

# Commentaire

Daniel Cohen

## 1. Genèse

La crise a remis en question le consensus sur la politique monétaire qui avait progressivement émergé après la crise des années soixante-dix, laquelle ayant elle-même remis en cause le consensus qui avait prévalu après-guerre.

Dans les années qui ont suivi le choc pétrolier, la Nouvelle école classique de Lucas et Sargent avait imputé la crise aux politiques d'inspiration keynésienne, et leur recherche vaine du plein-emploi. A la manière d'un François Quesnay expliquant au roi que pour gouverner le royaume « il ne ferait rien », la Nouvelle école classique, sous l'influence notamment des travaux de Kydland et Prescott, avait préconisé un interventionnisme *a minima*, nécessitant la poursuite de « règles plutôt que de mesures discrétionnaires ». L'indépendance des Banques Centrales face au pouvoir politique avait été érigée en dogme intangible et, un temps, le refus de toute tentative de stabilisation macroéconomique semblait la meilleure option possible (c'était notamment la conclusion de l'article célèbre de Barro et Gordon).

Une solution plus pragmatique, mais profondément influencée par ces débats avait finalement émergé : celle proposée par John Taylor, d'une règle de politique monétaire qui arbitre entre les deux maux que sont l'inflation et le chômage, mais d'une manière prévisible, comprise par tous, conforme à l'idée de Kydland et Prescott selon laquelle le pouvoir discrétionnaire des Banques Centrales devait être solidement encadré.

## 2. La crise

La crise des subprimes a donné lieu à un grand nombre de controverses, mettant en cause les agences de notation, l'indigence des régulateurs, l'épargne chinoise et la montée des inégalités américaines... Eu égard à la conduite de la politique monétaire, deux interprétations majeures ont été proposées, qui forment le point de départ partagé des deux rapports présentés.

La première vient de John Taylor lui-même, dans un article écrit à chaud, sitôt après avoir quitté l'administration pour retourner à l'Université. La cause de la crise tient à l'écart qu'Alan Greenspan a laissé se creuser entre la politique de taux et la règle de Taylor. Inquiet par les conséquences de l'éclatement de la bulle internet et des effets du 11 septembre, Alan Greenspan a créé une bulle de crédit en menant une politique monétaire beaucoup trop laxiste. S'il s'en était tenu à la règle de Taylor, la crise aurait été évitée. Selon cette interprétation, il n'y aurait rien à changer à la conduite de la politique monétaire: il suffit de respecter la bonne règle.

A cette explication s'en est ajoutée une autre, reprise dans les deux approches présentées, qui critique non le principe de la règle mais la spécification retenue en pratique. Cette interprétation, proposée par Olivier Blanchard, tient que la cible d'inflation retenue par les autorités (autour de 2%) s'est révélée trop basse pour remédier à la crise, après qu'elle s'est déclenchée. Très vite, les taux ont en effet atteint leur plancher, zéro ou presque, privant la politique monétaire de son efficacité directe. Au lendemain de la crise, la règle de Taylor aurait ainsi prescrit des taux de -3%, impossible à atteindre du fait de la non négativité des taux ! Ce faisant, la politique budgétaire a été sollicitée plus qu'il n'eût été nécessaire, provoquant au passage une crise des finances publiques des Etats les plus fragiles.

### 3. Nouveaux problèmes

Comme dans le roman de Sherlock Holmes, l'essentiel tient toutefois à ce qui ne s'est pas passé: l'inflation. La politique laxiste de Greenspan n'a pas déclenché l'inflation prévue (par les modèles de Taylor ou de Barro et Gordon), celle des salaires ou des biens et services mais une autre: l'inflation du prix des actifs. Ce point est la nouveauté radicale de la période récente. Les liquidités n'ayant pas déclenché d'inflation salariale, elles se sont investies ailleurs : dans les actifs financiers.

Tel est le point de départ du débat sur le nouveau Central Banking qui fixe le socle des deux approches proposées: comment régler la politique monétaire, avant et après la crise, lorsque l'inflation tout court n'est plus une statistique suffisante des déséquilibres à gérer, et qu'il faut intégrer l'inflation du prix des actifs. Le débat proposé par les auteurs s'inscrit dans ce cadre, et je le redéfinirais simplement : quels sont les nouveaux compromis devenus nécessaires entre la régulation macroéconomique, l'inflation tout court et celle du prix des actifs. Faut-il des règles stables, sur le modèle de la règle de Taylor, faut-il donner aux Banques Centrales un certain pouvoir discrétionnaire, et si oui lequel ?

Une première manière d'aborder le problème consiste à considérer qu'il faut utiliser l'instrument classique du taux d'intérêt, pour combattre un nouvel objectif, le risque financier. Au dilemme inflation-chômage se substitue donc un trilemme: inflation des biens et des actifs-chômage. Si l'inflation salariale est maîtrisée, le trilemme redevient un dilemme classique, et on est ramené au problème habituel. Reste évidemment à bien comprendre ce qui fait que l'inflation salariale est neutralisée. Si elle doit à la crédibilité de la politique monétaire, il n'est pas sûr qu'elle survive à l'objectif de stabilisation financière. On le voit aujourd'hui: la politique ultra-laxiste de Bernanke pour faire monter le prix des actifs obligataires ne conduira-t-elle pas à un renouveau de l'inflation? En toute hypothèse, l'approche 1 argue en faveur d'une action préventive, qui n'était pas de mise avant l'éclatement des *subprimes*. A l'époque, on expliquait que l'objectif d'inflation tout court devait seul primer, à charger de nettoyer ensuite les pertes, le fameux: CUA, clean up afterwards... Le nouveau Central Banking devra manifestement sortir de cette doctrine.

Les deux approches proposées dans le rapport plaident pour un nouvel usage des politiques macro- et microprudentielles. Selon la première approche proposée dans le rapport, chaque acteur doit rester dans son rôle. La politique monétaire doit continuer de gérer le dilemme inflation-chômage, tandis que la politique prudentielle doit viser à gérer les risques financiers. Dans la seconde approche, sans faire nécessairement de la Banque Centrale le superviseur en chef des risques financiers, il est recommandé de coordonner étroitement sa politique avec celui-ci, de manière à caler sa politique de crédit à des objectifs macro-financiers. L'analogie avec le débat sur la règle de Taylor rejaillit ici directement. S'il s'agit de fixer des règles immuables, le mieux est sans doute de les inscrire dans les règles prudentielles qui gouvernent les établissements financiers. Les provisions dynamiques qui seront nécessaires dans le cadre de Bâle 3, et dont les modalités seront laissées aux autorités nationales, s'inscrivent dans ce cadre. Notons toutefois que les banques espagnoles étaient déjà soumises à ce régime, ce qui n'a pas empêché la bulle immobilière dont les conséquences ont été ensuite brutales pour les banques elles-mêmes. Il semble clair qu'un certain pouvoir d'appréciation doit être laissé aux Banques Centrales. De quels leviers doivent-elles disposer?

Le seul taux d'intérêt n'est approprié que dans les cas où le risque de bulles et le risque d'emballement macro-économique sont concomitants. Mais cette "coïncidence divine", pour reprendre une formule de Blanchard et Gali, n'est pas assurée. D'autres instruments sont souhaitables. D'une certaine façon, les Banques Centrales ont montré qu'elles en disposaient déjà: elles peuvent réviser la classe d'actifs qu'elles acceptent en Repos. Elles peuvent ainsi agir sur le prix relatif des classes d'actifs, ce qui leur donne un degré de liberté additionnel, par rapport au choix du taux directeur, qui fixe le prix de l'actif sans risque.

Comme le montre l'exemple de l'immobilier, toutefois, il est tout à fait possible qu'au sein d'une catégorie d'actifs, l'un d'entre eux s'échappe et forme une bulle. Que faire en ce cas, sachant qu'on n'est évidemment jamais sûr qu'il s'agisse d'une bulle (l'immobilier français, par exemple, qui a doublé comme les autres au cours des années 2000, est-il victime d'une bulle) ? En fait, l'exemple de l'immobilier, qui revient si souvent dans les crises financières, mérite vraisemblablement un traitement à part. Lorsque les prix explosent, il n'est pas sûr que ce soit aux seules autorités monétaires d'agir. La politique fiscale peut être mise à contribution aussi (en influençant le taux d'apport personnel par exemple).

Au final, le point central est sans doute le suivant : quelle que soit la politique suivie, il est indispensable qu'elle ne soit pas biaisée à la hausse ou à la baisse, mais qu'elle soit dynamiquement soutenable, pour stabiliser les évolutions autour d'un point d'équilibre raisonnable. Le grand progrès accompli par la règle de Taylor, par rapport aux prédictions naïves des modèles antérieurs, a été de montrer qu'il n'y a pas de mal à intervenir, pourvu que ce soit autour d'objectifs mutuellement compatibles entre eux. Dans les débats récents, on peut dire que le "Greenspan put" a remplacé le biais inflationniste des modèles habituels. De même qu'une banque centrale dédiée à accroître l'emploi perd sa crédibilité et accroît l'inflation, une politique comme celle qui fut menée par Greenspan, de lutte contre les krachs, perd sa crédibilité et déclenche une inflation du prix des actifs. Tel est le défi que le nouveau Central Banking devra relever.



## Commentaire

Jean-Pierre Vesperini

*« Yet history cautions that people experiencing long periods of relative stability are prone to excess ».*

A. Greenspan, 17 février 2005

*« If making monetary policy is like driving a car, then the car is one that has an unreliable speedometer, a foggy windshield and a tendency to respond unpredictably and with a delay to the accelerator or the brake ».*

B. Bernanke, 2 décembre 2004

Dans les circonstances actuelles, le rapport qui vient d'être rédigé sur la politique monétaire des Banques centrales présente évidemment un très grand intérêt. Son objet est double. D'abord, il se propose d'analyser les causes de la crise financière que le monde a connue au cours des années 2007 et 2008 et dont les conséquences sont aujourd'hui encore dramatiques aux États-Unis comme en Europe. Ensuite, il vise à dégager de cette analyse un certain nombre de recommandations en matière de politique monétaire qui devraient permettre d'éviter qu'une crise financière semblable puisse se produire à nouveau.

Pour le rapport, la crise financière qui a éclaté en août 2007 est le résultat d'un énorme accroissement du crédit. Cet accroissement du crédit a en effet nourri une augmentation excessive du prix des actifs, et notamment une bulle sur les actifs immobiliers aux États-Unis comme dans plusieurs pays d'Europe. Et l'explosion de cette bulle a directement provoqué la crise financière.

Le rapport voit deux causes dans l'énorme accroissement du crédit qui a précédé la crise. La première réside dans la fixation des taux directeurs des Banques centrales à des niveaux beaucoup trop faibles. Le rapport trouve une preuve objective de ce que les taux d'intervention des Banques centrales ont été fixés à des niveaux beaucoup trop faibles dans le fait que ces taux ont été très inférieurs aux valeurs que recommandait l'application de la règle de Taylor dans laquelle le taux d'intérêt est une fonction linéaire de l'écart à la croissance potentielle et de l'écart à l'inflation désirée.

La seconde tient à ce que les autorités monétaires se sont préoccupées uniquement de la stabilité conjoncturelle, c'est-à-dire de la stabilité de l'emploi et des prix à la consommation, mais pas de la stabilité financière, c'est-à-dire de la stabilité du prix des actifs.

Il convient alors de préciser et de nuancer l'analyse du rapport sur ces différents points.

Sur le fait que la crise financière trouve son origine dans un accroissement excessif du crédit, donc de l'endettement comme du prix des actifs, il y a consensus et l'on ne peut qu'être d'accord avec le

rapport sur ce point. En revanche, sur le fait que l'accroissement excessif du crédit soit le résultat de la fixation des taux directeurs des Banques centrales à des niveaux trop faibles, les choses sont beaucoup moins claires.

Tout d'abord, affirmer que les taux directeurs ont été fixés à des niveaux trop faibles parce qu'ils étaient très inférieurs à ce qu'indiquait la règle de Taylor n'emporte pas vraiment la conviction. La règle de Taylor peut donner des indications utiles au cours de certaines périodes mais elle est loin d'être valable en toutes circonstances. En particulier, si nous prenons une vue plus étendue, c'est-à-dire en regardant l'évolution des taux d'intérêt, non pas à partir de 2000, comme le fait le rapport, mais à partir de 1990, nous constatons qu'entre 1990 et 2000, les taux résultant de l'application de la règle de Taylor ont été parfois très inférieurs aux taux directeurs de la Réserve fédérale. En particulier, au cours de la période allant de 1994 à 2000, caractérisée par une très forte expansion aux États-Unis, si les autorités monétaires avaient appliqué la règle de Taylor, elles auraient déclenché une surchauffe de l'économie et une très forte hausse de l'inflation. Pour se persuader enfin que la règle de Taylor n'est pas inscrite dans les Tables de la Loi, il suffit d'observer la période actuelle où cette règle n'est tout simplement pas applicable parce qu'elle aboutit à recommander des taux d'intérêt nominaux négatifs.

Cela étant, indépendamment de ce qu'indique la règle de Taylor, il est hors de doute que les taux d'intérêt se sont situés à des niveaux trop faibles au cours des années 2002 à 2004. Une observation permet de s'en rendre compte : il s'agit de l'écart entre le taux de croissance nominal du PIB (4,9% par an en moyenne au cours de cette période) et les taux d'intérêt à court terme (1,5% par an en moyenne).

Si donc l'on ne peut contester que les taux d'intérêt aient été trop faibles au cours des années 2002 à 2004, peut-on pour autant considérer que la faiblesse des taux a été la cause essentielle de l'expansion excessive du crédit qui a conduit à la crise ?

Il convient pour cela d'observer l'évolution du crédit aux États-Unis puisque c'est là qu'est née la crise et d'observer cette évolution, non pas seulement depuis 2000, mais depuis 1990. Nous pouvons alors distinguer très clairement deux phases dans l'évolution du crédit : la première qui va de janvier 1990 au mois de mai 2002, la seconde qui va de mai 2002 au mois d'août 2007. Au cours de la première phase, le crédit a augmenté au taux de 5,9 % par an, tandis qu'il a augmenté au taux de 9,7 % par an au cours de la seconde phase. Si l'on compare alors la croissance du crédit à celle du PIB nominal au cours de chacune de ces périodes, on s'aperçoit qu'au cours de la première période, le crédit a augmenté à un rythme voisin de celui du PIB (5,9% contre 5,1 % pour le PIB), alors qu'au cours de la seconde période il a augmenté nettement plus vite que le PIB (9,7 % contre 5,7 % pour le PIB). Par conséquent, nous pouvons dire qu'au cours de la première période, la croissance du crédit s'est faite à un rythme raisonnable. C'est seulement au cours de la seconde période, c'est-à-dire en gros au cours des cinq années qui ont précédé la crise financière que la croissance du crédit s'est effectivement déroulée à un rythme tout à fait excessif ( cf. tableau ci-après).

	Taux de croissance annuel moyen du PIB nominal (1)	Taux de croissance annuel moyen du crédit (2)	(3) = (2) / (1)	Taux long moyen 10 ans	Taux court moyen 3 mois	Taux long réel moyen	Taux court réel moyen
1 <sup>er</sup> : 1990-2 <sup>o</sup> : 2002	5,1 %	5,9 %	1,1	6,4 %	5,1 %	3,5 %	2,2 %
3 <sup>e</sup> : 2002-3 <sup>o</sup> : 2007	5,7 %	9,7 %	1,7	4,4%	3,1 %	1,6 %	0,3 %

Source : Base de données OCDE et Fédéral Réserve System, calculs de l'auteur

Dès lors la question qui se pose est celle de savoir à quoi est due cette accélération de la croissance du crédit qui se manifeste à partir de 2002. On peut tout d'abord attribuer cette accélération à la politique de taux de la Réserve fédérale puisque nous avons constaté qu'au même moment, au cours des années 2002 à 2004, les taux d'intérêt étaient particulièrement faibles.

Mais si l'on doit admettre que les autorités monétaires américaines ont sans doute eu tort de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux aussi faibles - encore qu'elles aient l'excuse de l'incertitude dans laquelle elles se trouvaient quant aux perspectives de reprise de l'activité qui risquait d'être affectée par la hausse des prix du pétrole (15,2 % en 2003, 32,6 % en 2004) et si cette faiblesse a évidemment favorisé l'accélération de la croissance du crédit ( Cf. Tableau supra ) - , pour autant on ne peut pas accepter sans réserve l'idée que la politique de taux d'intérêt de la Réserve fédérale ait été complétement erronée et encore moins que cette politique ait été la principale responsable de la croissance excessive du crédit.

C'est qu'en effet dès le mois de juin 2004, les autorités monétaires ont procédé à l'augmentation de leur taux directeur conduisant donc à une augmentation des taux à court terme, qui s'est poursuivie continûment en 2005 et 2006, si bien qu'à la veille de la crise, en 2006 et au premier semestre 2007 les taux d'intérêt à court terme étaient voisins des taux de croissance du PIB nominal, ce qui témoigne que la politique de taux n'était pas particulièrement accommodante. Et si, à la suite du rapport, l'on juge que la règle de Taylor constitue une norme valable pour la fixation des taux, on observe aussi qu'à la veille de la crise, les taux courts avaient aux États-Unis une valeur voisine de celle résultant de l'application de la règle de Taylor. Les autorités monétaires américaines ont sans doute tardé à augmenter leur taux, mais elles les ont augmentés, et elles les ont augmentés à des niveaux convenables.

Dès lors, si l'on ne peut reprocher aux autorités monétaires américaines d'avoir eu une politique de taux d'intérêt excessivement laxiste, si donc l'on ne peut attribuer au seul niveau des taux d'intérêt l'accélération de la croissance du crédit qui se produit en 2002 et se poursuit jusqu'au milieu de l'année 2007, à quoi cette accélération peut-elle être attribuée ?

La réponse à cette question nous est donnée en observant l'évolution de la base monétaire mondiale qui connaît précisément elle aussi une discontinuité au cours de l'année 2002. Alors qu'entre 1992 et 2002 la base monétaire mondiale augmentait approximativement au rythme de 7 % par an, entre 2002 et 2007, elle a augmenté au taux de 13% par an. L'accélération de la croissance du crédit qui se manifeste aux États-Unis à partir de 2002 n'est donc qu'un aspect de l'accélération de la croissance de la liquidité que nous observons partout dans le monde au cours de la même période. C'est ce mouvement que tous les contemporains, banquiers, gérants de fonds ou trésoriers d'entreprises relevèrent, conscients de vivre une période tout à fait exceptionnelle, caractérisée par une extraordinaire abondance de la liquidité.

Et l'accélération de la croissance de la base monétaire mondiale qui se produit en 2002 résulte elle-même de l'accélération de la croissance des réserves de change des Banques centrales dans le monde auxquelles la base monétaire mondiale est étroitement liée entre 2002 et 2007.

Enfin, l'accélération de la croissance des réserves de change des Banques centrales est la conséquence des déséquilibres globaux et plus particulièrement de l'accumulation des réserves de change par la Chine, due à la politique de sous-évaluation massive de sa monnaie. Ce n'est pas un hasard si la rupture de tendance dans l'évolution du crédit aux États-Unis, comme de la base monétaire mondiale et des réserves de change mondiales, se produit en 2002, c'est-à-dire exactement un an après l'entrée de la Chine dans l'OMC. Par cette entrée, la Chine s'est en effet acquis tous les avantages de l'adhésion à l'OMC, mais sans en respecter les obligations puisque bien évidemment la sous-évaluation massive de son taux de change équivaut à un droit de douane sur les importations et à une subvention à ses exportations, ce qui explique pour une large part les excédents de sa balance commerciale et l'énorme accumulation de ses réserves de change.

Un point doit être ici mentionné qui souligne la responsabilité de la politique monétaire de la Chine dans l'accélération de la croissance du crédit observé aux États-Unis entre 2002 et 2007, et relativise au contraire celle de la politique de taux adoptée par les autorités monétaires américaines. Il s'agit de l'évolution comparée des taux d'intérêt à court terme et des taux d'intérêt à long terme entre 2002 et 2007. Le resserrement de la politique de taux par les autorités américaines commence, comme nous l'avons vu, dans le courant de l'année 2004 et se poursuivra jusqu'à la veille de la crise financière si bien qu'entre le premier trimestre 2004 et le deuxième trimestre 2007, les taux courts sont passés de 1,05 à 5,32 %, soit une hausse de 4,27 points. Normalement, cette hausse des taux courts aurait dû conduire à une hausse des taux longs. Dans les phases précédentes de resserrement de la politique des taux par la Réserve fédérale, on avait effectivement observé une hausse des taux longs : entre le troisième trimestre 1993 et le premier trimestre 1995, les taux courts étaient passés de 3 à 6,2 % et les taux longs étaient passés de 5,6 % au quatrième trimestre 1993 à 7,8 % au quatrième trimestre 1994. Et de même, les taux longs étaient passés de 4,7 à 6,5 % entre le quatrième trimestre 1998 et le premier trimestre 2000 quand les taux courts étaient passés de 5 % au premier trimestre 1999 à 6,6 % au quatrième trimestre 2000. Or ici, la hausse de 4,27 points des taux courts entre le premier trimestre 2004 et le deuxième trimestre 2007 ne s'est accompagnée que d'une hausse de 0,83 point des taux longs qui passèrent pendant cette période de 4,02 à 4,85 %. Paradoxalement, c'est au moment où, en 2004, la Réserve fédérale a commencé à durcir sa politique de taux que l'on a observé un aplatissement de la courbe des taux qui s'est poursuivi en 2005 pour aboutir à une inversion en 2006 et 2007. Autrement dit, le resserrement considérable de la politique de taux américaine a été pratiquement sans effet sur les taux à long terme en grande partie parce que le placement des réserves de change de la Banque centrale de la Chine en bons du Trésor américains a stabilisé les taux d'intérêt à long terme. Or il convient de remarquer que ce sont les taux longs qui sont essentiels dans le financement de l'activité immobilière. En ce sens, la politique monétaire adoptée par la Chine est directement responsable de la bulle immobilière qui a conduit à la crise financière.

Est-ce à dire pour autant que les autorités monétaires américaines n'ont aucune responsabilité dans la formation et l'explosion de cette bulle, que leur seule faute ait été seulement d'avoir tardé à resserrer leur politique de taux d'intérêt ?

A l'évidence, non.

Les autorités monétaires américaines ont commis deux fautes majeures.

En premier lieu, alors qu'auparavant les crédits destinés à l'immobilier étaient essentiellement à taux fixes, elles ont laissé se développer des crédits à taux variables, donc liés au taux d'intervention de la Réserve fédérale, et qui de plus étaient accordés sans discernement à des ménages dont la situation financière était fragile (crédits subprimes). Ce faisant, la Réserve fédérale s'est mise dans une situation de « squeeze » : ou elle n'augmentait pas ses taux et dans ce cas, elle laissait l'économie subir tous les inconvénients qui s'attachent à des taux trop faibles (surchauffe, inflation) ou elle les augmentait, ce qu'elle fit, ce qui ne pouvait que rendre insolubles le grand nombre de ménages que l'on n'avait imprudemment laissé s'endetter, et par conséquent faire exploser la bulle immobilière et déclencher la crise financière.

En second lieu, les autorités monétaires américaines n'ont pas prêté une attention suffisante aux risques liés au développement des innovations financières (SIV, conduits, produits complexes titrisés et disséminés dans le système financier). Elles ont d'autre part poussé beaucoup trop loin la dérégulation des institutions financières, comme par exemple la décision prise en 2004, d'exempter pratiquement les banques d'investissement de ratios d'endettement. Et le développement des innovations, comme la dérégulation des institutions financières, ont abouti, dans le contexte d'accroissement de la liquidité, lié, comme nous l'avons indiqué, aux déséquilibres globaux de l'économie mondiale, à un développement excessif du crédit, qui a nourri et s'est nourri de la hausse du prix des actifs, conduisant finalement à la crise financière.



Par conséquent, la leçon que nous devons tirer de la crise, et le rapport le dit très bien, c'est que les Banques centrales ne doivent plus seulement être attentives à l'évolution des prix à la consommation, mais qu'elles doivent l'être aussi à celle du prix des actifs et par conséquent à l'expansion du crédit.

Mais si, lorsqu'elles bornaient leur mission au maintien de la stabilité conjoncturelle (inflation, chômage), les Banques centrales pouvaient se contenter de n'utiliser qu'un seul instrument, leurs taux directeur, dès lors qu'elles s'assignent une seconde mission, le maintien de la stabilité financière, c'est-à-dire du prix des actifs, elles doivent se doter pour cela de nouveaux instruments.

Dans ces conditions, le rapport aboutit à deux recommandations majeures : d'abord, ajouter une nouvelle mission aux Banques centrales : la surveillance du prix des actifs. Ensuite, par voie de conséquence, ajouter de nouveaux instruments à la panoplie des instruments des Banques centrales.

Si ces recommandations sont peu contestables dans leur principe, doit-on pour autant admettre, comme le rapport semble le penser, que leur mise en œuvre permettrait d'éviter qu'une nouvelle crise financière, semblable à celle que nous avons vécue, puisse se produire ?

Il est difficile de l'admettre pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, l'expansion excessive du crédit qui a conduit à la crise financière ne nous semble pas due essentiellement, comme le pense le rapport, à une politique de taux d'intérêt défectueuse de la Réserve fédérale, ni même à une absence ou une insuffisance d'instruments macroprudentiels appliqués aux banques. Comme nous l'avons indiqué, *la cause, non pas unique, mais majeure de la crise financière que nous avons connue réside dans les déséquilibres globaux de l'économie mondiale dus eux-mêmes à la sous-évaluation massive de la monnaie de la Chine*. Ce sont ces déséquilibres qui ont joué un rôle décisif dans l'abondance de liquidité ayant conduit à la crise. Et tant que ces déséquilibres subsisteront, nous serons confrontés au risque de l'apparition et de l'explosion de bulles spéculatives. La seule solution pour réduire ce risque de manière efficace réside dans une nouvelle organisation monétaire mondiale, autrement dit dans une réforme du système monétaire international, qui ne peut venir que d'une coopération entre les différents gouvernements et Banque centrales.

Ainsi, les conditions susceptibles de conduire à une expansion excessive du crédit, et par conséquent du prix des actifs, restent toujours présentes, hors du contrôle des Banques centrales, prises une à une.

Cela étant, on peut penser, en suivant le rapport, qu'il appartient justement aux Banques centrales de mettre en place les instruments permettant d'éviter qu'une abondance de liquidité ne se traduise par une hausse excessive du crédit et du prix des actifs.

Laissant de côté la difficile et quasiment insoluble question de savoir à quel moment le prix d'un actif devient excessif, et par conséquent à quel moment la Banque centrale doit intervenir pour en arrêter l'ascension, le rapport suggère en particulier la mise en place de ratio « prêt sur valeur » ou de réserves obligatoires progressives sur les crédits. On peut aussi penser à une utilisation plus active des réserves obligatoires sur les dépôts comme à l'instauration d'un provisionnement dynamique ou au renforcement des exigences en fonds propres et en liquidités. Si l'utilisation de ces instruments apparaît *a priori* justifiée, il faut tout de même souligner que leur efficacité n'est pas garantie, soit pour des raisons techniques (les difficultés d'application des réserves obligatoires sur les crédits sont bien connues qui avaient conduit la France à les abandonner, l'existence d'un provisionnement dynamique n'a pas empêché les difficultés rencontrées par les banques espagnoles), soit surtout en raison de l'intégration des marchés financiers, qui est désormais achevée au niveau mondial.

Et de fait la seule réglementation qui serait aujourd'hui efficace est celle qui résulterait d'une coordination des Banques centrales et des autorités de régulation entre les États-Unis et l'Union européenne. Une telle coopération apparaît cependant difficile à établir en raison de la concurrence qui oppose les places financières de ces deux ensembles.

De sorte que même si des instruments pruden­tiels peuvent être mis en place dans chacun de ces ensembles et, au-delà, dans les nations qui les composent, on ne doit pas se faire d'illusion sur la capacité du système financier mondial à empêcher l'apparition d'une nouvelle crise financière. Et cela, d'autant plus que les mesures de réglementation mises en place aux États-Unis, comme dans l'Union Européenne, qui visent à empêcher la formation de nouvelles bulles de crédit, s'appliquent essentiellement aux banques, mais laissent de côté les institutions financières non bancaires, le *shadow banking system*, qui a joué un rôle essentiel dans le développement de la crise.

Le renforcement de la réglementation des banques, comme l'alourdissement d'obligations de capital ou l'interdiction de certaines opérations, risque d'ailleurs d'être contreproductif et d'aboutir à un transfert de certaines opérations des banques vers le *shadow banking system*. Étant donné l'importance de la liquidité qui peut irriguer ce système et l'intensité des liens qui le lient aux banques, on peut craindre qu'il ne donne brusquement naissance à un choc systémique.

C'est la raison pour laquelle, même si la recherche d'une amélioration de la politique monétaire suivie par les Banques centrales est nécessaire, et le présent rapport y contribue utilement, la réglementation du *shadow banking system*, qui fort heureusement commence à se mettre en place, d'ailleurs plus rapidement aux États-Unis qu'en Europe, apparaît comme étant d'une importance tout aussi fondamentale que les règles qui doivent présider à la politique monétaire des Banque centrales, si nous voulons éviter qu'une crise plus grave encore que celle que nous venons de connaître puisse se produire.