

Lecture 2

Pour un changement de Central banking : la nécessaire coordination de la politique monétaire et de la politique macroprudentielle au sein de la banque centrale

Jean-Paul Betbèze, Jézabel Couppey-Soubeyran et Dominique Plihon

Introduction

Le rôle et le fonctionnement des Banques centrales n'ont cessé d'évoluer depuis leur création¹. Cette évolution découle très largement du contexte économique dans lequel elles sont amenées à agir. Si l'on se limite à la période de l'Après guerre, on constate ainsi qu'il y a eu deux générations successives de banquiers centraux. Dans les années soixante, le banquier central « keynésien » avait pour objectif de réaliser un arbitrage entre inflation et plein emploi, favorisant souvent le second. Les années quatre-vingt ont vu apparaître le banquier central « conservateur ». Ce dernier a donné la priorité à la lutte contre l'inflation, au moment où l'inflation à deux chiffres avait fait son apparition. On doit se demander s'il n'est pas souhaitable qu'émerge aujourd'hui une troisième génération de banquiers centraux, dans le contexte de la globalisation économique et financière : il ajouterait de manière explicite l'objectif de stabilité financière à celui de stabilité monétaire².

Le régime macroéconomique des années soixante-dix et quatre-vingt, caractérisé par de fortes tensions inflationnistes et qui avait fondé la doctrine et les modalités d'intervention, d'inspiration monétariste, des banquiers centraux « conservateurs » s'est en effet transformé au cours des années 1990-2000 pour donner naissance à un nouveau régime macroéconomique d'inflation basse et stable (Aglietta, Berrebi et Cohen, 2009). La volatilité de l'inflation étant remontée avec la crise amorcée en 2007, il est trop tôt pour dire si ce régime d'inflation basse se maintiendra durablement. Mais, d'ores et déjà, deux constats s'imposent.

Le premier est que la politique monétaire ne constitue pas à elle seule, l'explication de l'inflation basse de cette période de Grande modération des années 1990-2000 : cela nous incite à penser que les déterminants de l'inflation ne sont plus exclusivement monétaires, des facteurs réels et structurels ont gagné en importance : surproduction, concurrence, marchés d'acheteurs, ... autant d'éléments liés à la globalisation de l'économie interviennent.

Le second est que cette Grande modération n'a pas été sans incidence sur le comportement face aux risques des acteurs de la finance, au premier rang desquels les banques qui, au cours des

¹ Rappelons que la Banque d'Angleterre a été créée en 1694 pour faciliter le financement de la dette publique occasionnée par la guerre menée par Guillaume III contre Jacques II et Louis XIV.

² Les crises financières – Rapport du CAE n°50, 2004, R. Boyer, M. Dehove et D. Plihon, p. 172 et suivantes.

années 1990-2000, ont significativement accru leur prise de risque ainsi qu'en atteste un nombre croissant d'études empiriques. Si l'on accepte l'idée que cette prise de risque accrue porte une lourde responsabilité dans le déclenchement de la crise financière, on admet alors aussi que la stabilité monétaire des années 1990-2000 a paradoxalement été préjudiciable à la stabilité financière.

La relation simple et univoque qui consistait à faire de la stabilité monétaire une condition nécessaire et suffisante de la stabilité financière ne tient donc plus. Or c'est bien cette relation qui justifiait que les banques centrales recherchent, en priorité, la stabilité monétaire et qu'elles ne contribuent qu'indirectement ou après coup (en cas de crise mobilisant une intervention des banques centrales en tant que prêteurs en dernier ressort) à la stabilité financière. Dans cette optique, la stabilité financière ne peut plus être tenue comme un objectif de second rang. Certes la stabilité financière apparaît plus délicate à définir et à quantifier que ne l'est la stabilité monétaire. Mais n'est-ce pas au fond parce que les banquiers centraux, comme les économistes, se sont appliqués à définir de façon étroite la stabilité monétaire, en excluant les prix d'actifs de la définition de l'inflation et en évacuant sa dimension externe (taux de change) ? En outre, même en s'appuyant sur une définition étroite de la stabilité monétaire, les stratégies de ciblage d'inflation n'ont pas l'avantage de la simplicité, ni conceptuellement, ni quantitativement. Au contraire, elles exigent des banques centrales qu'elles soient capables de déterminer le sentier de politique monétaire prévu sur la base de prévisions d'inflation et d'écarts de production qui ne sont pas « simples » à établir, puisque inobservables. Le fait que la stabilité financière exige une définition à plusieurs tiroirs et puisse donner lieu à une pluralité de mesures ne la disqualifie donc pas en tant que mission, ni même en tant qu'objectif que les banques centrales ont à poursuivre. Les coûts pour l'économie réelle des crises financières sont en effet trop importants pour que les banques centrales ne s'impliquent pas davantage dans leur prévention.

Le problème auquel est aujourd'hui confrontée l'économie mondiale est triple : 1°/ à moins d'une reprise vigoureuse aux Etats-Unis et en Europe, ce que met en doute de manière unanime (une fois n'est pas coutume !) la communauté des économistes, les économies occidentales ont aujourd'hui plus à craindre du côté de la déflation que de celui de l'inflation ; 2°/ à l'échelle internationale demeure toutefois une ample liquidité, portée par les économies émergentes, qui fait peser des risques élevés d'instabilité financière sous les formes de bulles de prix d'actifs et d'une fragilité des acteurs bancaires et financiers ; 3°/ les déséquilibres macroéconomiques et financiers qui n'auront pas été résorbés à l'issue de la crise risquent alors de se reporter sur les taux de change des principales monnaies. Si ce constat est exact, le cadre opérationnel actuel des Banques centrales (objectifs, instruments, ...) va devoir évoluer. Sans renoncer au contrôle de la stabilité monétaire, les banquiers centraux doivent inclure la stabilité financière dans leurs objectifs prioritaires, à côté de la croissance et de l'emploi. Sinon, les déséquilibres monétaires internationaux deviendront insurmontables.

Cela implique notamment, selon la règle de Tinbergen, que les autorités monétaires recourent à une gamme plus large d'instruments (provisionnement dynamiques, exigences de capital procycliques, réserves obligatoires, refinancement sélectif, ...) dont la plupart relèvent de la politique macroprudentielle. De même, les Banques centrales auront besoin de rechercher une articulation étroite de leur action avec les autorités prudentielles et les autres Banques centrales nationales (Rapport Larosière, 2009). Les banques centrales apparaissent en effet, du fait de leur indépendance, comme les autorités les mieux placées pour prendre en charge la politique macroprudentielle. Celle-ci constituera le chaînon manquant entre la politique monétaire et la surveillance microprudentielle des établissements bancaires. L'implication des banques centrales en matière macroprudentielle n'impliquera pas nécessairement qu'elles endossent aussi le rôle de superviseur microprudentiel. En revanche, partout, il faudra une proximité étroite entre banques centrales et superviseurs pour prévenir le risque de crise systémique.

Points clés et propositions de la lecture 2

- 1/ L'inflation résulte d'un ensemble complexe de facteurs, d'ordre monétaire et structurel, liés à la mondialisation, comme l'illustre la Grande modération.
- 2/ Stabilité monétaire et stabilité financière entretiennent des relations complexes, à double sens, parfois opposées, pouvant conduire à des conflits d'objectifs. La stabilité financière a en effet, paradoxalement, pâti de la crédibilité des banques centrales.
- 3/ Les missions des Banques centrales doivent inclure la stabilité financière, ce qui implique de mettre fin au principe de séparation entre les deux objectifs. La stricte application de ce principe a nui, dans la crise récente, à l'efficacité de l'action des banques centrales.
- 4/ L'instabilité financière revêt des formes différentes selon les périodes et les pays, ce qui rend sa définition et sa mesure complexes. Mais ceci n'est pas une raison pour ne pas faire de la lutte contre l'instabilité financière une mission des banques centrales.
- 5/ Les canaux de transmission bancaire et financiers de la politique monétaire ont été sous-estimés, à la fois par les économistes et par les banquiers centraux. Le canal de la prise de risque a été tardivement reconnu.
- 6/ Le crédit continue de jouer un rôle majeur, que la titrisation a contribué à sous-estimer, dans le financement de l'économie et dans la genèse des crises financières.
- 7/ La politique macro-prudentielle doit devenir l'arme principale de lutte contre l'instabilité financière ; et la Banque centrale un acteur majeur de cette politique. Le macroprudentiel devient ainsi le chaînon qui manquait jusqu'ici entre politique monétaire et supervision microprudentielle.
- 8/ Un élargissement de la gamme des instruments à la disposition des Banques centrales et des autorités prudentielles devient nécessaire pour atteindre simultanément les objectifs de stabilité monétaire et de stabilité financière.
- 9/ Parmi les instruments macroprudentiels, nous proposons de mettre l'accent sur les instruments de régulation du crédit tels que le ratio « *loan to value* » qu'il conviendrait de généraliser et de renforcer, ainsi qu'un système progressif de réserves obligatoires sur les crédits dont l'objectif serait de contrer les emballements du crédit.
- 10/ L'expérience de la crise récente a montré les limites des solutions apportées aux défaillances des entités systémiques. Un repérage et une surveillance de ces entités s'imposent. Une politique d'action préventive pourra être envisagée. Ces actions spéciales relèveront des banques centrales dans le cadre de leur surveillance macroprudentielle.
- 11/ L'implication macroprudentielle des banques centrales n'obligera pas ces dernières à endosser le rôle de superviseur microprudentiel là où elles ne l'ont pas. Il n'y a pas de modèle unique pour organiser la supervision. En revanche, partout, la proximité devra être forte entre la banque centrale et les autorités de supervision. De ce point de vue, le choix français d'une autorité de contrôle prudentiel qui demeure proche de la banque centrale est satisfaisant.
- 12/ Plusieurs dispositions peuvent être envisagées pour assurer cette proximité entre banques centrales et superviseurs prudentiels : un réseau d'informations commun (proche de celui prévu aux Etats-Unis par la loi Dodd-Frank), une gouvernance partagée, la consultation d'une autorité indépendante de protection des consommateurs de services financiers ou encore sa participation aux réunions des comités de pilotages des autorités en charge de la stabilité financière.
- 13/ Compte tenu de l'élargissement de leurs missions et de leurs pouvoirs en matière de stabilité financière, les banques centrales devront, pour préserver voire adapter leur indépendance vis-à-vis des pouvoirs politiques et économiques, rendre davantage de comptes (*accountability*) et développer une culture plus grande du partage d'informations, de la coopération avec les autres autorités et la société civile.