

## Résumé

Le *central banking* après la crise : deux lectures d'une enquête internationale auprès d'économistes et de banquiers centraux. *Jean-Paul Betbèze, Christian Bordes, Jézabel Couppey-Soubeyran, Dominique Plihon.*

Ce rapport traite de l'évolution nécessaire des missions des banques centrales en réponse à la crise financière que nous venons de traverser. Les banques centrales doivent tirer les leçons de la crise. La plus importante d'entre toutes est qu'elles n'ont pas été suffisamment attentives à la stabilité financière. Les auteurs de ce rapport sont tous d'accord sur ce point. Le rapport se présente toutefois sous la forme de deux approches qui divergent quant à la façon d'articuler la politique monétaire et la politique de stabilité financière. Les clivages se situent principalement à deux niveaux. Au niveau tout d'abord du principe de séparation que la première approche maintient entre ces deux politiques et que la seconde approche recommande au contraire d'abandonner. Au niveau ensuite de la gouvernance fondée sur l'indépendance, la transparence et la responsabilité que la première approche entend préserver au maximum alors que la seconde approche perçoit des changements nécessaires à ce niveau aussi. Le rapport s'appuie sur un travail d'enquête à l'aide d'un questionnaire soumis à des économistes et à des banquiers centraux. Chaque approche débouche sur un ensemble de recommandations. Le rapport a bénéficié de trois compléments réalisés par Michel Aglietta, Charles Goodhart, et Tommaso Padoa-Schioppa (décédé en décembre 2010) à qui les auteurs dédient ce rapport. Les commentaires en séance plénière ont été confiés à Jean-Pierre Vesperini et à Daniel Cohen.

### 1. Les banques centrales face à la crise

La crise financière récente, dont les retombées sur l'économie réelle ont été graves, a rendu incontournable une réflexion sur la régulation d'ensemble de la sphère bancaire et financière. Les banques centrales sont au cœur de cette régulation, à travers la politique monétaire qu'elles conduisent et la politique de stabilité financière à laquelle elles contribuent. Si leurs interventions d'urgence et le déploiement d'une batterie de mesures non conventionnelles ont, de l'avis d'une majorité d'économistes, permis d'enrayer la spirale déflationniste dans laquelle la crise menaçait d'emporter les économies du monde occidental, l'insuffisance de leur action préventive, voire leur responsabilité dans le déclenchement de la crise, demeurent débattues. Trois thèses se confrontent en la matière. La première les exonère de toute responsabilité, en imputant la crise à un défaut de surveillance du système financier. Une deuxième leur attribue une forte responsabilité : après avoir bien suivi les recommandations du modèle canonique dans les années 1980-1990 (notamment en conduisant leur politique monétaire conformément à une règle), les banques centrales s'en seraient éloignées, pour ne pas dire affranchies, à partir des années 2002-2003 (avec des taux directeurs durablement inférieurs à ceux recommandés par la règle de Taylor). Une troisième met en avant le paradoxe de la crédibilité, crédibilité héritée de la période antérieure de croissance non inflationniste. Selon cette thèse, les succès atteints dans la sauvegarde de la stabilité monétaire, combinés à une moindre volatilité de la hausse des prix et de l'activité économique, auraient contribué à réduire le coût du risque. Dans ce climat, les acteurs financiers ont été incités à prendre des risques excessifs, ce qui les a fragilisés. Les banques centrales ont certes envoyé des signaux d'alerte, mais elles n'ont pas agi pour désamorcer les tensions financières. Tout en reconnaissant la pluralité de facteurs à l'origine de la crise, les auteurs du rapport pointent parmi ceux-ci l'attention

insuffisante des banques centrales portée à la stabilité financière et soutiennent l'idée qu'il faut faire évoluer en conséquence le *central banking*. Ils se rejoignent sur la nécessité d'une articulation entre la politique monétaire et la politique de stabilité financière globale dite *macroprudentielle* pour y parvenir. Mais ils se séparent quant aux modalités de cette articulation.

## 2. La remise en cause du principe de séparation

Christian Bordes reconnaît que la crise a fait voler en éclat la séparation entre la politique monétaire orientée uniquement vers le maintien de la stabilité des prix à moyen terme et la gestion de la liquidité destinée à garantir la stabilité financière stricto sensu, du moins le bon fonctionnement du marché monétaire. Cependant, il défend le maintien de la séparation entre la politique monétaire et la politique de stabilité financière globale, c'est-à-dire la politique macroprudentielle. L'articulation des deux doit selon lui reposer sur un principe bien connu de politique économique qui consiste à affecter chaque instrument dont on dispose à l'objectif pour lequel il est le plus efficace (principe d'affectation optimale des instruments de l'économiste américain Robert Mundell) : la réalisation de la stabilité des prix pour la politique monétaire, la stabilité financière pour la politique macroprudentielle, confiées respectivement à deux autorités distinctes, la banque centrale bien entendu pour la stabilité monétaire et une autre autorité indépendante pour la stabilité financière.

Jean-Paul Betbèze, Jézabel Couppey-Soubeyran, et Dominique Plihon défendent quant à eux une autre forme d'articulation. Selon eux, la coordination ne doit pas se limiter à la politique monétaire et à la gestion de la liquidité mais doit être étendue à la politique macroprudentielle. Ils soulignent les dangers du principe de séparation entre stabilité monétaire et stabilité financière au sens large. La politique monétaire des années 1990-2000 s'est conformée scrupuleusement à ce principe de séparation. Les grandes banques centrales se sont concentrées sur leur objectif de stabilité monétaire et entendaient ainsi contribuer à la stabilité financière. Les liens entre stabilité monétaire et stabilité financière se sont révélés autrement plus complexes qu'elles ne le supposaient. Ainsi que l'illustre le paradoxe de la crédibilité popularisé par les travaux de Claudio Borio à la banque des règlements internationaux, la stabilité monétaire renforcée par la crédibilité des banques centrales peut se révéler le ferment de l'instabilité financière. La période de grande modération des années 2000, caractérisée par une inflation basse et stable, dont les banques centrales ne sont pas les seuls artisans mais à laquelle elles ont indéniablement contribué, a favorisé une moindre aversion à l'égard du risque et ce faisant incité un grand nombre d'agents économiques, au premier rang desquels les banques, à prendre des risques excessifs. Les canaux par lesquels transitaient les effets correspondants de la politique monétaire étaient alors largement ignorés ou sous-estimés. Le canal du crédit était supposé faible, voire désuet. Le canal de la prise de risque des banques a quant à lui fait son apparition plus récemment dans la littérature académique. Or, c'est par ces deux canaux que les bas taux d'intérêt du début des années 2000 ont favorisé l'instabilité financière. Ces canaux devront désormais faire l'objet d'une surveillance renforcée. Parce que la stabilité monétaire ne garantit pas la stabilité financière, les banques centrales doivent conférer à ces deux objectifs une importance égale. Et parce que ces deux objectifs peuvent entrer en conflits, elles ne sauraient y parvenir à l'aide du taux d'intérêt pour seul instrument. Le taux d'intérêt ne peut pas tout. Dans cette approche, ce n'est pas une règle de Taylor augmentée qui est défendue mais une large batterie d'instruments macroprudentiels mobilisables par la banque centrale qui apparaît comme l'autorité la mieux placée pour endosser la responsabilité de la politique macroprudentielle.

Dans les deux approches défendues dans le rapport, les auteurs sont d'accord sur le principe qu'il n'existe pas de modèle de coordination unique entre politique monétaire et politique prudentielle. La politique microprudentielle n'est pas nécessairement du ressort des banques centrales. Et même lorsqu'il est préconisé dans l'approche 2 qu'elles endossent la responsabilité de la politique macroprudentielle, cela n'implique pas nécessairement qu'elles endossent celle de la politique microprudentielle. Confier les surveillances à la fois micro- et macro-prudentielles aux banques

centrales pourrait en effet présenter plusieurs inconvénients : concentration excessive de pouvoir, risque de bureaucratie, moindre efficacité dans la masse des informations à traiter, ... Cela risquerait aussi d'augmenter le poids des dispositifs prudentiels sectoriels, pourtant moins bien adaptés à l'intégration des activités bancaires et financières. La raison en est que si la banque centrale peut apparaître comme un superviseur naturel pour les banques, il n'en va pas de même pour les autres intermédiaires financiers : la banque centrale est très rarement un superviseur unique lorsqu'elle est superviseur. L'important est que, lorsque la banque centrale n'est pas micro-superviseur, elle soit en relation étroite et permanente avec le(s) superviseur(s). C'est ce défaut de relation qui a, par exemple, rendu beaucoup plus difficile la gestion de la crise financière au Royaume-Uni.

### 3. La gouvernance des banques centrales

Si le *central banking* ne pourra rester inchangé après la crise, il n'en demeure pas moins que certains de ces principes sont à conserver. En particulier ceux qui caractérisent sa gouvernance. Christian Bordes soutient, à cet égard, la nécessité de préserver le modèle de banque centrale « indépendante, transparente, et responsable ». C'est pour cette raison qu'il juge trop ambitieuse une coordination qui consisterait à confier à une même autorité / un même comité la responsabilité de la politique monétaire et celle de la politique macroprudentielle. Il soutient en effet que cela pourrait réduire l'efficacité de la politique monétaire en rendant difficile l'exercice de l'autonomie de la banque centrale, en nuisant à la transparence de son action et en compliquant sérieusement le contrôle de son action. Dans ces conditions, il soutient que la réponse la plus réaliste consiste à s'en tenir au principe d'affectation des instruments énoncé précédemment : chaque instrument doit être affecté à la réalisation de l'objectif pour lequel il est le plus performant.

Lorsqu'ils plaident pour une 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 soulignent les risques et les difficultés que cela comporte au niveau de la gouvernance. En charge de missions étendues, les banques centrales auront aussi un pouvoir accru. A pouvoir accru, devoir accru ! Un devoir accru de responsabilité (*accountability*), d'explication, et de transparence. Un devoir accru de coopération et de partage d'information avec les autres autorités en charge de la stabilité financière. Cela tout en se protégeant du risque de capture tant par les acteurs publics que privés, ce qui implique que les banques centrales exercent leur indépendance, à l'égard de tous les acteurs, non seulement publics, mais également privés.

### 4. Une enquête internationale auprès d'économistes et de banquiers centraux

Pour sonder l'état du débat autour de l'évolution des missions des banques centrales, les auteurs du rapport ont élaboré un questionnaire. Ce type d'enquête est devenu fréquent en particulier, d'ailleurs, au sein des banques centrales.

Réparties en six grands thèmes, cinquante-cinq questions sont posées pour aborder les différentes dimensions (organisationnelle, instrumentale, stratégique, soubassement théorique...) du *central banking* :

1. Dans le premier thème « *Grande modération* » et *instabilité financière*, les questions portent sur l'environnement macroéconomique de la politique monétaire avant la crise ainsi que sur les origines possibles des déséquilibres financiers observés au cours de cette période.

2. Dans *Design institutionnel du central banking*, les questions portent sur le cadre institutionnel du *central banking*, et tentent de cerner les évolutions provoquées par la crise (opportunité des réformes, remise en cause du principe de séparation...).
3. Dans *Stabilité financière*, les questions sont relatives à l'implication des banques centrales en matière de stabilité financière et aux évolutions attendues dans ce domaine.
4. Dans *Politique monétaire : canaux de transmission/stratégie/instruments*, les questions concernent les aménagements possibles de la politique monétaire actuellement débattus (relèvement de la cible d'inflation, ciblage du niveau général des prix, ...).
5. Dans *Dimension internationale*, sont abordés les problèmes de coordination à l'échelle internationale entre les grandes banques centrales.
6. Le dernier thème, *Sciences économiques/science et art du central banking*, regroupe des questions sur les rôles respectifs de l'art et de la science dans le *central banking* avant et après la crise.

Le questionnaire a été adressé à environ 200 destinataires (universitaires, banquiers centraux, superviseurs) parmi lesquels 46 ont répondu : 15 banquiers centraux (les superviseurs ont été trop peu nombreux à répondre pour constituer une catégorie à part entière de participants) et 31 universitaires, du monde entier (au total 16 pays plus la « zone euro » représentée par la BCE). Les banquiers centraux sont naturellement bien répartis entre les 16 pays puisque généralement une personne a répondu au nom de son institution (exceptionnellement deux au Japon). Les économistes français (12), américains (10) et britanniques (4) sont les plus représentés parmi les participants au questionnaire. Les réponses sont présentées à l'aide d'illustrations graphiques, à chaque fois pour l'ensemble des participants et par catégorie (banques centrales, économistes), accompagnée d'un commentaire explicatif. Un certain nombre de ces illustrations sont reprises dans le corps du rapport. Les deux approches proposées se présentent comme deux exploitations différentes du questionnaire.

Le questionnaire est riche d'enseignements quant aux questions qui réunissent les banquiers centraux et les économistes et quant à celles qui les séparent. Du large avis de tous (91%) la « Grande modération » des années 1990-2000 a conduit à sous-estimer les risques. L'importance du canal de la prise de risque n'est cependant reconnue que par 54% des banquiers centraux (contre 63% des économistes). La moitié environ des participants (économistes comme banquiers centraux) estiment que la grande modération a pris fin. Les deux catégories de participants sont, en revanche, nettement plus divisées autour de la question de savoir si nous entrons dans une ère de plus forte instabilité financière. Optimistes, les banquiers centraux sont seulement 38% à répondre par l'affirmative contre 70% des économistes.

90% des économistes et des banquiers centraux estiment que la crise a changé à la fois les objectifs et les instruments des banques centrales. Une large majorité des deux catégories estiment également que l'objectif de stabilité monétaire doit être complété par un objectif de stabilité financière. Même réponse largement consensuelle autour de l'implication des banques centrales dans la supervision macroprudentielle. En revanche, quand il s'agit d'envisager plus concrètement de nouveaux instruments ou une modification des objectifs, des divisions se font jour : les banquiers centraux sont par exemple très peu enclins à envisager une révision de leur stratégie de ciblage d'inflation (8% seulement) contre 79% des économistes. 85% des banquiers centraux se déclarent non favorables au remplacement du ciblage d'inflation par le ciblage du niveau général des prix, alors que 29% des économistes y seraient favorables. Les banquiers centraux se révèlent également fortement hostiles à un relèvement de la cible d'inflation pour faciliter la sortie de crise (8% d'entre eux y sont favorables contre 39% des économistes), du fait sans doute des risques qu'une telle stratégie ferait courir à leur crédibilité. Les banquiers centraux estiment nécessaire pour 77% d'entre eux (contre 57% des économistes) que les taux d'intérêt réagissent aux bulles de crédit et d'actifs. Pourtant, ils sont paradoxalement moins convaincus que les économistes que la politique

monétaire puisse contrer les cycles du crédit (50% le pensent contre 75% des économistes. Autre paradoxe, alors qu'elles ne redoutent ni problème d'incohérence entre les stratégies nationales de politique monétaire, ni un désordre monétaire mondial, les banques centrales répondent par un large oui (82%) qu'elles doivent prendre en compte l'impact de leurs politique sur la liquidité mondiale, et qu'ils leur faut coordonner leurs interventions sur le marché des changes (78% contre 61% des économistes) et en tant que prêteur en dernier ressort (92% contre 80% des économistes). La fin du questionnaire est également instructive quant au support que peut encore constituer la science économique pour la conduite de la politique monétaire : confiants, 70% des banquiers centraux continuent d'assimiler leur mission à un « art épaulé par la science » ; plus circonspects, les économistes considèrent à 60% que la conduite de la politique monétaire ne relèvera plus que de l'art !

## 5. Les principales recommandations du rapport

Le rapport est riche de recommandations tant pour analyser le *central banking* que pour contribuer à son évolution.

### 5.1. Les recommandations de la lecture 1

La première partie du rapport, qui soutient l'idée d'un aménagement du *central banking* autour du principe d'affectation optimale des instruments des politiques monétaires et macroprudentielles, défend les propositions suivantes :

1. La gouvernance de l'action des banques centrales doit rester organisée autour du triptyque indépendance-responsabilité-transparence.
2. L'architecture politique monétaire – politique macroprudentielle doit être bâtie sur le principe d'affectation des instruments (application du principe de Mundell) : chaque politique se voit assigner la réalisation de l'objectif pour lequel elle est la mieux adaptée.
3. La politique monétaire doit rester orientée en priorité vers la stabilité des prix tandis que la politique macroprudentielle doit s'occuper de la stabilité financière.
4. Repousser l'horizon retenu pour atteindre l'objectif chiffré de hausse des prix devrait permettre de mieux prendre en compte la stabilité financière, ce qui ne veut pas dire que cela serait facile à faire.
5. La politique monétaire reste un levier d'action efficace dans les grandes économies pour stabiliser l'activité économique.
6. En cas de renchérissement des prix des matières premières et des produits de base, une coordination de l'action des grandes banques centrales serait souhaitable.
7. Un relèvement de l'objectif chiffré d'inflation en vue de faciliter la stabilisation de l'activité économique est une proposition qui mérite d'être examinée de près, notamment pour une union monétaire. Aux États-Unis, où il n'y a pas d'objectif chiffré officiel, l'adoption du ciblage du niveau général des prix renforcerait l'ancrage nominal.
8. L'articulation de la politique monétaire et de la politique macroprudentielle conformément au principe de Mundell devrait permettre, sinon d'éviter, du moins de limiter le développement d'une bulle alimentée par une explosion du crédit
9. Dans ce cadre, la politique monétaire doit être affectée en priorité au maintien de la stabilité des prix et conduite conformément aux principes d'une règle de Taylor simple. La politique macroprudentielle doit être destinée à assurer la stabilité financière et reposer principalement, elle aussi, sur l'application d'une règle, par exemple l'imposition d'un ratio de capital contracyclique.

10. Les politiques monétaires menées par les grandes banques centrales ont des implications sur la liquidité internationale, les mouvements de capitaux et les marchés internationaux des matières premières et des produits de base. Cela renforce la nécessité d'une coordination internationale des politiques monétaires pour éviter le développement de déséquilibres financiers dans l'économie mondiale.

## **5.2. Les recommandations de la lecture 2**

La seconde partie du rapport qui plaide pour l'abandon du principe de séparation et la coordination de la politique monétaire et de la politique macroprudentielle au sein de la banque centrale aboutit à d'autres propositions :

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 macroprudentielle 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, l'accent est mis sur les instruments de régulation du crédit tels que le ratio « *loan to value* » qu'il conviendrait de généraliser et de renforcer, ainsi que sur 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.

## 6. Compléments

Trois compléments ont été réalisés pour ce rapport. Le premier de Michel Aglietta remet fermement en question la doctrine du ciblage d'inflation et défend une politique monétaire élargie à l'objectif de stabilité financière, plus sensible aux dérapages du crédit et à l'essor du prix des actifs. Le deuxième, réalisé par Charles Goodhart, offre une analyse très complète des instruments de la politique macroprudentielle. Le troisième s'appuie sur une interview que Tommaso Padoa-Schioppa avait accordée aux auteurs en juin 2010. Y est notamment abordé un thème qui était cher à Tommaso Padoa-Schioppa, celui de la gouvernance des institutions internationales et tout particulièrement des comités de supervision au sein desquelles les décisions sont prises sur le principe de la coopération obligeant à ce que tout le monde soit d'accord. Il plaidait pour une autre gouvernance, fondée sur le principe de décisions communes prises à la majorité si nécessaire et s'imposant à tous. Tommaso Padoa-Schioppa est décédé brutalement en décembre 2010. Ce rapport lui est dédié.

## 7. Commentaires

*Jean-Pierre Vesperini* situe l'origine de la récente crise financière bien plus dans les déséquilibres monétaires internationaux et plus particulièrement dans l'accumulation des réserves de change des pays émergents que dans des erreurs de politique monétaire. A cet égard, il doute que des aménagements, voire des changements au seul niveau du central banking puissent constituer un rempart solide contre de futures crises.

Pour *Daniel Cohen*, le débat proposé par le rapport est au fond celui de savoir 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 ? A ces questions, il répond qu'un certain pouvoir d'appréciation devra être laissé aux Banques Centrales et que ces dernières devront utiliser plusieurs leviers, le seul taux d'intérêt ne suffisant pas. En cas de bulle, Daniel Cohen n'est pas sûr que ce soit aux seules autorités monétaires d'agir. Il préconise un recours à la politique fiscale (en influençant le taux d'apport personnel par exemple). Le central banking de demain devra éviter les biais, tant le biais inflationniste des politiques monétaires d'inspiration keynésienne que le « Greenspan put » qui a nourri l'instabilité financière.