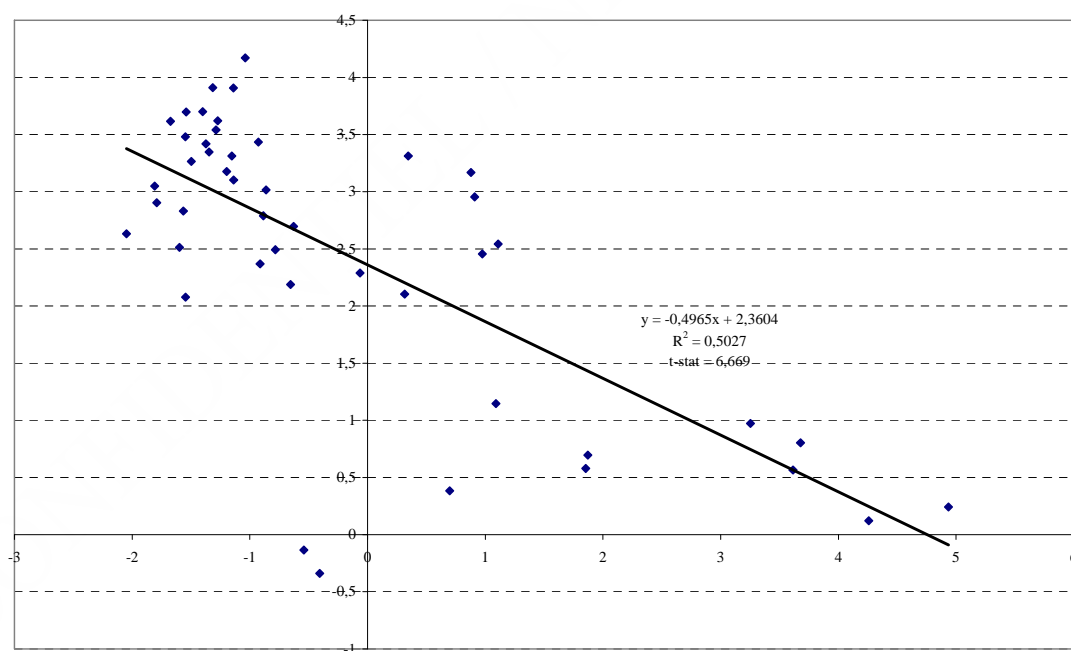


Graph. 4.2. Ecart de taux d'intérêt et variations des prix réels des logements (1996T1 – 2007T2)

(a) Zone euro



(b) Etats-Unis



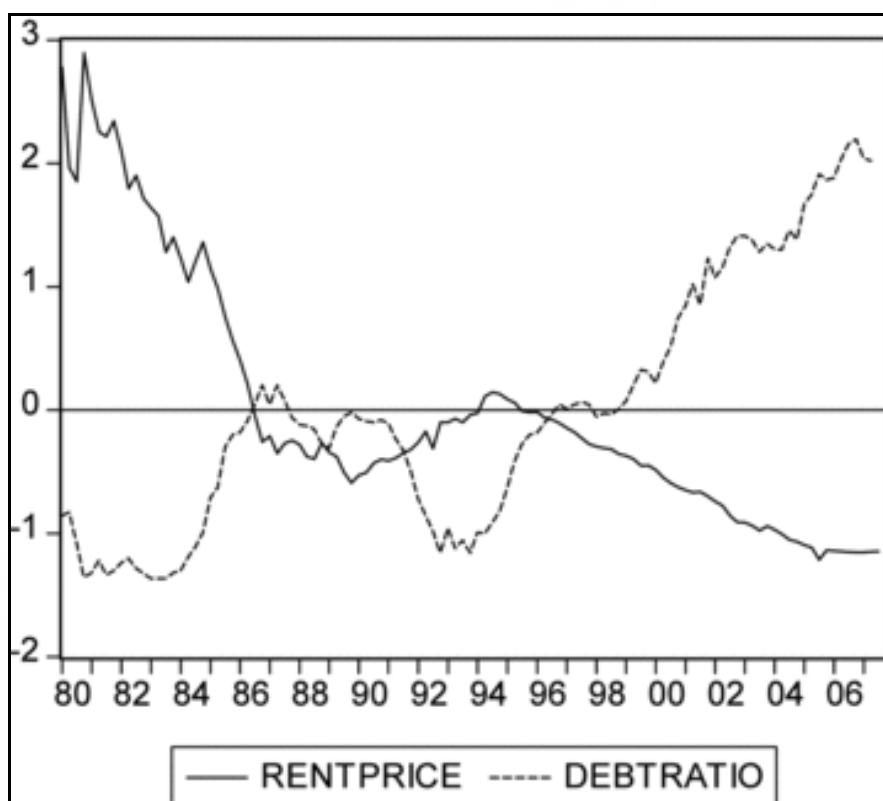
Note : x : Ecart de taux d'intérêt : différence entre le taux à 3 mois et le taux de Taylor correspondant ; y : Variation en pourcentages des prix immobiliers déflatés par l'indice des prix à la consommation.

4.2. Après la crise : principaux défis et questions

4.2.1. Quel progrès dans la détection des déséquilibres sur les marchés d'actifs ?

Dispose-t-on aujourd'hui de nouvelles techniques pour répondre à la question 1 de l'arbre de décision ci-dessus, c'est-à-dire pour détecter les bulles. L'utilisation du contrôle stochastique optimal donne des résultats intéressants¹⁰. Elle permettrait le calcul d'un signal avancé de crise dont voici un exemple. La condition de stabilité sur le marché immobilier est la suivante : quand le taux d'endettement (DEBTRATIO) est supérieur à sa moyenne, le ratio loyers / prix immobiliers (RENTPRICE) doit être lui aussi au-dessus de la sienne (les loyers sont suffisamment élevés pour permettre de rembourser les emprunts). Deux observations ressortent de l'examen de la situation du marché immobilier aux États-Unis sur la période 1980 – 2007 (Graphique 4.6.) : 1. le RENTPRICE est resté au-dessous de sa moyenne et n'a cessé de baisser de 1996 à 2007 ; 2. le DEBTRATIO a été en permanence au-dessus de sa moyenne et n'a cessé d'augmenter de 1998 à 2007. La hausse de l'endettement a donc été suscitée par la perspective de plus-values immobilières supérieures aux charges d'intérêt. La situation était donc insoutenable : une fois les plus-values inférieures aux charges d'intérêt, les revenus ont été insuffisants pour faire face à la dette. Dès lors, la crise était inévitable.

Graphique 4. 6. : Un signal avancé de crise pour le marché immobilier



Note : DEBTRATIO = (endettement des ménages en pourcentage de leur revenu disponible – moyenne) / écart-type ; RENTPRICE = (loyers / indice des prix immobiliers - moyenne)/écart-type

Source : Stein, 2010

¹⁰ Stein, 2010

4.2.2. Complémentarité ou conflit entre stabilité monétaire et stabilité financière ?

Dans un régime régulier, la stabilité monétaire et la stabilité financière sont deux objectifs complémentaires. La première peut même être considérée comme une condition nécessaire à la réalisation de la seconde. La stabilité financière est sans doute mieux assurée dans un environnement macro-économique qui a lui aussi cette propriété. Dans cette situation, une politique monétaire orientée vers la stabilité des prix - sans pour autant se désintéresser des fluctuations de l'activité économique - devrait contribuer à la stabilité financière. La poursuite d'un objectif de faible inflation est alors la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à la stabilité du système financier. De la même façon, la stabilité financière contribue sans doute à la stabilité monétaire. La solidité et l'efficacité du système financier concourent à la croissance de l'économie et renforcent sa résistance aux chocs. Inversement, les crises bancaires et financières se traduisent par un ralentissement de l'activité économique qui peut rendre difficile la réalisation de l'objectif d'inflation ; dans les cas extrêmes, une spirale déflationniste peut même se déclencher.

Différents mécanismes peuvent contribuer au renforcement mutuel de la stabilité monétaire et de la stabilité financière¹¹. Les contrats financiers étant rédigés en termes nominaux, la stabilité des prix élimine les effets redistributifs arbitraires, entre prêteurs et emprunteurs, dus à l'inflation non anticipée et donc les conséquences (difficultés financières voire défaillances) qu'ils pourraient avoir. Un bon ancrage des anticipations renforce l'efficacité de la politique monétaire quand les taux d'intérêt sont proches de zéro ; cela permet d'éviter le déclenchement d'une spirale déflationniste, de stabiliser l'activité et de contribuer à la stabilité financière (cf. Chapitre 3). De son côté, la stabilité financière renforce l'efficacité de la politique monétaire en assurant un bon fonctionnement de ses mécanismes de transmission à l'intérieur de la sphère financière ainsi qu'entre celle-ci et le secteur réel.

En cas de chocs, tout dépend de leur nature. Dans certains cas, les deux objectifs restent complémentaires¹² ; voici quelques exemples : un choc de demande ayant des effets positifs sur l'inflation, le crédit, les prix des actifs ; un choc négatif sur le taux d'intérêt réel qui entraîne des hausses de la demande, des prix des actifs, et du crédit ; une poussée des prix des actifs qui provoque hausse de la demande et du crédit par effet de richesse, donc aussi hausse des prix ; dans ces trois situations, une hausse des taux contribue à la fois à la réalisation de la stabilité monétaire et à celle de la stabilité financière. Mais, il y a des cas où la poursuite de la stabilité monétaire et la recherche de la stabilité financière peuvent être antagoniques. Il en est ainsi chaque fois que, à la suite d'un choc, la première exigerait le *statu quo* pour les taux d'intérêt – pas de risque inflationniste – alors même que la seconde nécessiterait leur relèvement – emballement du crédit accompagnant une envolée des prix des actifs. Le risque de conflit entre stabilité monétaire et stabilité financière est notamment élevé en cas de choc d'offre - comme en 2007/2008 avec une révision à la hausse des anticipations inflationnistes à la suite de l'augmentation des prix des matières premières et des produits de base alors même que le système financier connaissait une crise de liquidité, avec des tensions sur le marché monétaire - ou en cas de modifications des comportements des agents économiques – comme dans la période qui a précédé la crise où, après une longue période de stabilité des prix et de taux d'intérêt bas, des déséquilibres financiers se sont formés et développés en raison d'une sous-estimation des risques et d'un endettement exagéré de la part des agents économiques¹³. Dans un tel contexte, l'utilisation des taux d'intérêt ne permet pas, à elle seule, d'atteindre les deux objectifs. Le recours

¹¹ Papademos, 2009

¹² Artus, 2010

¹³ Papademos, 2009

à la politique *macro-prudentielle* correspond à ce besoin d'avoir un outil supplémentaire. L'articulation entre les deux instruments doit alors être envisagée conformément aux recommandations du principe d'affectation des instruments de Mundell.

4.2.3. Quelle règle de politique monétaire ?

S'agissant de la conduite de la politique de taux d'intérêt, une première possibilité consiste à s'en tenir au respect de la règle de Taylor qui a montré son efficacité dans les années 1980-1990. Dans la situation actuelle où des mesures non conventionnelles restent en vigueur, cela pourrait se traduire par l'adoption des deux dispositions suivantes : 1. l'annonce immédiate d'une politique de taux conforme à la règle de Taylor après le retour à une situation normale ; 2. pour le faciliter, affichage et respect d'une règle claire de sortie des mesures non conventionnelles actuellement en vigueur (diminution régulière de la taille du bilan de la banque centrale, selon des montants prévisibles fixés en fonction de l'état de la reprise)¹⁴. La règle de Taylor "simple" étant construite sur l'hypothèse implicite qu'il n'y a pas d'imperfections financières, il paraît logique de chercher à l'améliorer. Deux possibilités sont offertes pour la rendre plus performante par la prise en compte des conditions financières à travers : 1. *La croissance du crédit* : l'inflation étant généralement basse au cours des phases de boom de la Bourse, la conduite de la politique de taux d'intérêt avec une règle trop étroitement centrée sur la hausse des prix peut déstabiliser le marché des actifs et, au-delà, l'ensemble de l'économie. Accorder un rôle spécifique à la croissance du crédit (distinct de sa prise en compte pour la prévision de l'inflation) permettrait de limiter la variabilité de la production et celle des prix des actifs, tout en contribuant à mieux assurer la stabilité monétaire à long terme¹⁵ ; 2. *Les variations des spreads* de taux : la version originale de la règle de Taylor revient à supposer que le taux d'intérêt directeur, mesuré en termes réels, mesure le coût du financement pour l'ensemble de l'économie et/ou que sa relation avec ce dernier est parfaitement stable ; dans ces conditions, toute variation de ce taux directeur est répercutée, à l'identique, sur les conditions de financement ; en réalité, ce n'est bien entendu pas le cas en raison de l'existence de primes de risque variables. Dans le cas où, toutes choses égales par ailleurs, elles augmentent à la suite d'un resserrement des conditions financières, pour que le coût du capital reste inchangé, une baisse du taux directeur est nécessaire. Plus généralement, il doit donc être ajusté à la hausse où à la baisse selon que les primes de risque diminuent ou augmentent¹⁶.

4.2.4. La politique monétaire peut-elle être parfois du type « LAW » ?

D'après l'enquête, beaucoup de banquiers centraux (50 %) et une majorité sensible d'universitaires pensent que la politique monétaire est un outil efficace pour contrer les cycles du crédit :

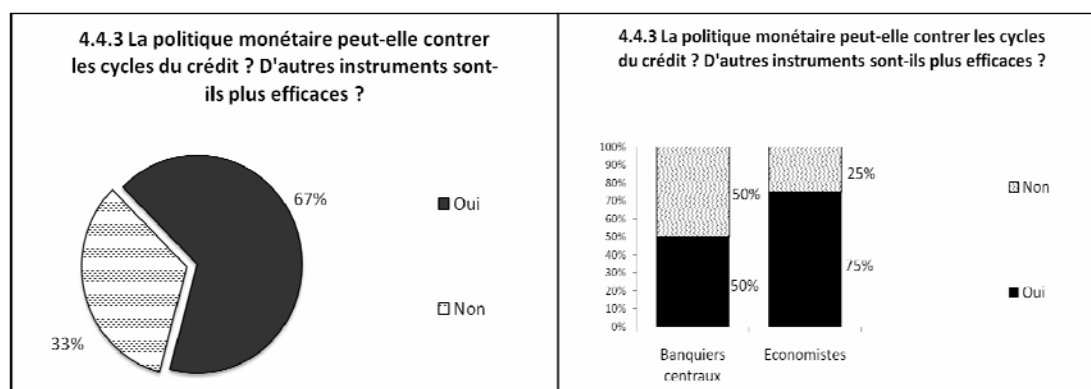
¹⁴ Taylor, 2010

¹⁵ Christiano, Ilut, Motto et Rostagno, 2010

¹⁶ McCulley et Toloui, 2008 ; Curdia et Woodford, 2009

Extrait du questionnaire : question 4.4.3.

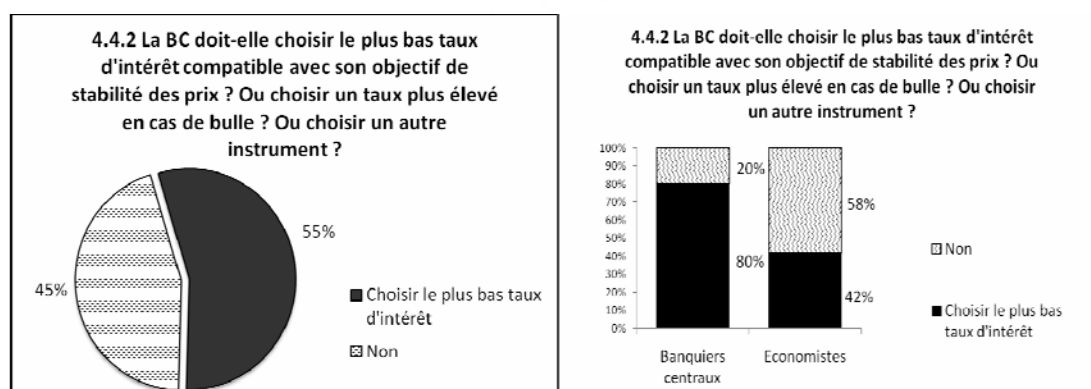
La politique monétaire peut-elle contrer les cycles du crédit ? D'autres instruments sont-ils plus efficaces ?



Mais, à la question « la BC doit-elle choisir le plus bas taux d'intérêt compatible avec son objectif de stabilité des prix ? Ou choisir un taux plus élevé en cas de bulle ? Ou choisir un autre instrument ? », une majorité sensible de banquiers centraux (80 %) et beaucoup d'universitaires répondent que la première solution est la meilleure : la politique monétaire ne devrait pas être du type LAW.

Extrait du questionnaire : question 4.4.2.

La BC doit-elle choisir le plus bas taux d'intérêt compatible avec son objectif de stabilité des prix ? Ou choisir un taux plus élevé en cas de bulle ? Ou choisir un autre instrument ?



Cela pourrait donner l'impression que la crise n'a pas fait évoluer les points de vue sur la question. Mais ce n'est pas le cas. Celui de la BCE n'est plus aujourd'hui le même que celui exprimé en 2005 par Jean-Claude Trichet (voir ci-dessus)¹⁷ : « Nous sommes arrivés à la conclusion qu'une surveillance très étroite de l'évolution des prix des actifs est nécessaire et nous l'avons incorporée dans notre analyse » (Lucas Papademos)¹⁸ ; « La crise semble montrer la nécessité d'une approche symétrique de la réaction des banques centrales à l'envolée puis à l'effondrement des prix des actifs (...) Traditionnellement, la proposition en faveur de l'adoption du "LAW" se heurtait au scepticisme. Au vu des événements récents, cette proposition doit être réexaminée en rendant mieux justice à ses avantages » (Jürgen Stark)¹⁹ ; « Les banques centrales devraient adopter une

¹⁷ <http://www.ecb.int/press/key/date/2005/html/sp050608.en.html>

¹⁸ <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090514.en.html>

¹⁹ <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp101119.en.html>

perspective de long terme afin de prendre en compte les conséquences défavorables possibles (d'une croissance forte de la monnaie et du crédit, d'une envolée des prix des actifs et d'une chute de l'aversion au risque pour la stabilité des prix » (Axel Weber)²⁰. L'évolution de la doctrine de la BCE sur ce sujet apparaît très nettement dans un ouvrage qu'elle a publié récemment²¹. Il y est écrit que plusieurs membres de son Directoire ont eu par le passé « *une certaine sympathie pour le principe du "LAW" (...) Même s'il y a un accord chez les économistes pour dire que la politique monétaire ne doit pas être la première ligne de défense (contre les cycles des prix d'actifs), cela n'atténue en rien l'acuité de ce problème pour les autorités monétaires* ».

Ce nouveau point de vue de la BCE sur le «LAW» est partagé par un grand nombre d'autres banquiers centraux européens : « *Etant donné les coûts possibles d'un krach, il paraît avisé d'utiliser la politique monétaire pour essayer d'empêcher la création de déséquilibres (...) Cela ne veut pas dire qu'il faudrait aller jusqu'à "cibler" les prix des actifs (...) Mais cela justifie au moins la conduite d'une politique monétaire à contre-courant au cours de la phase ascendante du boom du crédit et des prix d'actifs en vue de l'atténuer et donc de limiter la chute qui pourrait suivre* » (Charles Bean)²². Il ne doit toutefois pas y avoir de malentendu sur la signification du «LAW» telle qu'il est envisagé ici²³. Il ne s'agit pas de se fixer des «cibles» pour la croissance du crédit, voire pour les prix d'actifs, et de compléter, dans la fonction de perte de la banque centrale, les écarts d'inflation et de production par des «écarts de crédit» et/ou des «écarts de prix d'actifs». Ce sont simplement des indicateurs qui peuvent s'avérer utiles en raison de leurs effets non désirés du crédit et des prix d'actifs sur l'inflation et sur l'activité économique.

Une distinction entre deux catégories de bulles sur les prix d'actifs devrait être établie²⁴ : 1. celles financées par le crédit bancaire : elles correspondent à des excès de la spéculation favorisés par un comportement irresponsable des banques en matière de crédit (exemple : la dernière bulle immobilière) ; 2. les autres, pour lesquelles le rôle du crédit est mineur, comme ce fut le cas pour la bulle des nouvelles technologies ou de la nouvelle économie. S'agissant de la seconde catégorie, la banque centrale n'est pas mieux placée que les autres observateurs pour se prononcer sur l'existence ou non d'une bulle et son diagnostic peut être erroné. Elle peut commettre aussi bien des erreurs de première espèce (type I) - quand elle rejette l'hypothèse de présence d'une bulle alors qu'elle est vraie – que des erreurs de seconde espèce (type II) – quand elle ne rejette pas cette hypothèse alors qu'elle est fautive. En outre, à supposer qu'elle diagnostique la présence d'une bulle de ce type, la banque centrale ne peut pas faire grand chose. Relever ses taux d'intérêt ? La hausse devrait être substantielle.

S'agissant des bulles financées par le crédit, la banque centrale est beaucoup mieux placée. Tout d'abord, l'exercice de ses responsabilités en matière de politique «prudentielle» la met dans une position privilégiée pour suivre les pratiques des banques dans la distribution de crédit et leurs conséquences sur les bilans. Cela devrait lui permettre de déceler d'éventuels excès. Dans cette éventualité, elle devrait s'interroger sur le niveau de ses taux directeurs même si, par ailleurs, il n'y a pas de danger pour l'activité économique et pour la stabilité des prix à l'horizon habituellement retenu. S'ils sont bas, il ne lui est pas possible d'en ignorer les conséquences possibles sur l'industrie financière, les innovations, les différents *spreads*, ... L'origine de l'emballement du crédit et de l'envolée des prix d'actifs peut être là²⁵. Dans le cas contraire, c'est sans doute à la politique *macro-prudentielle* qu'il revient d'agir.

²⁰ <http://www.bis.org/review/r090602a.pdf>

²¹ BCE, 2010

²² <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2008/speech368.pdf>

²³ Svensson, 2010

²⁴ Blinder, 2008 ; Mishkin, 2008

²⁵ BCE, 2007 ; Issing, 2008

4.2.5. Quelle articulation optimale entre politique monétaire et politique *macro-prudentielle* aujourd'hui ?

Dans le cadre d'une application du principe d'affectation des instruments, quatre régimes de *central banking* sont envisageables aujourd'hui : 1. le premier consiste à se contenter de l'application de la règle de Taylor dans la conduite de la politique monétaire ; 2. le deuxième revient à « augmenter » la règle de Taylor par la prise en compte des conditions financières, ce qui équivaut à conduire la politique de taux d'intérêt en fonction des écarts d'inflation et de production, mais aussi de l'évolution du crédit (taux de croissance ou primes de risque) ; 3. le troisième complète le premier par une politique *macro-prudentielle* avec, par exemple, l'adoption d'un ratio de capital *contracyclique* ; 4. le quatrième fait la même chose avec le deuxième.

Politique <i>macro-prudentielle</i> (Ratio de capital <i>contracyclique</i>)	Règle de Taylor	
	Simple	Augmentée
Non	R1	R2
Oui	R3	R4

Pourrait-on se contenter d'un retour à la politique de taux d'intérêt qui a bien marché au cours des années 1980 et 1990 ? Cette solution, consistant à suivre purement et simplement les recommandations de la règle de Taylor, pourrait être la meilleure si l'on estime que les erreurs de politique monétaire du début des années 2000 ont largement contribué au développement des déséquilibres qui ont précédé la crise²⁶. Cette règle simple suppose que l'on est dans un monde à la Modigliani-Miller où il n'y a pas d'imperfections dans la sphère financière. À l'évidence, ce n'est pas réaliste et tenir compte de cet état de fait dans la conduite de la politique de taux apparaît *a priori* souhaitable. Les travaux empiriques n'arrivent pas à une conclusion aussi tranchée. D'un côté, il ressort par exemple d'une analyse historique, menée sur une longue période (140 ans) pour 14 économies développées, qu'une meilleure prise en compte du crédit serait souhaitable : sa croissance y apparaît comme le meilleur indicateur avancé de l'instabilité financière²⁷. D'un autre côté, sur la période 1986 – 2008, dans 18 économies développées, les « écarts de crédit » apparaissent bien corrélés positivement avec les prix immobiliers mais pas avec les cours boursiers ; en outre, leur corrélation avec l'activité économique et les prix reste très faible et il en est de même pour les écarts mesurés sur les prix d'actifs ; les indicateurs des déséquilibres financiers ainsi calculés – dont l'utilisation est souvent recommandée²⁸ – ne serviraient donc pas à grand chose pour prévoir l'évolution des conditions économiques²⁹.

Des conclusions plus nettes se dégagent des travaux portant sur la politique monétaire optimale. De ceux qui font abstraction de la politique *macro-prudentielle*, il ressort généralement que la politique monétaire devrait accorder plus d'attention aux *spreads* observés sur le marché du crédit³⁰ : à travers leurs effets sur le coût marginal des firmes ainsi que sur la consommation, ils influencent la production et les prix. Une conclusion différente semble se dégager des autres travaux : si, par exemple, les banques se voient imposer un ratio de capital *contracyclique*, il vaudrait mieux s'en tenir à une politique de taux d'intérêt obéissant aux principes de la règle de Taylor simple³¹. La robustesse de cette dernière conclusion doit toutefois être confirmée car les travaux portant sur la détermination de la politique monétaire optimale en présence d'une politique *macro-prudentielle* sont encore peu nombreux.

²⁶ Taylor, 2007 et 2008

²⁷ Jorda, Schularick et Taylor, 2010

²⁸ Borio et Lowe, 2002

²⁹ Assenmacher-Wesche et Gerlach, 2010 ; Gerlach, 2010

³⁰ Curdia et Woodford, 2010 ; "The role of financial conditions for monetary policy", Annexe pp. 297-306 dans BCE, 2010

³¹ Beau, Clerc et Mojon, 2011

Conclusion

Trois conclusions principales se dégagent de ce chapitre. 1. Avant la crise, une réponse négative était donnée – par presque tous les banquiers centraux et par une grande majorité d'économistes – à chacune de trois questions suivantes : La présence d'une bulle peut-elle être détectée ? L'éclatement d'une bulle peut-il avoir des conséquences macro-économiques difficiles à traiter ? La politique monétaire est-elle un bon instrument pour faire éclater une bulle ? Les réponses ne sont plus les mêmes aujourd'hui. Par exemple, l'idée qu'une politique monétaire du type « *LAW* » peut être appropriée en cas de développement d'une bulle alimentée par une explosion du crédit a fait son chemin. 2. L'articulation entre la politique monétaire et la politique *macro-prudentielle* conformément au principe d'affectation des instruments de Mundell devrait permettre, sinon d'éviter, du moins de limiter de tels excès : la conduite de la politique monétaire doit être dirigée en priorité vers le maintien de la stabilité des prix et être conduite conformément aux principes d'une règle de Taylor *simple* ; la politique *macro-prudentielle* doit assurer la stabilité financière et reposer principalement, elle aussi, sur l'application d'une règle, comme l'imposition d'un ratio de capital *contracyclique*.