

# Les stratégies de politique monétaire après la crise

## Résumé de la table ronde des VIII<sup>e</sup> Journées de la *Fondation Banque de France*, 21-22 juin 2010

**Louis BÊ DUC et Laurent CLERC**

*Direction des Études monétaires et financières*

*Fondation Banque de France pour la Recherche*

*L'objet de cet article est de présenter les principales conclusions de la table ronde organisée dans le cadre des VIII<sup>e</sup> « Journées de la Fondation », les 21 et 22 juin 2010 à Paris. Cette table ronde, présidée par Jean-Pierre Landau, sous-gouverneur de la Banque de France, a traité des implications de la crise financière pour la conception, la conduite, la mise en œuvre et les stratégies de politique monétaire.*

*Les éminents intervenants étaient Carl Walsh (professeur à l'Université Santa Cruz de Californie), Giancarlo Corsetti (professeur à l'Institut universitaire de Florence), Pierre-Olivier Gourinchas (professeur à l'Université de Californie, Berkeley) et Richard Portes (professeur à la London Business School et président du CEPR).*

*Les principales questions soulevées ont été les suivantes :*

- la mesure dans laquelle le cadre stratégique actuel de la politique monétaire, reposant largement sur le ciblage d'inflation, devrait être modifié pour prendre en compte les évolutions financières récentes et éviter la déflation ;*
- l'interaction entre politiques monétaire, budgétaire et financière mises en œuvre dans un contexte de crise financière et la question connexe des modalités et du calendrier de sortie de ces mesures de soutien ;*
- l'opportunité de concevoir de nouveaux instruments de politique monétaire afin de remédier aux déséquilibres nationaux ou régionaux dans le contexte d'une union monétaire ;*
- la mesure dans laquelle il est possible de conclure des accords temporaires entre banques centrales pour assurer la fourniture de devises étrangères en période de crise ;*
- l'interaction entre la politique monétaire et les taux de change lorsque l'on a atteint le niveau plancher pour les taux d'intérêt nominaux.*

Codes JEL : E4, E5, E6, H6

NB : Nous remercions Giancarlo Corsetti, Pierre-Olivier Gourinchas, Richard Portes et Carl Walsh pour leurs suggestions et précieux commentaires.

Les « Journées de la Fondation » offrent aux chercheurs bénéficiaires d'une bourse octroyée par la Fondation Banque de France (cf. encadré 1) la possibilité de présenter les résultats de leurs recherches au public. Les VIII<sup>e</sup> Journées de la Fondation, organisées à Paris les 21 et 22 juin 2010, ont été consacrées aux « Politiques macroéconomiques en période de crise ». La conférence a réuni plus d'une centaine de participants, issus des milieux universitaires, des banques centrales et institutions internationales ainsi que des économistes du secteur privé. L'encadré 2 fournit un résumé des papiers présentés lors de ces « Journées ».

L'objet de cet article est d'exposer les principales conclusions de la table ronde qui s'est tenue le 21 juin sur les « stratégies de politique monétaire après la crise ». Les participants ont cherché à tirer les principaux enseignements de la crise financière récente tant pour la mise en œuvre que pour la stratégie de politique monétaire. Les discussions ont porté sur les principaux thèmes suivants :

- l'opportunité de modifier le cadre stratégique actuel de la politique monétaire, qui repose largement sur le ciblage de l'inflation, afin de mieux rendre compte des développements financiers récents et de prévenir le risque de déflation ;
- la nécessité de reconsidérer l'interaction entre politiques monétaire, budgétaire et financière dans un contexte de crise financière ;
- les implications des politiques de taux d'intérêt nuls pour la stabilité financière et l'évolution des taux de change ;
- la nécessité d'élargir le jeu des instruments de politique monétaire ou d'en concevoir de nouveaux afin de remédier aux déséquilibres financiers, notamment dans le contexte d'une union monétaire ;
- l'articulation entre les objectifs de stabilité monétaire et financière.

Les intervenants étaient Jean-Pierre Landau, sous-gouverneur de la Banque de France et modérateur de ce panel, Carl Walsh, professeur à l'Université

Santa Cruz de Californie, Giancarlo Corsetti, professeur à l'Institut universitaire de Florence, Pierre-Olivier Gourinchas, professeur à l'Université de Californie, Berkeley et Richard Portes, professeur à la *London Business School*, président du CEPR (*Centre for Economic Policy Research*).

## I | Doit-on modifier le cadre stratégique actuel de la politique monétaire ?

Carl Walsh, qui a introduit les discussions, a rappelé que selon le consensus en vigueur avant la crise en matière de politique monétaire, une cible d'inflation flexible était généralement considérée comme la meilleure pratique pour les banques centrales. Il existait également un consensus sur le fait qu'une fourchette de 1 % à 3 % constituait une cible d'inflation appropriée. Cette fourchette est en phase avec les cibles d'inflation formellement définies par de nombreuses banques centrales ayant adopté une stratégie de ciblage de l'inflation et avec les cibles implicites de nombreuses autres grandes banques centrales comme la BCE et la FED (Système fédéral de réserve). Les remarques du professeur Walsh se sont concentrées sur deux propositions récentes de modification des stratégies de ciblage d'inflation, à savoir le relèvement de la cible d'inflation et, de manière plus radicale, le passage à une cible de niveau des prix.

Concernant la première suggestion, Blanchard et ses coauteurs<sup>1</sup> ont récemment avancé qu'un taux d'inflation moyen de 4 % constituerait une cible plus sûre car il fournirait une plus grande latitude pour réduire les taux d'intérêt lorsque l'économie est confrontée à un choc défavorable. De même, John Williams<sup>2</sup> a estimé, dans une étude récente, qu'« une cible d'inflation comprise entre 2 % et 4 %, en moyenne, suffirait à empêcher qu'un niveau plancher de taux d'intérêt (*Zero Lower Bound*) n'entraîne des coûts macroéconomiques élevés, cela même dans un environnement économique beaucoup plus défavorable ». Un autre argument en faveur d'une inflation moyenne plus élevée est qu'elle accroît la flexibilité des salaires réels lorsque les salaires

<sup>1</sup> Olivier Blanchard, Giovanni Dell'Ariccia, et Paolo Mauro (2010) : "Rethinking Macroeconomic Policy" (*Repenser la politique macroéconomique*), note de position des services du FMI, SPN/10/03, 12 février

<sup>2</sup> John C. Williams (2009) : Daedalus: "Optimal Inflation and the Zero Lower Bound", *Brooking Papers on Economic Activity*, document de travail (10, 11 septembre)

nominaux font preuve de rigidité à la baisse, ainsi que l'ont souligné Akerlof, Dickens et Perry (1996)<sup>3</sup>.

Les avantages d'un taux d'inflation moyen plus élevé doivent toutefois être mis en regard des coûts qu'il implique. Premièrement, Bailey (1956)<sup>4</sup> et Friedman (1969)<sup>5</sup> ont noté il y a longtemps qu'une hausse de l'inflation conduisait les agents économiques du secteur privé à reconstituer en permanence leurs encaisses monétaires afin de les maintenir à un niveau désiré en termes réels. Deuxièmement, la majorité des régimes fiscaux ne sont pas totalement indexés sur l'inflation, ce qui accroît les distorsions lorsque l'inflation moyenne augmente. Troisièmement, la dispersion des prix relatifs générée par la lenteur de l'ajustement des prix a un coût social en termes de bien-être, même si celui-ci pourrait être réduit si l'indexation était plus répandue. Dans le même temps, une indexation généralisée des salaires risquerait d'entraver la capacité de l'économie à s'ajuster aux chocs nécessitant une diminution des salaires réels. Quatrièmement, il existe une incertitude sur le point de savoir si les anticipations d'inflation seraient plus difficiles à ancrer si l'inflation moyenne était plus élevée. Enfin, la stabilité difficilement obtenue des anticipations d'inflation, qui a été l'une des caractéristiques de la crise récente, serait compromise par un relèvement des cibles d'inflation. Une stratégie plus efficace pour éviter que les taux d'intérêt nominaux n'atteignent leur niveau plancher consisterait à réduire les risques d'occurrence d'un nouveau choc négatif majeur sur la demande agrégée. Une meilleure réglementation des marchés financiers ainsi qu'une politique plus volontariste pour faire face à l'apparition de déséquilibres financiers pourraient réduire la probabilité de se heurter à la contrainte zéro pour les taux d'intérêt nominaux.

Une réponse plus radicale à la crise serait d'abandonner le ciblage de l'inflation au profit d'un ciblage du niveau des prix. Le fait de savoir que les prix retrouveront un niveau cible influence les anticipations d'inflation d'une manière qui contribue à stabiliser l'inflation courante. Par conséquent, une cible de niveau de prix peut présenter des avantages par rapport à une cible d'inflation dans la mesure où elle peut conduire les anticipations à jouer un rôle de stabilisateur automatique.

Ce rôle joué par les anticipations peut s'avérer particulièrement important en situation de déflation lorsque les taux d'intérêt nominaux atteignent leur plancher. Lorsque le niveau effectif des prix baisse, l'écart entre le niveau de prix observé et celui résultant de la cible du sentier de prix augmente. Par conséquent, un engagement crédible à atteindre la cible de niveau des prix entraînerait une hausse des anticipations d'inflation, ce qui contribuerait à faire remonter les taux d'intérêt nominaux au-dessus de leur niveau plancher. Ce rôle est renforcé si l'objectif d'évolution des prix intègre un taux d'inflation tendanciel.

Toutefois, les effets d'une politique de ciblage du niveau des prix sur les anticipations d'inflation dépendent du moment où elle est adoptée, de l'indice des prix retenu comme cible et des anticipations des agents concernant la rapidité avec laquelle l'écart entre le niveau actuel des prix et sa cible sera éliminé. A titre d'illustration, si les États-Unis avaient adopté une cible de niveau des prix en janvier 2007, avec une hausse tendancielle des prix de 2,0 %, cela aurait conduit à un resserrement de la politique monétaire en 2007 et 2008 et aurait suscité des anticipations de déflation, aggravant le risque de heurter la contrainte zéro pour les taux d'intérêt. L'indice des prix choisi peut également avoir de l'importance. Alors qu'une cible fondée sur l'indice PCE (*Personal Consumer Expenditure* – dépenses de consommation personnelles) aurait déstabilisé les anticipations, une cible de niveau des prix crédible reposant sur l'indice PCE hors produits alimentaires et énergie les aurait stabilisées, mais le résultat n'aurait guère été différent de celui obtenu dans le cadre d'un régime crédible de ciblage de l'inflation.

Carl Walsh a souligné trois points qui mettent en garde contre l'adoption d'une cible de niveau de prix. Premièrement, la stabilisation des anticipations n'intervient que si le public comprend les implications d'une stratégie de ciblage du niveau des prix et croit à l'engagement de la Banque centrale en faveur de cette nouvelle politique. L'application d'une stratégie de ciblage de l'inflation a montré que la crédibilité découlait de l'expérience et que les résultats en matière d'ancrage de l'inflation n'étaient pas quelque chose qui s'obtenait immédiatement. La crédibilité d'une stratégie de ciblage du niveau des prix peut

3 George A. Akerlof, William T. Dickens et Georges L. Perry (2000) : *Near-rational Wages and Price-Setting and the Long-run Phillips Curve*, Brookings Papers on Economic Activity, vol. 31

4 Martin J. Bailey (1956) : "The welfare cost of inflationary finance", *Journal of Political Economy* 64, 93-110

5 Milton Friedman (1969) : "The Optimum Quantity of Money, dans *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*" (Aldine, Chicago, IL)

s'avérer particulièrement compliquée à instaurer dans un contexte de trappe à liquidité si le profil d'évolution des prix, qui varie dans le temps, est difficile à communiquer au public. Deuxièmement, adopter une cible de niveau de prix lorsque les taux d'intérêt se situent déjà à leur niveau plancher entraînerait une hausse des taux d'intérêt nominaux à long terme, qui pourrait facilement conduire certains à mettre en doute l'engagement de la Banque centrale à stimuler la croissance économique. Troisièmement, l'incidence sur les anticipations dépend de la rapidité avec laquelle le public s'attend à ce que la Banque centrale ramène l'évolution des prix à un niveau conforme à la cible. Cela peut être difficile à prévoir car on ne dispose d'aucune expérience antérieure sur laquelle s'appuyer. Si les anticipations vont dans le sens d'une récession prolongée, le public peut douter d'un retour très rapide à la cible. Cela atténuerait l'effet attendu d'un ciblage du niveau des prix sur la hausse des anticipations d'inflation. Enfin, s'engager sur un profil d'évolution des prix qui fait intervenir l'inflation future aboutit à une incohérence temporelle. Une fois que l'économie repart et s'éloigne du niveau plancher de taux d'intérêt, la politique optimale ne consiste pas à créer l'inflation nécessaire pour réaligner le niveau des prix sur la cible promise par la Banque centrale. Enfin, un engagement optimal consiste à faire ce que l'on avait promis de faire, même si ce n'est pas la meilleure chose à faire à ce moment-là, ce qui constitue un nouvel argument en faveur du maintien du régime de ciblage de l'inflation adopté par de nombreuses banques centrales.

Au cours de la discussion avec l'auditoire, Michael Woodford (Université de Columbia) a contesté le fait que le ciblage d'un niveau des prix aboutirait à davantage d'incohérence temporelle que le ciblage de l'inflation. L'engagement de respecter une cible d'inflation peut être parfois légèrement assoupli afin de prendre en compte le rythme d'expansion de l'économie. Un compromis similaire peut également s'appliquer dans le cadre d'une cible de niveau des prix. Carl Walsh a reconnu que les deux systèmes pouvaient aboutir à une incohérence temporelle, mais qu'il était probablement plus facile de s'engager sur une cible d'inflation (disons 2 % pour l'année à venir, quels que soient les résultats antérieurs) que sur le retour à un niveau de prix impliquant une gamme plus large de cibles d'inflation. Jean-Pierre Landau a demandé au

Professeur Walsh si la fourniture de liquidité par la banque centrale pouvait être séparée de la politique monétaire de manière durable. Le Professeur Walsh a répondu qu'une variable importante était de savoir quel secteur devait être éligible au refinancement auprès de la banque centrale (et la crise a souligné la nécessité d'étendre le refinancement au secteur non bancaire) et, question connexe, quel type de garantie la banque centrale devait accepter.

## 2| L'interaction des politiques monétaire, budgétaire et financière au sortir de la crise

Giancarlo Corsetti a abordé deux points concernant l'assainissement budgétaire et les conséquences de la crise sur la « constitution économique » de l'Union économique et monétaire (UEM). Selon lui, l'assainissement budgétaire constituerait seulement une phase parmi les réponses apportées par les autorités publiques à la crise. En 2007 et 2008, l'apport de liquidité par les banques centrales fut considéré comme un moyen d'alléger les tensions au sein du secteur financier, mesure relayée en 2008 par une intervention budgétaire qui a abouti à une forte hausse de la dette publique (de 40 points de pourcentage selon le FMI). S'il reconnaît qu'il n'existe pas encore de modèle satisfaisant de la crise, Giancarlo Corsetti considère néanmoins que le respect d'un calendrier et le gradualisme sont primordiaux en matière d'assainissement budgétaire, comme en témoigne son papier récent <sup>6</sup> dans lequel il conclut avec ses coauteurs qu'un retournement radical des politiques de stimulation par les dépenses publiques n'est pas souhaitable et peut aboutir à une forte détérioration des ratios de dette par le biais d'un effet déflationniste. Comme il le souligne par ailleurs dans la contribution qu'il a présentée lors des VIII<sup>e</sup> Journées de la Fondation <sup>7</sup>, les multiplicateurs budgétaires peuvent atteindre des niveaux très élevés en période de crise financière.

S'agissant de l'UEM, Giancarlo Corsetti considère que la « constitution économique » européenne initiale est caduque, comme l'illustrent de nombreux exemples, tels que le non-respect des règles de

<sup>6</sup> Giancarlo Corsetti, Keith Kuester, André Meier, Gernot Müller (2010) : "Debt consolidation and stabilization of deep recessions" à paraître, American Economic Review, Paper and Proceedings

<sup>7</sup> Giancarlo Corsetti, André Meier, Gernot J. Müller (2009) : "What determines government spending multipliers?"

non-renflouement, l'échec du principe de surveillance mutuelle, l'extension du champ d'intervention de la BCE. Cet échec était, selon lui, une issue prévisible et la conséquence logique de l'absence d'intégration budgétaire<sup>8</sup>. L'euro entre aujourd'hui dans une nouvelle phase. En guise de remarque préliminaire, Giancarlo Corsetti a écarté deux voies opposées pour l'avenir. Conserver le même cadre, tout en s'engageant à le mettre en œuvre « sérieusement » à l'avenir, n'est pas une solution crédible. Supprimer purement et simplement le cadre budgétaire de l'UEM et laisser le marché assurer la discipline est une option tout aussi peu crédible car elle laisserait la voie libre aux négociations bilatérales et aux coalitions. La seule option raisonnable actuellement semble résider dans la poursuite des réformes destinées à mettre en place une institution permettant de gérer la contagion, l'instauration d'un mécanisme de restructuration de la dette, et l'amélioration du cadre de régulation et de surveillance à l'échelle de la zone euro afin de contenir les risques macroéconomiques. Ces réformes sont toutes techniquement réalisables mais nécessitent un accord politique. Giancarlo Corsetti a présenté une liste de recommandations générales concernant la réforme de la constitution économique européenne : premièrement, il est nécessaire de rendre la clause de « non-renflouement » crédible, ce qui nécessite la mise en place d'un mécanisme pour limiter les effets de contagion. Deuxièmement, le secteur privé doit pouvoir accéder à des informations transparentes concernant la situation budgétaire. À cet égard, pour Giancarlo Corsetti, se focaliser sur les limites de dette et de déficit excessifs est source d'erreur. Il pourrait être utile de mettre en place une certaine forme de délégation (peut-être *via* la Commission européenne), mais celle-ci reste encore à définir. Troisièmement, il faut définir des règles propices à la cohésion politique à l'échelle européenne. À cet égard, les sanctions prévues en cas de déficit excessif ne lui paraissant pas crédibles et dans la mesure où elles sont vouées à être appliquées de façon discrétionnaire, elles doivent être abandonnées. Quatrièmement, M. Corsetti a recommandé de veiller à ce que les modifications apportées au cadre budgétaire n'entraient pas l'intégration du marché européen. En la matière, une dernière question, plus empirique, a trait au degré de contagion de la dette souveraine d'un pays de la zone euro aux obligations émises par le secteur privé de ce même pays. À l'heure actuelle, on note

que certaines entreprises grecques empruntent à des taux d'intérêt plus bas que le gouvernement grec, contrairement aux données empiriques relatives à la crise de la dette souveraine. Dans quelle mesure une monnaie unique peut-elle contribuer à protéger des pans de l'économie d'une crise budgétaire ? En résumé, la crise constitue une bonne occasion de mettre en œuvre les réformes budgétaires les plus nécessaires, susceptibles de différer d'un pays à l'autre, dans les domaines suivants (plus ou moins importants selon les pays) : la santé, les retraites, l'évasion fiscale, la productivité du secteur public. Le danger est de prendre à la hâte des mesures de réduction immédiate des déficits budgétaires qui ne seraient ni cohérentes ni durables.

### 3| L'opportunité de concevoir de nouveaux instruments de politique monétaire afin de remédier aux déséquilibres nationaux ou régionaux dans le cadre d'une union monétaire

Pierre-Olivier Gourinchas a exprimé ses vues sur la politique monétaire de la BCE durant la crise, en s'appuyant notamment sur une étude à paraître concernant la gestion de la liquidité et le rationnement du crédit<sup>9</sup>. Il a abordé deux points principaux : l'apport de liquidité en devise étrangère et la conduite de la politique monétaire dans une zone monétaire qui n'est pas optimale.

S'agissant du premier aspect, l'apport de devises étrangères dans un contexte de crise de la liquidité a représenté une coopération sans précédent entre banques centrales. Celle-ci a pris essentiellement la forme de lignes de crédit réciproques entre les principales banques centrales (Fed, BCE, Banque Nationale Suisse, Banque du Japon et Banque d'Angleterre) à partir de décembre 2007. Concrètement, les créances libellées en dollars détenues par les institutions financières européennes ont crû très rapidement entre 2000 et 2007. Ces créances

8 William H. Buiter, Giancarlo Corsetti, Nouriel Roubini (1992) : 'Excessive deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht', CEPR discussion paper, décembre

9 Charles Goodhart, Pierre-Olivier Gourinchas, Markus Brunnermeier et Raffael Repullo (2010) : 'Monitoring the ECB n° 7, "Managing the Liquidity and Credit Crunch"', CEPR, à paraître.

étaient refinancées à très court terme sur le marché américain du financement de gros. Avec la crise, le marché interbancaire s'est bloqué. La plupart de ces institutions financières européennes n'accédèrent plus au refinancement sur le marché américain et eurent alors recours aux *swaps* de change à court terme. Le marché des *swaps* en devises connut à son tour de très fortes tensions qui se traduisirent par des écarts très importants de parité couverte des taux d'intérêt. En fin de compte, ces institutions se tournèrent vers la BCE afin d'obtenir un financement en dollars. Cela a été rendu possible essentiellement grâce à la mise en place d'un dispositif d'échange réciproque de devises (lignes de *swaps*) conclu entre la Fed et la BCE<sup>10</sup>. Ces accords de *swaps*, initialement limités à 20 milliards de dollars en décembre 2007, ont augmenté ensuite pour atteindre 50 milliards en septembre 2008, avant de devenir illimités après la faillite de Lehman Brothers. Le montant total de *swaps* vis-à-vis de la BCE a rapidement augmenté pour atteindre un pic à 290 milliards de dollars début 2009. Ce montant de liquidité en dollars doit être comparé à un besoin de financement européen en dollars estimé entre 400 et 2 100 milliards de dollars fin 2008 selon une étude de la BRI<sup>11</sup>. Ces lignes de crédit furent conçues comme un financement de secours : elles étaient en effet onéreuses, de sorte que les banques n'y ont eu recours qu'en dernier ressort, et le montant des *swaps* a rapidement diminué avec l'atténuation des tensions sur le marché interbancaire. Cela appelle deux remarques supplémentaires. Premièrement, il est évident que, dans des circonstances normales, aucune banque centrale n'accepterait d'établir des lignes de *swaps* en devises pour des montants illimités avec d'autres autorités monétaires. Cela procurerait en effet à ces dernières la possibilité de créer de la monnaie centrale de manière illimitée et de fournir de la liquidité à des établissements qui ne font pas l'objet d'une supervision directe de sa part. Même les lignes de *swaps* limitées sont susceptibles de ne pas survivre à moyen terme. Le Président de la Fed, Ben Bernanke, a explicitement affirmé récemment que les lignes de *swaps* accordées par la Fed ne seraient pas maintenues éternellement. Bien au contraire, il a rappelé qu'il appartenait à chaque pays d'identifier et de gérer de façon préventive ses pénuries de liquidité en devises étrangères. Par conséquent,

il est clairement nécessaire de mesurer en temps réel les déséquilibres en matière de financement. De ce point de vue, il semblerait que le déficit de liquidité en dollars n'ait pas été ni clairement identifié ni véritablement mesuré par les autorités monétaires européennes avant la crise. Deuxièmement, si la mise en place de facilités relatives à la fourniture de liquidité n'est pas garantie en période de tensions financières, les autorités monétaires doivent réfléchir à des modalités d'assurance alternatives. On peut envisager deux possibilités. La première, à savoir l'« auto-assurance » grâce à l'accumulation de réserves de change, constituerait une solution coûteuse pour la BCE. On peut illustrer ce point en comparant le montant maximum des lignes de *swaps* atteint durant la crise (290 milliards de dollars) et le montant total des réserves (sans l'or) du Système européen de banques centrales (220 milliards de dollars)<sup>12</sup>. Pour être capable de faire face seul à la demande de liquidité en dollars, le SEBC devrait accroître massivement le montant de ses réserves. Il est irréaliste de penser que la BCE pourrait s'engager dans un programme d'achat d'une telle ampleur. La deuxième possibilité fait appel à l'intervention du FMI par le biais de lignes de crédit flexibles ou conditionnelles, mais cela ne paraît pas non plus réalisable à court terme car cette solution nécessiterait une réforme bien plus coûteuse que la mise en place de lignes de crédit flexibles. Par conséquent, la solution la plus réaliste à l'heure actuelle semble être une forme d'accord *stand-by* au sein d'un réseau de banques centrales (comme c'était le cas dans les années soixante pour certains pays en proie à des difficultés de balance des paiements).

S'agissant du second sujet, à savoir la conduite de la politique monétaire dans une zone monétaire qui n'est pas optimale, Pierre-Olivier Gourinchas a d'abord remarqué, avec d'autres observateurs, que la crise de la dette souveraine en Europe n'était pas simplement un problème budgétaire mais reflétait également un problème de compétitivité. La zone euro n'est pas une zone monétaire optimale. Elle ne l'était pas au moment du rapport Delors<sup>13</sup> et elle ne l'est toujours pas : il faut donc trouver des moyens de régler le problème des divergences de compétitivité entre pays membres. En l'absence de possibilités d'ajustement des taux de change internes au sein de la

10 La Banque nationale suisse, la Banque d'Angleterre et la Banque du Canada participaient également à ce dispositif.

11 Ingo Fender et Patrich McGuire (2010) : « Difficultés de financement en dollars des banques européennes », Rapport trimestriel de la BRI, juin. Ces montants recouvrent le besoin de financement total, à fin 2009, des banques dont les créances en dollars excédaient les engagements lorsque le crédit a été mis en place, et qui sont implantées en Allemagne, aux Pays-Bas, en Suisse et au Royaume-Uni.

12 Sur la base des données fournies par la BCE, ce montant est de l'ordre de 149 milliards d'euros en devises convertibles en avril 2010.

13 Commission européenne (1991) : « One Money, One Market, an evaluation of the costs and benefits of economic and monetary union »

zone euro, la restauration de la compétitivité implique des ajustements de prix relatifs qui peuvent être entravés par le faible niveau d'inflation dans la zone. L'ajustement qui serait alors induit par les quantités pourrait s'avérer quant à lui douloureux, voire politiquement insoutenable. Afin de résoudre cette difficulté, Pierre-Olivier Gourinchas a suggéré que la BCE étende la palette de ses instruments de politique monétaire afin d'affecter différemment les conditions monétaires et de financement au sein même de la zone euro. Par exemple, une différenciation, selon les pays, des règles relatives à l'usage des collatéraux pour les opérations de refinancement pourrait permettre d'ajuster le coût du capital en fonction des régions. Jean-Pierre Landau s'est demandé si le dispositif des garanties constituait l'instrument le plus approprié et si l'on en savait suffisamment sur le mécanisme de transmission pour ces nouveaux instruments. Pierre-Olivier Gourinchas a également suggéré, comme autre type d'instrument, que la BCE puisse réagir aux tensions inflationnistes observées dans un pays (alimentées par exemple par des flux de capitaux importants ou des bulles de prix d'actif) en augmentant les décotes (*haircuts*) pour les titres déposés à la BCE par les institutions financières de ce pays lors d'opérations de refinancement. Cela pourrait avoir pour effet d'accroître le coût du crédit dans ce pays et donc de modérer l'expansion du crédit, atténuant ainsi les tensions tout en permettant une stabilisation de la dynamique des prix relatifs. Il a admis que le mécanisme de transmission pour l'ensemble de ces nouveaux instruments (liste non exhaustive) devait être évalué plus précisément dans le cadre de recherches approfondies. Au cours de la discussion, Richard Portes a mentionné qu'un indicateur de la quotité de financement pourrait également s'avérer utile pour différencier la politique de refinancement de la banque centrale. Au total, Pierre-Olivier Gourinchas a conclu que l'élargissement du champ des instruments utilisés par la banque centrale constituait un moyen de traiter le « trilemme » selon lequel il est impossible de combiner des taux de change fixes, la mobilité des capitaux et l'indépendance de la politique monétaire, en atténuant quelque peu l'intégration des marchés de capitaux grâce à une certaine segmentation du marché par pays.

## 4| La politique monétaire et les évolutions des taux de change dans un contexte de taux zéro

Enfin, Richard Portes a examiné le lien existant entre taux de change et politique monétaire dans le contexte actuel de taux d'intérêt proches ou déjà à leur niveau plancher. Observant tout d'abord qu'il existe peu d'études sur ce sujet, il a fait référence aux travaux de Lars Svensson<sup>14</sup>. Un pays confronté à une trappe à liquidité peut s'engager explicitement en faveur d'un niveau de prix futur plus élevé et mettre en œuvre des actions concrètes pour démontrer cet engagement, par exemple par le biais d'un assouplissement quantitatif ou d'interventions visant à faire baisser le taux de change, baisse qui sera à son tour un excellent indicateur de l'anticipation de taux d'inflation plus élevés. Toutefois, cette stratégie risque d'être inefficace si l'ensemble des grandes économies mondiales sont dans une situation de trappe à liquidité ou s'en rapprochent. Si l'on se réfère au modèle de Mundell-Flemming, une contraction budgétaire doit normalement réduire les taux d'intérêt domestiques, entraîner une contraction de l'activité au sein du pays et provoquer une dépréciation du taux de change, exportant alors la contraction de l'activité économique à l'étranger. Toutefois, dans le cas d'une économie confrontée à la contrainte zéro sur les taux d'intérêt nominaux ou proche de ce niveau, les taux d'intérêt et par conséquent le taux de change ne devraient plus être affectés. Une politique de contraction budgétaire devrait cependant toujours avoir un effet sur la prime de risque: tout dépendra donc de l'effet de cette contraction sur les anticipations des agents. Si la confiance n'augmente pas, le reste du monde sera « doublement frappé » du fait d'une baisse de la demande dans le pays où a lieu l'assainissement budgétaire et d'une dépréciation de sa devise (résultant de la hausse de la prime de risque de change), qui pourrait être considérée comme une dévaluation compétitive. Une première réserve est que, même avec une politique monétaire à taux zéro, la politique budgétaire risque d'affecter le ratio du prix des biens échangés par rapport à celui des biens

14 Lars R.O. Svensson : "Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others", *Journal of Economic Perspectives*, 14(4), automne 2003

non échangés. Si une contraction budgétaire abaisse le prix relatif des biens non échangés, cela équivaudra à une dépréciation du taux de change réel qui devrait exercer une incidence expansionniste au niveau national. Une deuxième réserve est que, même dans une situation de taux d'intérêt zéro au niveau mondial, les différences en matière d'assouplissement quantitatif entre les pays risquent d'entraîner des anticipations d'inflation différentes ayant une incidence sur les taux de change. Enfin, un assouplissement quantitatif non stérilisé dans un pays peut déclencher des ripostes comparables dans le reste du monde. Au total, Richard Portes a conclu que le monde se dirigeait vers une contraction budgétaire prématurée, qui devrait entraîner d'importants mouvements des taux de change. Réagissant à cette présentation, Jean-Pierre Landau

a tout d'abord observé que les pays n'avaient pas tous atteint le niveau plancher pour les taux d'intérêt et que les situations en matière d'inflation présentaient également de très grandes différences. Il a demandé à Richard Portes s'il y avait lieu de tenir compte d'une sorte de « condition monétaire mondiale ». Les conditions monétaires très permissives en réaction à la crise n'ont jusqu'à présent pas eu d'incidence sur l'inflation, mais cela sera-t-il toujours vrai ? Richard Portes a répondu qu'il y avait toujours eu des tentatives pour caractériser l'orientation monétaire mondiale (par exemple, le ratio M3/PIB a effectivement commencé à augmenter au début des années 2000 par rapport à sa tendance de longue période) mais que, selon lui, il serait erroné de subordonner une politique monétaire nationale à une évaluation imprécise des conditions monétaires mondiales.

## ENCADRÉ I

### La Fondation Banque de France pour la recherche en économie monétaire, financière et bancaire : un soutien actif pour la recherche économique depuis 15 ans

La Fondation Banque de France, reconnue d'utilité publique depuis août 1995, assure la fonction de mécénat de la Banque de France en faveur de la recherche en économie monétaire, financière et bancaire. Elle catalyse la recherche, privilégiant l'analyse de thèmes pertinents et le recours à des procédures concurrentielles d'attribution.



Elle œuvre pour une meilleure synergie entre la communauté des chercheurs et la Banque de France et stimule les échanges en associant la Banque à l'approfondissement des connaissances et à la production de recherche ayant nature de biens publics. Les informations utiles sont disponibles sur le site de la Fondation : <http://www.banque-france.fr/fondation/fr/index.htm>

Ses principales activités consistent à :

- **accorder des bourses de recherche** d'un montant de 30 000 euros chacune à raison de 4 bourses par an pour encourager la recherche dans les domaines de l'économie monétaire, financière et bancaire, au moyen d'appels d'offres annuels au niveau international. Depuis sa création, la Fondation a financé 61 projets, bénéficiant à plus de 150 chercheurs répartis sur environ 80 centres de recherche à travers le monde ;
- **accueillir des chercheurs** pour une durée de l'ordre d'une semaine à un mois dans le cadre de son programme de chercheurs invités, au moyen de deux appels d'offres par an en décembre et juin, ou pour la présentation de séminaires. Une quinzaine de chercheurs sont ainsi accueillis chaque année à la Banque et une vingtaine de séminaires organisés ;
- **apporter une aide financière** à des organismes de recherche, soit sous forme d'adhésion, soit sous forme de financement de colloques et de séminaires ;
- **attribuer annuellement un prix de thèse monétaire, financière et bancaire en partenariat avec l'Association française de Science économique et un prix « jeune chercheur en économie »** ;
- **organiser une conférence annuelle (les « Journées de la Fondation »)** qui rassemble les recherches financées au titre des précédents appels d'offres.

#### CONSEIL D'ADMINISTRATION :

**Membres fondateurs** : Christian Noyer, président ; Pierre Jaillet, vice-président ; Benoît Mojon, secrétaire ; Louis Bê Duc, trésorier. **Membres de droit** : Anne Epaulard, ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi ; Sophie Thibault, ministère de l'Intérieur ; Claude Meidinger, ministère de l'Enseignement supérieur et de la recherche. **membres cooptés** : Antoine d'Autume, Université Paris I ; Cuong Le Van, CNRS ; Richard Portes, CEPR ; **membre honoraire** : Denise Flouzat

#### CONSEIL SCIENTIFIQUE :

Arnoud Boot \* (Université d'Amsterdam) ; Claudio Borio (Banque des règlements internationaux) ; Francesca Cornelli (London Business School) ; Carlo Favero \* (Bocconi University Milan) ; Patrice Fontaine (EUROFIDAI) ; Thierry Foucault \* (HEC Paris) ; Pierre-Olivier Gourinchas \* (Université de Berkeley) ; Denis Gromb (INSEAD) ; Jean-Olivier Hairault (Paris School of Economics) ; Philipp Hartmann (Banque Centrale Européenne) ; Elyès Jouini (Université de Paris Dauphine) ; Philippe Martin (Sciences Po Paris) ; Franck Portier (Toulouse School of Economics) ; Xavier Ragot (CNRS – Banque de France) ; Hélène Rey (London Business School) ; Stephen Schaefer \* (London Business School) ; David Thesmar (HEC Paris) ; Jaume Ventura \* (Université Pompeu Fabra).

\* également membre du Comité d'évaluation pour l'attribution des bourses de recherche

## ENCADRÉ 2

**VIII<sup>e</sup> Journées de la Fondation Banque de France pour la recherche,  
« les politiques macroéconomiques en temps de crise », 21-22 juin 2010 à Paris**

Les VIII<sup>e</sup> Journées de la Fondation Banque de France pour la recherche se sont déroulées les 21 et 22 juin 2010 au palais Brongniart à Paris. Elles portaient cette année sur le thème des « politiques macroéconomiques en temps de crise ». Le programme de ces « Journées » ainsi que les papiers présentés sont accessibles sur le site de Fondation au lien suivant : <http://www.banque-france.fr/fondation/gb/journees/historique/2010/programme-VIIIth-journees-of-the-Foundation-Banque-de-France.htm>

Ces « Journées » permettent de présenter publiquement les projets de recherche ayant reçu un soutien financier de la Fondation à l'issue de sa procédure très sélective d'appels d'offres.

Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France et président de la Fondation, a introduit les « Journées » en analysant les récentes interventions de l'Eurosystème sur le marché obligataire de la zone euro dans un contexte de crise souveraine afin d'assurer un bon fonctionnement des mécanismes de transmission (voir son intervention sur le lien : <http://www.banque-france.fr/fr/institut/telechar/discours/2010/2010-21-06-politiques-macroeconomiques-en-periode-de-crise.pdf>).

La première session de la conférence a été consacrée à la gestion de la liquidité en temps de crise et aux rôles des banques centrales. Dans son papier co-écrit avec Denis Gromb (INSEAD), Dimitri Vayanos (London School of Economics) a mis l'accent sur le rôle des contraintes financières auxquelles sont exposés les arbitragistes sur les marchés financiers et leurs incidences sur les stratégies d'investissement et le prix des actifs. De son côté, Gara Afonso (Banque fédérale de New York) a présenté une analyse des risques de liquidité et de leurs implications systémiques à partir des flux financiers circulant dans les systèmes de paiement de gros montant en temps réel.

La deuxième session était consacrée à la politique monétaire. Le papier de Pierre Gosselin (Université de Grenoble), Aileen Gosselin-Lotz et Charles Wyplosz (Graduate Institute Genève) analyse le niveau de transparence que les banques centrales doivent adopter pour la publication des prévisions des taux d'intérêt dans un contexte d'asymétries d'information. Il montre en particulier que la transparence est optimale sauf dans certaines configurations où, au contraire, elle produit une information erronée au secteur privé. Carl Walsh (University of California, Santa Cruz) modélise quant à lui les frictions sur le marché du travail et évalue leurs implications pour la politique monétaire optimale.

La troisième session était dédiée aux politiques économiques dans l'économie mondiale. Giancarlo Corsetti (European Institute, Florence) a exposé les résultats d'une analyse empirique portant sur les multiplicateurs fiscaux, qui mesurent l'impact d'une augmentation des dépenses publiques sur l'activité économique. Il a indiqué que si ces impacts sont positifs mais faibles en temps normal, ils peuvent prendre des valeurs très élevées en période de crise financière. Isabelle Méjean (FMI et École polytechnique) a apporté des éclairages nouveaux sur la mesure des élasticités de substitution entre biens domestiques et étrangers. En pratique, elle montre que la valeur de ces élasticités est environ deux fois plus élevée lorsqu'elle est calculée à partir de données sectorielles plutôt qu'à partir de données agrégées. Ester Faia (Université de Francfort) a examiné quant à elle les effets de la mondialisation. Elle conclut que la sensibilité de l'inflation domestique aux facteurs extérieurs s'est accrue au cours de la dernière décennie. Enfin, sur la base d'une analyse historique de crise de la livre sterling dans les années 1930, Marc Flandreau (Graduate Institute, Genève) a considéré comme économiquement viable la coexistence durable de plusieurs monnaies internationales. Il s'est ainsi opposé à la thèse selon laquelle une seule monnaie internationale devrait s'imposer simplement parce qu'elle est utilisée par un nombre plus grand d'agents économiques (phénomène d'« externalités de réseau »).