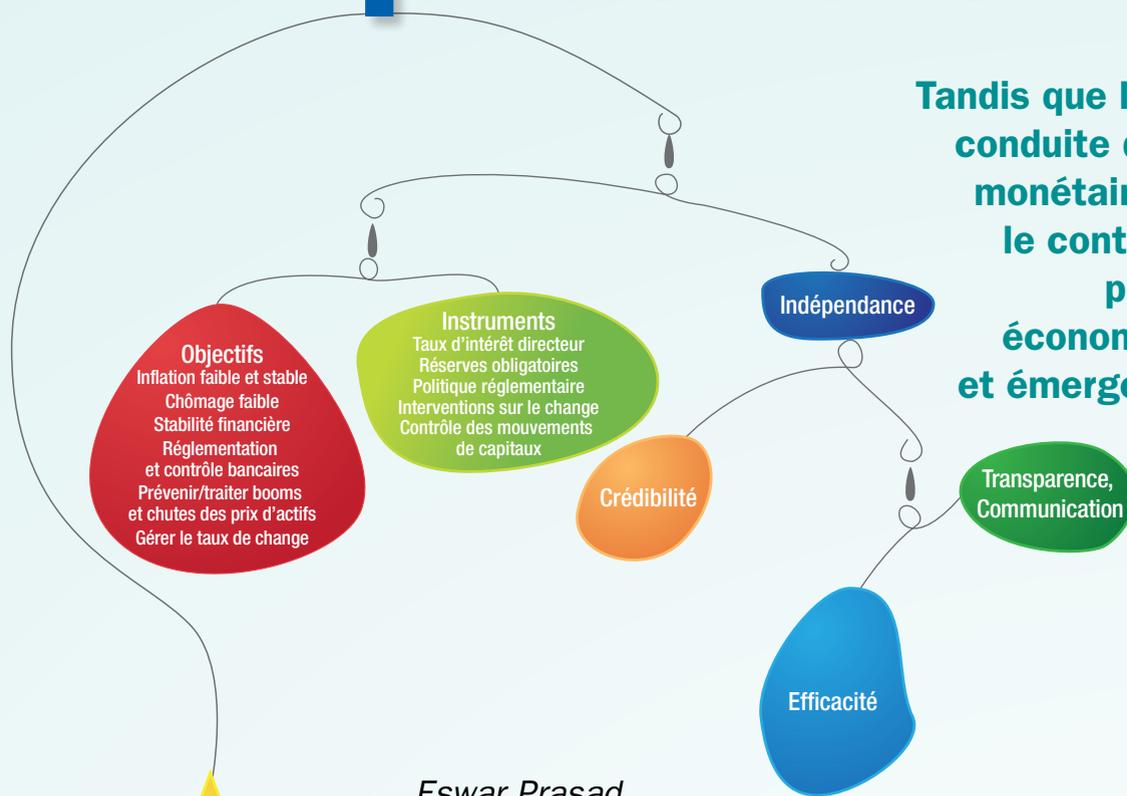




# Après la chute



Tandis que le débat sur la conduite de la politique monétaire s'intensifie, le contraste naguère prononcé entre économies avancées et émergentes s'efface peu à peu

Eswar Prasad

Banque centrale

**A**U MOMENT où l'économie mondiale tire les leçons de la crise, des conceptions relatives aux banques centrales que l'on croyait depuis longtemps acceptées sont remises en question (Goodfriend, 2007). Partout, on s'interroge sur ce que doivent être leurs missions.

La mondialisation expose davantage les pays avancés et émergents aux chocs externes, car leur ouverture croissante aux flux commerciaux et financiers facilite les répercussions internationales des chocs. Ces facteurs compliquent aussi la tâche de la politique monétaire. Il est aujourd'hui beaucoup plus difficile à une banque centrale de faire varier les taux d'intérêt pour atteindre des objectifs internes; le va-et-vient des capitaux gêne la conduite de la politique monétaire, surtout là où les systèmes financiers sont peu profonds. Pourtant, elle prend de l'importance en tant que première ligne de défense contre les chocs externes et les crises financières, parce qu'elle est beaucoup plus souple que les autres outils de gestion macroéconomique.

D'où un intéressant débat sur la politique monétaire la plus appropriée, la portée des objectifs d'une banque centrale et son degré optimal d'indépendance. Même si l'on a une idée moins claire du meilleur dispositif monétaire, la crise a eu le mérite de faire converger les discussions sur les fonctions d'une banque centrale aux différents stades du développement économique et institutionnel.

On estimait que les banques centrales des pays émergents étaient en retard sur celles des pays avancés en matière de rigueur opérationnelle, de sophistication et de transparence. Or, elles sortent de la crise en bien meilleur état. Moins de raffinement des marchés financiers et beaucoup plus de prudence réglementaire se sont avérés préférables. C'est pourquoi il y a des rebondissements intéressants dans le débat sur les politiques monétaires et réglementaires convenant aux marchés émergents (Gill, Kanbur, and Prasad, 2009). Commentons par réexaminer certains principes généraux concernant toutes les économies.

## Critique du ciblage de l'inflation

Depuis une vingtaine d'années, le ciblage de l'inflation est devenu, explicitement ou implicitement, le régime de politique monétaire préféré des pays les plus avancés. Plusieurs banques centrales de pays émergents ont aussi adopté des systèmes donnant la priorité au respect d'un objectif d'inflation précis ou d'une fourchette. Beaucoup d'autres évoluaient en ce sens. Le ciblage de l'inflation a donné de bons résultats en matière de stabilité des prix et d'ancrage des anticipations, appréciables dans les pays émergents, où une inflation élevée est particulièrement pernicieuse en raison de ses effets disproportionnés sur les pauvres.

Mais il est très critiqué depuis la crise financière mondiale. Dans les pays développés, les banques centrales sont accusées d'avoir privilégié la stabilité des prix et ignoré la formation de bulles d'actifs, d'où leur incapacité à prévenir la pire crise depuis une génération.

En outre, même si de nombreux pays émergents ont assez bien résisté à la crise, celles de leurs banques centrales qui pratiquent le ciblage de l'inflation sont aussi poussées à y renoncer. Selon les critiques, cette politique risque d'être dommageable si elle amène à négliger les fortes fluctuations du change ainsi que les cycles expansion-crise des marchés d'actions et de l'immobilier.

Dans certains pays émergents, les banques centrales vont jusqu'à soutenir qu'une inflation modérée n'est ni nécessaire, ni suffisante pour assurer la stabilité financière. L'argument doit être pris au sérieux au vu des énormes tensions financières accumulées dans de nombreux pays avancés pendant une période d'inflation modérée et de croissance stable.

## Les bulles sur les marchés d'actifs

Les bulles de prix des logements et des actions peuvent causer des ravages sur les marchés financiers et l'économie quand elles finissent par éclater. Cela semble légitimer l'argument selon lequel les banques centrales ne sauraient les ignorer et qu'un cadre trop étroit les empêchant de prévenir ces phénomènes serait voué à l'échec. Mais un problème majeur se pose : il est difficile de déceler les bulles en temps réel et il est loin d'aller de soi que la politique monétaire est le bon moyen de les éliminer avant qu'elles ne prennent de l'ampleur.

Selon la conception puriste de la politique monétaire, ces bulles doivent être intégrées au ciblage de l'inflation, pourvu que la banque centrale dispose d'un bon modèle macroéconomique à cet effet. Les booms d'actifs augmentent le patrimoine financier des ménages et des entreprises, qui se sentent plus riches et dépensent davantage. Cela devrait se traduire par une hausse de la demande globale accélérant l'inflation et déclenchant une réaction de la politique économique. Autrement dit, la banque centrale empêcherait automatiquement les bulles en menant une politique monétaire visant à contrecarrer leur incidence inflationniste. Toutefois, même si le modèle de la banque centrale est bon, les prix d'actifs peuvent s'envoler rapidement et causer de sérieux dégâts avant que se manifestent leurs conséquences sur la demande globale.

Il y a une position de compromis. Les bulles alimentées par une politique monétaire laxiste — comme le boom de l'im-

mobilier aux États-Unis — devraient être traitées par des moyens monétaires, alors que les autres — comme la spéculation boursière dans le secteur technologique au début des années 2000 — relèveraient de mesures réglementaires, ou bien on les laisserait aller à leur terme. Cette démarche pose aussi problème en raison de la difficulté de détecter et d'enrayer les bulles, sans parler d'en deviner les causes. Aujourd'hui encore, il y a désaccord sur la raison immédiate du boom et de la crise de l'immobilier aux États-Unis : laxisme monétaire ou faiblesse de la réglementation?

Quelle que soit la conclusion du débat, il sera difficile aux banques centrales d'ignorer les prix d'actifs après la crise, même si elles ne les ciblent pas officiellement. Les charger explicite-

## Depuis une vingtaine d'années, le ciblage de l'inflation est devenu, explicitement ou implicitement, le régime de politique monétaire préféré des pays les plus avancés.

ment d'assurer la stabilité financière les obligerait à gérer ces prix. Après tout, lors de la crise récente, la chute des prix de l'immobilier américain a finalement ébranlé tout le système financier. Certains banquiers centraux estiment même que, vu le lien étroit entre la préservation de la stabilité financière et les objectifs classiques de la politique monétaire, les deux missions sont indissociables (Blinder, 2010).

Cet aspect du «glissement des missions» des banques centrales peut créer des complications. Supposons que l'on utilise la réglementation pour gérer les bulles d'actifs et garantir la stabilité financière, tout en se servant des taux d'intérêt pour maîtriser l'inflation. Il peut en résulter des tensions quand la solidité des institutions financières, dont la banque centrale est responsable, risque d'être compromise par la politique des taux. Ainsi, des taux d'intérêt bas favorisent la rentabilité en procurant aux banques de l'argent bon marché, mais peuvent susciter une hausse des anticipations d'inflation et faire gonfler les prix d'actifs.

Cet aspect particulier du «glissement des missions» comporte un risque plus grand. Il est tentant d'intégrer les prix d'actifs au régime de politique monétaire, mais dangereux de demander à la banque centrale de gérer les marchés d'actifs sans critères clairs et sans savoir comment la politique monétaire influe sur eux. Bien que l'on soit en territoire inconnu, on ne peut évidemment suspendre l'action des banques centrales en attendant la résolution théorique de ces questions.

## Objectifs et instruments

En situation de crise, la politique monétaire doit être pragmatique et employer tous les moyens disponibles. Les injections massives de liquidités par les banques centrales du monde entier ont beaucoup contribué à éviter une implosion du système financier pendant la crise récente. Reste à savoir quel est le bon

régime monétaire en temps normal. Lequel assurera la stabilité macroéconomique et financière, atténuera les fluctuations cycliques et donnera à la politique monétaire une marge pour réagir fermement aux chocs externes?

## En situation de crise, la politique monétaire doit être pragmatique et employer tous les moyens disponibles.

Il est généralement admis, sur la base de travaux universitaires et de l'expérience, que la politique monétaire dispose d'un instrument unique, habituellement le taux d'intérêt directeur, qui permet au mieux d'atteindre un seul objectif, tel qu'une inflation faible et stable. Selon une version plus nuancée, la plupart des banques centrales ont en fait deux instruments : la politique monétaire et le pouvoir réglementaire. La première doit gérer l'inflation et le second prévenir l'apparition de déséquilibres dans le système financier. Mais même ce petit nombre d'objectifs crée des tensions. Ainsi, comme on l'a déjà signalé, ce qui est bon pour le système financier en situation de crise — taux d'intérêt bas et abondance de liquidités — ne l'est peut-être pas toujours pour l'inflation.

Ces contradictions sont accrues dans les pays émergents, où les banques centrales poursuivent traditionnellement une série d'objectifs sociaux et économiques, en sus de la stabilité des prix et du système financier. L'idée selon laquelle une politique monétaire stable et transparente, axée surtout sur un objectif, est meilleure à long terme se heurte à une dure réalité : des entrées massives de capitaux et l'appréciation consécutive du change peuvent pénaliser en permanence les exportations et compromettre la légitimité de la banque centrale. Des objectifs secondaires, tels que la gestion du taux de change, compliquent donc déjà la conduite de la politique monétaire dans ces pays. Le contrôle des mouvements de capitaux est d'une efficacité limitée et crée lui-même des problèmes.

Certains estiment que, dans les pays émergents, la banque centrale se retrouve responsable de toute une série d'objectifs. Elle peut essayer de les réaliser tous, avec les risques que cela comporte, faute de quoi on lui reprochera, de toute façon, la non-réalisation de l'un d'entre eux. On peut aussi soutenir qu'une banque centrale poursuivant des objectifs multiples doit absolument en fixer et en communiquer un plus petit nombre, qu'elle peut espérer atteindre effectivement.

Si une banque centrale assume plusieurs missions, cela risque de créer des anticipations irréalistes sur ce qu'elle peut ou non faire avec les moyens dont elle dispose. Il est tentant de prêter à la politique monétaire l'omnipotence, attribut que l'on impose d'office à certaines banques centrales des pays émergents. Mais c'est excessif et voué à l'échec, surtout dans les économies caractérisées par des faiblesses institutionnelles, des moyens réglementaires limités ainsi qu'un niveau élevé de déficit budgétaire et de dette publique. Même sans ces contraintes, la politique monétaire ne peut à elle seule influencer sur le potentiel de croissance à long terme ou modifier durablement le taux de chômage.

Dans une optique plus étroite, elle peut surtout concourir à la stabilité macroéconomique et financière en assurant une inflation faible et stable. Bien appliquée, cette conception définit les limites de la politique monétaire et donne une base claire à l'exercice de la responsabilité. Les divergences de vues nourrissent le débat sur l'indépendance des banques centrales.

### L'indépendance importe-t-elle?

L'indépendance des banques centrales est partout contestée. Aux États-Unis, le Congrès menace de contrôler plus strictement la Réserve fédérale, tout en ajoutant à ses missions le suivi des établissements financiers d'importance systémique. Ailleurs, la crise a servi de prétexte aux politiques pour tenter d'assujettir la banque centrale. En Argentine, la présidente a limogé le gouverneur parce qu'il ne voulait pas puiser dans les réserves de change pour rembourser une partie de la dette du pays.

Ces évolutions s'opposent à l'idée dominante selon laquelle l'indépendance est totalement bénéfique, car elle permet à la banque centrale de se concentrer sur ce qu'elle fait de mieux, sans contraintes politiques ou autres, et lui donne la crédibilité nécessaire pour influencer sur les anticipations d'inflation. Cette crédibilité est précieuse en période difficile, dans la mesure où elle rend possible de prendre des dispositions extraordinaires sans dérapage des anticipations. Ainsi, ces dernières sont assez modérées aux États-Unis, malgré les injections massives de liquidités par la Réserve fédérale en 2008–09 et la montée rapide de la dette publique. Jusqu'à présent, les marchés semblent convaincus que la Fed ne laissera pas l'inflation dériver.

Mais l'indépendance est un concept complexe. On a tendance à croire qu'une banque centrale indépendante poursuivant un objectif étroit, mais bien défini, comme la persistance d'une inflation faible et stable, a de meilleures chances d'être efficace, transparente et donc moins exposée aux interventions politiques. Or, même celles à qui on assigne seulement un objectif d'inflation bien défini n'ont qu'une indépendance opérationnelle pour le réaliser. Le gouvernement détermine la nature de l'objectif et assume les conséquences d'un échec. S'il ne le faisait pas, la légitimité publique de l'objectif serait plus limitée.

Cet objectif étroit peut lui-même être difficile à atteindre si la politique budgétaire est laxiste et entraîne d'importants déficits. En outre, quand les banques centrales sont responsables de la stabilité des marchés financiers et de la prévention des bulles de prix d'actifs, elles doivent être dotées de moyens d'action autres que le taux d'intérêt directeur (ou parfois les réserves obligatoires). Toutefois, il y a une contradiction entre la multiplicité des buts poursuivis — même si à chacun correspond un instrument particulier — et l'indépendance opérationnelle nécessaire pour réaliser l'objectif d'inflation. Plus d'objectifs signifie toujours davantage d'interventions politiques et moins de crédibilité pour maintenir une inflation faible.

Ces complications augmentent dans les pays émergents. La banque centrale y est souvent l'une des institutions les mieux gérées et les mieux considérées, ce qui incite à lui donner plus de responsabilités. Mais, ce faisant, on risque de la rendre moins efficace dans le seul domaine où elle a fait ses preuves : la maîtrise de l'inflation.

Paradoxalement, des objectifs en nombre plus limité peuvent aussi menacer l'indépendance de la banque centrale, si on a l'impression qu'elle en ignore d'autres, comme la croissance et l'emploi. Dans certains pays émergents, les banquiers centraux laissent entendre que leur indépendance, déjà réduite, ne tient qu'à un fil et disparaîtrait si, par exemple, ils ne réagissaient pas à l'appréciation rapide du change, préjudiciable aux exportateurs, ou aux bulles d'actifs, qui peuvent faire beaucoup de mal quand elles éclatent.

La réponse classique est que le meilleur moyen pour la banque centrale de contribuer à une croissance forte et à la stabilité financière est d'assurer la stabilité du contexte macroéconomique grâce à celle des prix. Au regard du déroulement de la crise récente, cet argument peut paraître dogmatique et presque indéfendable. Sur ce point, l'écart semble se creuser entre la théorie et la pratique des banques centrales.

### De nombreuses formules possibles

Malgré la prédominance du ciblage de l'inflation, les banques centrales conservent des pratiques différentes. Au Canada, en Nouvelle-Zélande et en Thaïlande, par exemple, le ciblage est officiel. La Réserve fédérale américaine a la double mission de soutenir la croissance et de stabiliser les prix, mais on estime généralement que l'objectif d'inflation est prioritaire. À l'opposé, on trouve la banque centrale indienne, que son gouverneur, Duvvuri Subbarao, qualifie explicitement de banque centrale polyvalente; elle a de multiples objectifs, la faiblesse et la stabilité de l'inflation n'étant pas nécessairement prioritaires. Plusieurs banques centrales, dont celle de la Chine, ont une forme d'objectif de change et importent en fait la politique monétaire.

Les modèles théoriques sont de portée bien plus étroite. Ainsi, ceux qui portent sur les systèmes de ciblage de l'inflation s'en tiennent à un ciblage strict ou à un mode souple, dans lequel la banque centrale donne une certaine pondération à l'écart entre production et potentiel, mesure du sous-emploi des capacités. Peu d'études établissent un lien explicite entre stabilité des prix et stabilité financière ou indiquent les modalités d'intégration des prix d'actifs à un cadre monétaire élargi.

Même dans un contexte étroit, la recherche universitaire commence seulement à traiter les problèmes propres aux pays émergents. Ainsi, la question du choix de l'indice des prix est de nature très différente dans les pays à revenu faible et intermédiaire. Les dépenses d'alimentation y représentent près de la moitié du budget des ménages, tandis qu'une grande proportion de la population est rétribuée en liquide et n'est guère en contact avec le système financier (Anand and Prasad, à paraître). Il est inconcevable que la banque centrale cible seulement l'inflation sous-jacente, à l'exclusion des prix instables de l'alimentation et de l'énergie, même si les modèles classiques montrent que c'est le bon objectif. En outre, il reste à résoudre des questions plus larges, comme le taux d'inflation à cibler dans les pays émergents ou l'arbitrage entre une inflation supérieure et un taux de change plus élevé (Blanchard, Dell'Ariccia, and Mauro, 2010).

Dans ces conditions, même si les universitaires (dont moi-même) suggèrent d'adopter des régimes de politique monétaire

plus solides et mieux fondés théoriquement, ils n'en proposent pas qui soient près de résoudre les difficiles problèmes pratiques que rencontrent les banques centrales des pays émergents.

### Maintenir la normalité

Les banques centrales se sont montrées capables de réagir efficacement aux crises. L'essentiel est toutefois de savoir quel régime de politique monétaire réduira l'éventualité de nouvelles crises et, sur ce point, la réponse est moins claire. Il est intéressant que presque tous les pays qui ciblaient, explicitement ou implicitement, l'inflation avant la crise aient fait connaître leur intention de continuer, peut-être parce que cela a donné de bons résultats.

Il reste à savoir comment adapter le ciblage de l'inflation au monde d'après la crise. Plus fondamentalement, on doit se demander si c'est même une référence que l'on peut moduler en fonction des particularités nationales.

S'agit-il d'un système qui laisse la banque centrale libre de faire ce qu'elle sait faire efficacement et crée des anticipations réalistes sur ce que peut réaliser la politique monétaire? Ou est-ce un corset la poussant à ignorer les évolutions financières et macroéconomiques qui créent finalement de grands risques?

Si le pragmatisme est une excellente règle opérationnelle dans une situation désespérée, il ne peut assurer la stabilité en période normale. Opérer sans système défini offre la souplesse et l'adaptabilité, mais au prix d'un affaiblissement de l'ancrage des anticipations d'inflation. Cela risque aussi de limiter la capacité de la banque centrale à se doter d'une crédibilité peut-être très utile en phase de tension macroéconomique et financière.

Le ciblage de l'inflation semble être encore le système le plus défendable; lui imputer les échecs réglementaires qui ont failli causer un effondrement financier équivaudrait à jeter la baignoire, le bébé et l'eau du bain. Il ne sera pas facile de trouver un équilibre entre ces conceptions. Les banquiers centraux et les universitaires vont devoir se livrer à une réflexion de fond. ■

*Eswar Prasad est titulaire de la chaire Nandlal P. Tolani de politique commerciale à l'université Cornell, occupe la chaire New Century d'économie internationale à la Brookings Institution et est chercheur associé au National Bureau of Economic Research.*

---

#### Bibliographie :

Anand, Rahul, and Eswar Prasad, à paraître, "Optimal Price Indexes for Targeting Inflation under Incomplete Markets," *National Bureau of Economic Research working paper*.

Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia, and Paolo Mauro, 2010, "Rethinking Macroeconomic Policy," *IMF Staff Position Note 10/03* (Washington: International Monetary Fund).

Blinder, Alan, 2010, "How Central Should the Central Bank Be?" *Journal of Economic Literature*, Vol. 48, No. 1, p. 123-33.

Gill, Hammond, Ravi Kanbur, and Eswar Prasad, eds., 2009, *Monetary Policy Frameworks for Emerging Market Economies* (Cheltenham, United Kingdom: Edward Elgar Press).

Goodfriend, Marvin, 2007, "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, No. 4, p. 47-68.