



QUELLE POLITIQUE MONÉTAIRE POUR L'APRÈS-CRISE

Université Ouverte-Lyon
23 avril 2012

Jean-Paul POLLIN
Université d'Orléans



Laboratoire d'Economie d'Orléans




I – Le consensus de politique monétaire avant la crise

1 - La politique monétaire ne peut stimuler durablement l'activité économique. Elle peut seulement lisser les évolutions cycliques.

Il est préférable qu'elle privilégie la stabilité des prix

2 - Si les autorités monétaires ne peuvent s'engager de façon crédible à assurer la stabilité des prix, il en résultera un biais inflationniste, sans gain en terme d'activité économique.

Il est donc préférable d'accorder l'indépendance à la Banque Centrale. En « *contrepartie* » sa politique doit être transparente




3 – Les agrégats monétaires incorporent peu d'informations sur l'activité et l'inflation à venir. Ce sont de mauvais objectifs intermédiaires.

Il est également préférable d'utiliser le (ou les) taux d'intérêt comme instrument(s) de la politique monétaire.

4 – La politique monétaire ne doit pas, et ne peut pas, s'intéresser aux bulles de crédit ou de prix d'actifs.

Il est préférable d'intervenir pour réduire les conséquences de ces déséquilibres financiers *a posteriori*, plutôt que d'agir avant qu'elles ne se manifestent.



5 - Les propositions qui précèdent se retrouvent assez bien dans la formulation de « règles monétaires contingentes » :

- Exemple de la règle de Taylor

$$i = C + \alpha(\pi - \pi^*) + \beta(Y - Y^*)$$


- Une stratégie plus souple : le ciblage d'inflation
 - affichage d'un objectif
 - publication de prévisions
 - explications et discussions des résultats




II – Ce que la crise nous a fait redécouvrir

- 1 – Historiquement la première mission des Banques Centrales était d'assurer la stabilité du système bancaire. Le coût d'une crise systémique est très élevé et dépasse de loin les gains que l'on peut attendre d'une régulation conjoncturelle
- 2 – Une bonne régulation macroéconomique ne permet pas d'éliminer ou même de réduire l'instabilité financière

Il se peut même qu'elle l'augmente (paradoxe de la « *Grande Modération* », canal de la prise de risque ...)

- 
-
- 3 – Dans certaines circonstances la politique monétaire conventionnelle (la fixation des taux d'intérêt) devient inefficace :
- parce que l'on vient buter sur la contrainte de non négativité des taux, ce qui oblige à des politiques « non conventionnelles »
 - parce que le système bancaire, et donc le crédit, ne répond plus aux impulsions de la politique monétaire
- 4 – Dans ces conditions les Banques Centrales retrouvent une responsabilité dans la gestion de la dette publique. Ce qui remet en cause leur indépendance



5 – Pour ces différentes raisons, il apparaît moins coûteux d’agir préventivement, pour éviter le déclenchement de telles crises. Ce qui oblige à revoir le contenu de la politique monétaire, ou du moins sa place dans le dispositif de régulation macroéconomique



II – Politique monétaire et stabilité financière

La question est donc de savoir comment intégrer un objectif de stabilité financière dans la définition de la politique monétaire. Ou de concilier la politique monétaire avec les politiques prudentielles

- 1 – Au-delà de la régulation micro prudentielle (Accords de Bâle) la redécouverte du risque systémique conduit à la définition d'une nouvelle politique, dite macroprudentielle

Elle possède deux dimensions :


- transversale, qui concerne les phénomènes de contagion
- temporelle, qui concerne le caractère cyclique des financements ou des prix d'actifs



2 – Les instruments de la politique macroprudentielle

- pour la dimension transversale : exigences de capitalisation complémentaires pour les SIFI's, découpage d'activités, « testaments bancaires » ..
- pour la dimension temporelle :
 - les taux d'intérêt (?)
 - réserves obligatoires, modulation des capitaux propres, dette/revenu, provisionnement dynamique ...

L'exercice de la politique macroprudentielle est sans doute en interaction avec la politique monétaire, mais aussi avec la politique budgétaire, la régulation microprudentielle

- 
-
- 3 – Ce qui conduit à s’interroger sur l’institution responsable de la régulation macroprudentielle et sur la meilleure façon de coordonner les politiques qui y contribuent

L’analyse des différents modèles possibles (de l’intégration à la séparation des instruments) ne permet pas de définir une solution optimale

- 4 – Quelle que soit la solution retenue, la politique monétaire devrait accepter une remise en cause de son indépendance. De plus on peut se demander si l’objectif d’inflation ne devrait pas être révisé.



CONCLUSION

En Europe la définition de la politique macroprudentielle reste confuse. A côté d'un Conseil Européen du risque Systémique coexistent des modèles différents d'un pays à l'autre. La BCE refuse une extension de son mandat pour préserver son indépendance

Mais l'utilisation des instruments macroprudentiels pourrait assouplir l'unicité de la politique monétaire et ainsi prendre en compte l'hétérogénéité des économies. C'est aussi une façon d'atténuer l'indépendance, sans doute excessive, de la BCE.