

Le futur de la politique monétaire

Synthèse de la conférence tenue à Rome 30 septembre et 1^{er} octobre 2010

Laurent CLERC, Olivier LOISEL, Benoît MOJON et Xavier RAGOT
Direction des Études monétaires et financières

Quelles leçons tirer de la crise économique et financière pour la stratégie et la conduite de la politique monétaire ? Pour réfléchir et débattre sur ce thème, plus de quatre-vingt participants, venus principalement d'Europe et des États-Unis, pour la plupart professeurs d'économie dans des universités prestigieuses ou économistes de banque centrale, se sont réunis à Rome le 30 septembre et le 1^{er} octobre 2010. Cette conférence était le fruit d'une collaboration entre la Banque de France, la Banque d'Italie et son institut de recherche, l'institut Einaudi pour l'économie et la finance. Des travaux de recherche y ont été présentés et discutés, portant sur des aspects variés de cette question, parmi lesquels : le rôle des banques centrales dans la préservation du bon fonctionnement du marché interbancaire, l'évaluation de l'efficacité des mesures non conventionnelles de politique monétaire prises durant la crise, les interactions entre la politique monétaire et les politiques macroprudentielles, ou encore le rôle des politiques de stabilisation macroéconomique au cours d'une période de croissance « excessive » du crédit ¹.

Cette conférence s'est déroulée sur deux journées, ponctuées par deux interventions académiques de prestige, assurées par Michael Woodford, professeur à l'Université de Columbia (New York), et Markus Brunnermeier, professeur à l'Université de Princeton (New Jersey), et organisées autour de cinq sessions durant lesquelles des papiers de recherche ont été présentés par leurs auteurs, puis discutés par deux intervenants, avant que les débats soient ouverts à l'auditoire. Elle s'est achevée par une table ronde qui a réuni Mario Draghi (gouverneur de la Banque d'Italie), Charles Evans (président de la Banque fédérale de réserve de Chicago), Christian Noyer (gouverneur de la Banque de France) et Athanasios Orphanides (gouverneur de la Banque centrale de Chypre) autour du thème « Le futur de la politique monétaire ».

Cet article propose une synthèse de cette conférence, structurée autour de quatre questions sur lesquelles ont porté l'essentiel des présentations, des discussions et des débats, à savoir : la politique monétaire et la gestion de la liquidité sont-elles toujours indépendantes l'une de l'autre ? La politique monétaire traditionnelle peut-elle répondre seule à l'instabilité financière ? La politique monétaire doit-elle répondre aux bulles de prix d'actif ? Et, plus généralement, comment dessiner le futur de la politique monétaire ?

Mots-clés : Bulles de prix d'actif, crise financière, marché interbancaire, politique macroprudentielle, politique monétaire

Codes JEL : E3, E4, E5, E6, F4, G1, G2

¹ Le programme et les papiers présentés peuvent être trouvés en ligne à l'adresse : http://www.banque-france.fr/gb/publications/seminaires/the_future_of_monetary_policy.htm

I | La politique monétaire et la gestion de la liquidité sont-elles toujours indépendantes l'une de l'autre ?

La première session de la conférence, intitulée « Politique monétaire et liquidité », portait sur la mise en œuvre de la politique monétaire dans un contexte de crise de liquidité. Elle visait en particulier à souligner les défis opérationnels auxquels sont confrontées les banques centrales dans de telles situations et à étudier l'efficacité des outils dont elles disposent. Les deux articles de cette session analysaient respectivement la conduite de la politique monétaire en zone euro et aux États-Unis.

Dans leur contribution, Achim Hauck et Ulrike Neyer (Université Heinrich Heine de Düsseldorf) examinent la mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème durant la crise, à partir de la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers. Pour cela, les auteurs développent et utilisent un modèle destiné à refléter les principales caractéristiques d'un système opérationnel fondé sur un mécanisme de corridor de taux d'intérêt. Dans un tel cadre opérationnel, les banques commerciales ont la possibilité de se refinancer soit en se procurant de la liquidité directement sur le marché interbancaire, soit en se refinançant auprès de la Banque centrale. Dans ce dernier cas, elles peuvent soit recourir de façon permanente aux facilités marginales de prêt ou de dépôt mises à leur disposition par la Banque centrale, mais à des conditions moins favorables que celles offertes sur le marché, soit, de façon hebdomadaire, en se présentant à son appel d'offres. Les auteurs montrent que lorsque les coûts de participation au marché interbancaire s'élèvent, l'intermédiation de la Banque centrale devient croissante. Ces coûts de participation, reflétant notamment les coûts de transaction et de *monitoring* en situation d'information imparfaite sur la qualité des contreparties, sont devenus dirimants au plus fort de la crise, conduisant à une quasi-paralysie du marché interbancaire, caractérisée notamment par un effondrement du volume des transactions, et

conduisant l'Eurosystème à se substituer à ce marché défaillant. Les auteurs expliquent également, dans ce contexte, la raison pour laquelle certaines banques ont eu massivement recours à la facilité de dépôt. Selon eux, les mesures qui pourraient être mises en œuvre par l'Eurosystème pour réactiver le marché interbancaire, qui passent par un renchérissement des coûts de financement sur ce marché, pourraient entrer en conflit avec l'orientation désirée de la politique monétaire.

Xavier Freixas (Université Pompeu Fabra), Antoine Martin et David Skeie procèdent à une analyse similaire mais portant sur la réaction du Système fédéral de réserve. Leur cadre analytique introduit une incertitude sur la distribution de liquidité souhaitée par le système bancaire à partir de laquelle les auteurs étudient la réponse optimale de la politique monétaire. Ils montrent que lorsque les banques sont confrontées à un choc affectant la distribution de la liquidité au sein du système bancaire et se caractérisant par une grande disparité de la liquidité détenue par les banques, la Banque centrale doit baisser son taux directeur. C'est bien ce qui a été observé aux États-Unis et en Europe. Toutefois, cette baisse a pour objet d'inciter les banques à redistribuer ces liquidités entre elles à des conditions satisfaisantes et donc vise à réactiver le marché monétaire. Elle implique toutefois qu'en situation de crise, le principe de séparation, selon lequel la conduite de la politique monétaire doit être dissociée de considération de stabilité financière, doit être abandonné. En cas de choc agrégé de liquidité, les auteurs montrent également que la Banque centrale doit atténuer l'impact de ce choc en ajustant la liquidité sur le marché. Il en résulte qu'en fonction de la nature du choc affectant le marché interbancaire, la Banque centrale doit utiliser deux instruments différents : le taux d'intérêt pour répondre à un choc affectant la distribution de la liquidité au sein du système bancaire, les injections de liquidité pour répondre à un choc global de liquidité. Le maintien du principe de séparation en temps de crise, qui empêche la Banque centrale d'utiliser son taux d'intérêt de façon contingente à l'état de l'économie, induirait donc, selon ces auteurs, un risque pour la stabilité financière en accroissant la probabilité de faillites et donc de fuites bancaires.

2| La politique monétaire traditionnelle peut-elle répondre seule à l'instabilité financière ?

2|1 Les sources de l'instabilité financière

2|1|1 Le canal de la prise de risque

L'analyse des dynamiques déstabilisantes de l'offre de crédit a été l'objet d'une session au cours de laquelle Luisa Lambertini (École polytechnique fédérale de Lausanne) a présenté un modèle dans lequel il peut y avoir offre excessive de crédit hypothécaire. L'objet de cette étude est avant tout d'ordre quantitatif. Un choc dans l'appréciation du risque de crédit par les prêteurs, ou un accroissement de la proportion d'emprunteurs susceptibles de faire faillite, peuvent-ils expliquer l'ampleur de la récession que nous avons connue en 2008 et 2009 ? Le mécanisme de transmission mis à jour dans le modèle souligne l'effet d'entraînement d'un défaut des emprunteurs sur le prix de l'immobilier résidentiel. La baisse de ce dernier a pour conséquence de réduire la capacité d'endettement des emprunteurs et par là leurs dépenses de consommation et d'investissement. Les effets macroéconomiques apparaissent cependant faibles, comme en témoigne l'ampleur limitée de la récession simulée par le modèle. Il est en effet probable que d'autres mécanismes, non pris en compte dans le modèle, tels que l'effondrement de la confiance et des échanges, ont joué un rôle important dans l'amplification de la crise financière.

2|1|2 Le niveau optimal de crédit et l'efficacité des politiques macroprudentielles

Anton Korinek (Université du Maryland) a présenté un papier écrit avec Olivier Jeanne portant sur les réponses possibles de politique économique à des cycles de crédit et de prix d'actifs. Un mécanisme d'accélérateur financier se trouve au cœur de leur modèle. Dans ce mécanisme, une hausse des prix d'actifs relâche la contrainte d'endettement des agents, leur permettant de consommer davantage, ce qui alimente la hausse des prix d'actifs. En l'absence

d'intervention publique, les emprunteurs individuels n'internalisent pas les effets de leurs décisions sur les prix et subissent par conséquent des cycles de crédit excessifs. Une politique macroprudentielle, prenant la forme d'une taxe « pigouvienne » sur l'emprunt, les incite à internaliser cette externalité et permet ainsi d'augmenter le bien-être collectif. Le modèle utilisé par les auteurs est calibré à partir de données concernant les ménages et les petites et moyennes entreprises américaines. La taxe optimale s'avère être contra-cyclique, étant nulle en bas de cycle et augmentant à environ un demi-point de pourcentage du montant de la dette au faite du cycle d'activité.

Dans leur contribution, Gianluca Benigno (London School of Economics) et ses co-auteurs mettent quant à eux partiellement en question le bien-fondé d'une politique macroprudentielle visant à prévenir un endettement excessif débouchant sur une crise financière, sur la base d'une analyse reposant sur des modèles d'économies de production. D'une part, d'un point de vue qualitatif, ils montrent que la présence d'une contrainte de crédit occasionnellement restrictive n'aboutit pas toujours à une situation d'endettement excessif (en regard du montant optimal d'endettement), contrairement à ce à quoi on pourrait s'attendre : selon la structure de l'économie et les valeurs utilisées pour calibrer le modèle, elle peut aussi déboucher sur une situation d'endettement trop faible. D'autre part, d'un point de vue quantitatif, ils trouvent que les gains en termes de bien-être d'une intervention publique optimale sont plus élevés en temps de crise qu'en temps normal. Ces deux résultats suggèrent que la mise en place d'une politique macroprudentielle, sous la forme d'une taxe prudentielle des flux de capitaux ou de contrôle des capitaux, présente un intérêt limité dans cette classe de modèles, relativement à une intervention publique *ex post* en temps de crise.

2|2 Les politiques monétaires non conventionnelles et politiques macroprudentielles

Quelles sont les alternatives et les effets d'une utilisation conjointe de la politique monétaire et des politiques macroprudentielles ? Ces questions furent notamment abordées lors d'une session consacrée à l'effet macroéconomique de politiques monétaires non conventionnelles et aux défis et conflits potentiels

d'une utilisation simultanée des instruments de politique monétaire et macroprudentiels.

Gauti Eggerston (Banque de réserve fédérale de New York) a présenté une analyse qualitative et quantitative des politiques non conventionnelles mises en œuvre par la Réserve fédérale américaine. Un enjeu central de l'analyse porte sur le changement d'instrument de la politique monétaire quand son instrument traditionnel, le taux d'intérêt, est limité à la baisse car il atteint un niveau proche de zéro et ne peut prendre de valeur négative. La banque centrale a alors la possibilité d'accroître son offre de monnaie pour modifier le prix relatif de cette dernière, notamment avec des actifs financiers auxquelles elle est partiellement substituable. L'étude montre des effets substantiels de ces politiques d'assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing*) sur l'activité économique à deux conditions. D'une part, les taux d'intérêt nominaux sont effectivement fixés à zéro. D'autre part, l'économie est caractérisée par des contraintes nominales fortes qui empêchent l'ajustement de l'offre à la chute de la demande.

Le deuxième article de la session, présenté par Stefano Neri (Banca d'Italia), a porté sur la confrontation de la politique monétaire et de la politique macroprudentielle. Deux cas sont envisagés par les auteurs. Dans un premier cas, les autorités en charge de ces politiques coopèrent entre elles et coordonnent leur décisions ; dans le deuxième, elles prennent leurs décisions de façon indépendante. On parle alors d'un jeu non coopératif. L'analyse aboutit à deux conclusions principales. Premièrement, la politique macroprudentielle n'a, le plus souvent, qu'un impact limité sur la stabilité des prix. Ainsi, même en situation de jeux non coopératifs, la politique monétaire parvient à atteindre son objectif de stabilité des prix. Deuxièmement, dans les situations de bulles de prix d'actif, les deux politiques sont en revanche complémentaires. Leur coordination permet alors de stabiliser simultanément le cycle financier et le niveau des prix.

3| La politique monétaire doit-elle répondre aux bulles de prix d'actif ?

Le mécanisme de formation d'une bulle financière demeure obscur. L'une des causes souvent évoquée repose sur des phénomènes de contagion. Dans leur contribution, Martin Eichenbaum (Université Northwestern), Craig Burnside et Sergio Rebelo présentent un modèle original de formation des prix immobiliers qui peut rendre compte de larges mouvements à la hausse puis à la baisse de ces prix à partir d'une représentation assez singulière de la notion de contagion en économie. En effet, la particularité de leur approche est de formaliser la formation des anticipations des agents en recourant à un modèle épidémiologique. Dans ce modèle, des agents « optimistes » rencontrent des agents indécis sur la nature de leur environnement économique et peuvent leur transmettre cet optimisme, autrement dit les « contaminer ». Ces agents optimistes ont une certaine probabilité de devenir par la suite à nouveau indécis. Dans ce cadre, les anticipations sur l'évolution des prix immobiliers suivent une dynamique non linéaire de hausse, puis de baisse. Cette dynamique d'anticipation est introduite dans un modèle de prospection et d'appariement du marché immobilier. Les auteurs montrent que le modèle permet de rendre compte de la dynamique de variables clés du marché immobilier américain.

Olivier Loisel (Banque de France) a présenté quant à lui un papier écrit avec Aude Pommeret et Franck Portier sur le rôle de la politique monétaire dans une situation de bulle de prix d'actif due à un autre type de contagion lié au comportement moutonnier – mais rationnel – d'entrepreneurs adoptant en masse une nouvelle technologie dont la productivité est incertaine au moment d'investir (par exemple la technologie Internet au cours des années 1990). Dans leur modèle, le comportement moutonnier est dû à une « cascade informationnelle » : si les premiers entrepreneurs reçoivent des signaux

privés encourageants sur la productivité de la nouvelle technologie, et par conséquent investissent dans cette nouvelle technologie, alors tous les entrepreneurs suivants choisiront rationnellement d'investir également dans la nouvelle technologie quels que soient leurs propres signaux privés. Un resserrement de la politique monétaire, en renchérissant l'emprunt des entrepreneurs, peut alors faire en sorte qu'ils investissent dans la nouvelle technologie si et seulement si ils reçoivent un signal privé encourageant sur sa productivité. Ce faisant, ce resserrement de politique monétaire interrompt le comportement moutonnier des entrepreneurs, les forçant à agir en fonction de l'information dont ils disposent à titre privé, et par conséquent interrompt également la bulle du prix des actions liées à la nouvelle technologie. Ce resserrement peut être mené alors même que la Banque centrale dispose de moins d'information que chaque entrepreneur sur la véritable productivité de cette nouvelle technologie. Et, dans certains cas, parce qu'il « assure » l'économie contre les conséquences d'une mauvaise surprise sur la véritable productivité de la nouvelle technologie, il peut être *ex ante* préférable, en termes de bien-être social, à la politique de laisser-faire.

4| Le futur de la politique monétaire

Qu'a-t-on appris de la crise et quelles sont les conséquences de cet enseignement sur la stratégie, la conduite et la mise en œuvre futures de la politique monétaire ? Afin d'y répondre, deux éminents spécialistes, Michael Woodford et Markus Brunnermeier, ont présenté leurs vues au cours de deux présentations magistrales. Un panel de clôture dressait quant à lui un premier bilan et offrait les premières perspectives sur ces questions.

4|1 Doit-on amender le cadre stratégique actuel de la politique monétaire ?

4|1|1 Ciblage d'inflation et stabilité financière

Michael Woodford (Université de Columbia) s'est appuyé sur les conclusions de ses recherches avec Vasco Cúrdia pour défendre l'idée selon laquelle la

stratégie de ciblage d'inflation pouvait et devait être adaptée pour prendre en compte la possibilité de crises financières. D'une part, la politique monétaire devrait répondre aux évolutions des conditions financières durant une crise. Par exemple, les taux directeurs devraient être baissés proportionnellement à la hausse des écarts, ou *spreads*, de taux d'intérêt observés sur les marchés. Ceci n'implique pas un changement d'objectifs de la politique monétaire (qui, dans le cadre d'une stratégie de ciblage d'inflation flexible, s'expriment en termes d'inflation et d'écart de production), mais requiert l'utilisation d'un modèle de prévisions prenant en compte les implications macroéconomiques des frictions financières. D'autre part, la politique monétaire aurait un rôle à jouer dans la prévention des crises financières, en complément d'autres politiques incomplètement efficaces à cet égard. Le rôle de ces politiques ne serait pas de détecter les bulles de prix d'actifs et de les éliminer, mais plutôt de décourager les phénomènes extrêmes d'endettement financier posant un risque pour la stabilité financière. Dans le cas de la politique monétaire, cet objectif de stabilité financière entrerait en conflit de manière épisodique avec l'objectif de stabilité des prix, mais ces conflits seraient peu différents de ceux existants déjà, dans le cadre d'une stratégie de ciblage d'inflation flexible, entre stabilisation de l'inflation et stabilisation de l'écart de production. Michael Woodford a reconnu qu'une telle stratégie serait apparentée à la stratégie à deux piliers de la Banque centrale européenne (BCE), mais il a souligné deux différences importantes : premièrement, l'analyse monétaire devrait être utilisée pour identifier les risques pesant sur la stabilité financière et non ceux pesant sur la stabilité des prix à long terme ; deuxièmement, elle devrait reposer non pas sur l'examen du rythme de croissance des agrégats monétaires, mais sur les signes de risque systémique.

4|1|2 Un nouveau rôle de la monnaie

Markus Brunnermeier (Université de Princeton et NBER) a proposé un nouveau modèle d'économie monétaire qui inclut des intermédiaires financiers. Dans ce modèle, les ménages demandent des titres financiers pour épargner, qui sont fournis par des intermédiaires financiers. Ces derniers prêtent à des entrepreneurs avec des frictions financières. La particularité de cette nouvelle approche est d'être réalisée en équilibre général en temps

continu, sans linéariser le modèle autour d'un équilibre stationnaire. L'apport de cette approche est précisément de mettre en exergue les phénomènes d'instabilité financière, les équilibres multiples et les non-linéarités, caractéristiques des épisodes de crise. M. Brunnermeier montre, dans le cadre de son modèle monétaire à prix flexibles, l'existence d'une spirale déflationniste. Une baisse de la richesse des agents peut entraîner une baisse du crédit et du rôle de l'intermédiation qui conduit à une baisse des prix. M. Brunnermeier compare ensuite les propriétés de ce modèle avec celles du modèle néo-keynésien standard pour mettre en avant l'intérêt de cette approche qui se concentre sur les intermédiaires financiers.

4|2 Comment articuler l'objectif de stabilité monétaire avec celui de stabilité financière ?

La conférence s'est achevée par une table ronde sur le thème du futur de la politique monétaire, à laquelle ont participé quatre gouverneurs ou présidents de banque centrale : Mario Draghi (Banque d'Italie), Charles Evans (Banque de réserve fédérale de Chicago), Christian Noyer (Banque de France) et Athanasios Orphanides (Banque de Chypre).

Mario Draghi a abordé deux sujets. Le premier concerne les politiques monétaires non conventionnelles menées par l'Eurosystème pendant la crise. M. Draghi a tout d'abord insisté sur le rôle très positif de ces politiques sur l'activité économique dans la zone euro et en Italie. Sans elles, la chute de la production aurait été substantiellement plus importante. M. Draghi a ensuite rappelé un risque important dans le cadre de la sortie des politiques monétaires non conventionnelles : certaines banques fragiles sont devenues particulièrement dépendantes de l'aide apportée par l'Eurosystème. Dès lors, si les problèmes posés par ces banques ne sont pas réglés par les autorités nationales, la sortie des politiques non conventionnelles pourrait déstabiliser ces banques et engendrer un risque systémique. M. Draghi a rappelé que les autorités nationales devaient apporter une aide à ces banques.

Le second sujet abordé par M. Draghi concerne la relation entre la politique monétaire, la politique macroprudentielle et la stabilité financière. Tout d'abord, si M. Draghi reconnaît qu'une liste plus

importante d'indicateurs doit être surveillée par les banques centrales, comme la croissance du crédit ou le levier des intermédiaires financiers, il ne pense pas que cela rende nécessaire une évolution du mandat des banques centrales. Enfin, il est souhaitable que les politiques macroprudentielles permettent une capacité d'absorption des pertes plus importantes pour le secteur financier. Cela peut être rendu possible par du capital contingent ou des ratios de capitaux variant dans le temps par exemple.

Charles Evans a abordé la question de la politique monétaire appropriée aux États-Unis dans la situation actuelle, où le taux d'intérêt de court terme atteint le plancher de zéro. Il a tout d'abord essayé de caractériser la situation économique des États-Unis. Le taux de chômage est très élevé et l'on ne voit pas de signe de rupture importante de la courbe de Beveridge, ce qui amène à penser qu'une partie importante du chômage est conjoncturelle plutôt que structurelle. Ensuite, le comportement des ménages semble indiquer la présence d'une trappe à liquidité. Le taux d'épargne augmente et dépasse la demande de fonds par le secteur privé, alors que la rémunération de l'épargne est faible. Ces considérations amènent à penser que d'autres actions de politique monétaire peuvent être nécessaires dans la situation actuelle.

Christian Noyer a consacré ses propos à la relation entre stabilité financière et stabilité monétaire. Des exemples historiques et l'actualité récente montrent que la stabilité des prix est une condition nécessaire mais non suffisante pour la stabilité financière. En effet, une inflation élevée et volatile conduit en général à des fluctuations importantes de prix d'actifs, pouvant déstabiliser les marchés financiers. De plus, on a pu observer la formation de déséquilibres financiers pendant des périodes d'inflation basse. Par ailleurs, les autorités en charge de la stabilité monétaire doivent se soucier de la stabilité financière à cause des risques que les crises financières peuvent faire peser sur l'évolution des prix. En effet, les crises financières et bancaires conduisent à une chute de la demande et de l'inflation qui peut aboutir dans les cas extrêmes à une situation de déflation, très coûteuse pour l'économie. Le deuxième point abordé par C. Noyer concerne la question de la complémentarité entre les politiques monétaire et macroprudentielle. C. Noyer a tout d'abord rappelé qu'il était important d'assigner des objectifs clairs à chacune de ces politiques. La politique monétaire est consacrée au maintien de la stabilité des prix et la politique macroprudentielle

au maintien de la stabilité financière. Ensuite, on peut identifier des interactions entre ces deux politiques. La politique macroprudentielle peut avoir un effet sur l'inflation *via* le volume de crédit. Par ailleurs, la politique monétaire peut affecter la prise de risque des acteurs lorsque les taux d'intérêt sont bas. Des travaux additionnels sont absolument nécessaires pour mieux comprendre ces interactions entre politiques monétaire et macroprudentielle.

Enfin, Athanasios Orphanides a insisté sur le fait que pour comprendre le futur de la politique monétaire, il faut d'abord revenir sur son passé récent. En ce domaine, il constate que les questions de stabilité financière ont progressivement disparu des réflexions

de politique monétaire. Il attribue cet état aux limites des outils de macroéconomie monétaire utilisés dans les banques centrales et dans une grande partie du milieu académique. La profession des économistes a insisté sur la cohérence interne des modèles et sur la question des micro-fondations, laissant parfois de côté des mécanismes difficiles à modéliser mais pourtant essentiels pour la conduite de la politique monétaire. Par exemple, la question du lien entre politique monétaire et déséquilibre des comptes courants entre différents pays est une question cruciale. A. Orphanides invite donc le monde académique et les économistes des banques centrales à traiter plus directement de l'articulation entre stabilité monétaire et stabilité financière.

La qualité et la diversité des travaux présentés et discutés au cours de cette conférence ont reflété le dynamisme de la recherche actuelle sur le thème du futur de la politique monétaire, au sortir d'une crise économique et financière d'ampleur inégalée depuis la Grande Dépression. La conférence a ainsi pu donner lieu à un échange fructueux entre chercheurs et responsables de politique économique sur ce thème.

Deux principaux enseignements peuvent être tirés provisoirement de ces journées.

Premièrement, il est essentiel de poursuivre l'effort important de compréhension des mécanismes profonds à l'origine de la formation de déséquilibres financiers et à l'œuvre durant les crises financières, afin de mettre en place les politiques économiques structurelles et conjoncturelles les plus adaptées à prévenir la formation de ces déséquilibres et à faire face à ces crises. En particulier, dans la mesure où ces mécanismes font intervenir une externalité, liée par exemple à la présence d'un accélérateur financier ou à un comportement moutonnier, l'intervention des autorités publiques peut être justifiée même lorsque ces autorités n'ont pas d'avantage informationnel sur le secteur privé concernant la valeur fondamentale du prix des actifs financiers.

Deuxièmement, un consensus semble se dégager sur le fait que la récente crise économique et financière n'appelle pas une modification substantielle du mandat des banques centrales ni du cadre stratégique actuel de la politique monétaire. En revanche, elle appelle une meilleure prise en compte des conditions financières et du risque de crise financière dans la mise en œuvre de cette stratégie de politique monétaire. De plus, les banques centrales devront prochainement prendre en compte, dans la conduite de leur politique monétaire, ses interactions avec la politique macroprudentielle, en temps normal comme en temps de crise. De nombreuses questions subsistent quant à la meilleure façon d'adapter la conduite de la politique monétaire à son nouvel environnement. Cette conférence aura permis de mieux cerner ces questions, à défaut d'y avoir apporté une réponse définitive.