

Leçons de la crise : politique monétaire et stabilité financière

L. Aucremanne
S. Ide

Introduction

Le présent article étudie la relation entre la politique monétaire et la stabilité financière dans le contexte de la récente crise économique et financière. Il a pour objet de tirer une série de leçons de l'expérience et d'en examiner les implications pour la politique monétaire. Concrètement, il pose la question de savoir si, outre son mandat en matière de stabilité des prix, la politique monétaire devrait jouer un rôle plus éminent et plus actif dans la sauvegarde de la stabilité financière. Cette réflexion se concentre sur les objectifs de stabilité des prix et de stabilité financière, mais vise de façon plus générale à déterminer de quelle manière la politique monétaire pourrait le mieux contribuer à l'essor économique.

Cette question a récemment été au centre de nombreux discours et de nombreuses publications de chercheurs et de décideurs renommés⁽¹⁾. Il en ressort qu'il est encore trop tôt pour tirer des leçons définitives et qu'il n'existe pas encore de consensus d'après-crise sur la politique monétaire, alors qu'avant la crise, un consensus avait longtemps prévalu parmi les banques centrales et dans le monde universitaire. La relation entre la politique monétaire et la stabilité financière est actuellement une priorité de la recherche tant théorique que plus appliquée menée par les banques centrales et par les universités. Elle le sera sans doute encore dans les années à venir. Il est dès lors évident que seules des leçons provisoires peuvent être tirées à l'heure actuelle.

La première partie du présent article traite de ce que l'on peut appeler le consensus d'avant la crise sur la politique monétaire. La deuxième partie aborde les leçons pouvant être tirées de la crise et examine dans quelle mesure elles remettent en cause le consensus d'avant la crise. Enfin, la dernière partie conclut.

1. Le consensus d'avant la crise sur la politique monétaire

Cette partie présente tout d'abord les principales évolutions économiques des dernières décennies, étant donné qu'elles sous-tendent le consensus d'avant la crise sur la politique monétaire. Ensuite, les principaux éléments de ce consensus sont passés en revue et la relation spécifique existant entre la politique monétaire et la stabilité financière est examinée plus en détail. Enfin, la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème est brièvement commentée dans ce contexte.

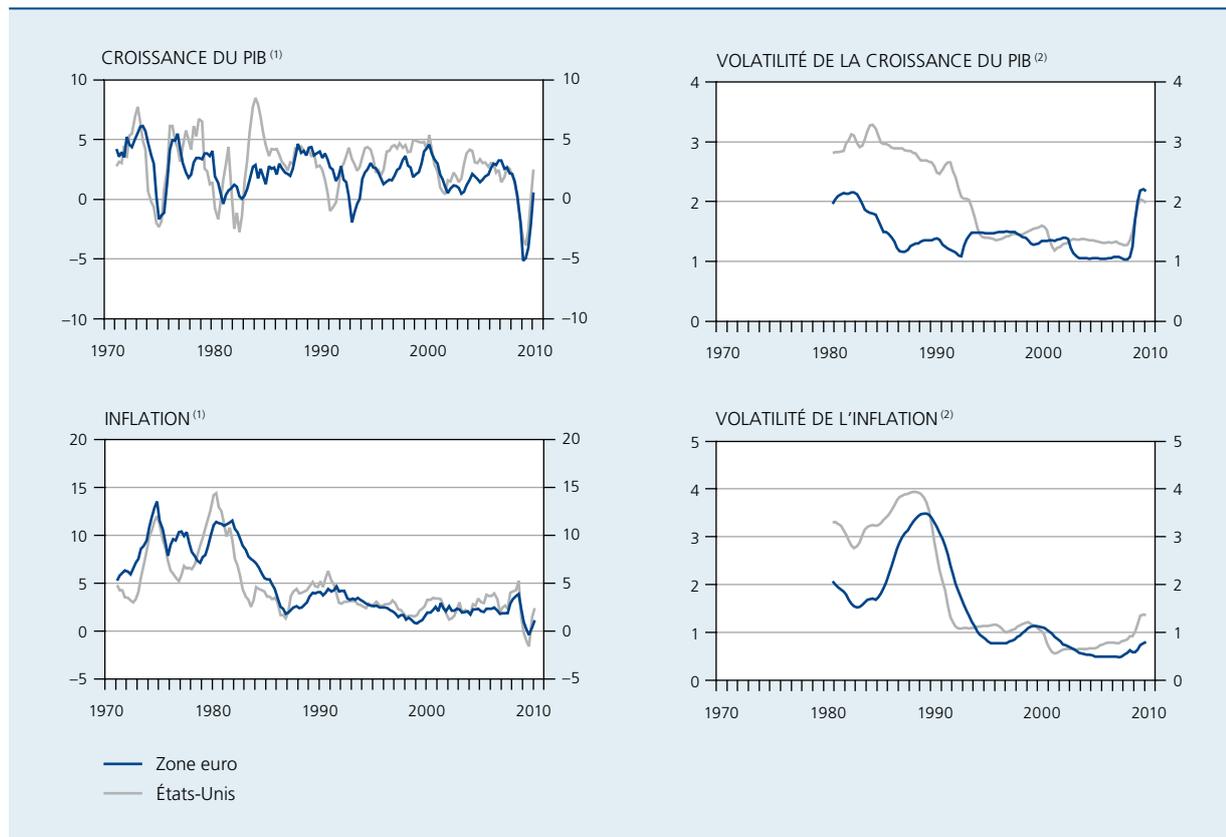
1.1 De la « Grande Inflation » à la « Grande Modération »

Ces dernières décennies, le débat sur la politique monétaire s'est surtout focalisé sur la relation existant entre l'inflation et l'activité économique, alors que la problématique de la stabilité ou de l'instabilité financière a été reléguée à l'arrière-plan. Ce constat s'explique sans doute par le fait que, durant la période suivant la Seconde Guerre mondiale, les économies avancées n'ont pas été véritablement confrontées à de graves crises financières, ce qui, comme le montre le travail de Reinhart et Rogoff (2009),

(1) Notamment Bean (2009), Bernanke (2010), Bini Smaghi (2009), Blanchard et al. (2010), BRI (2009a), Cecchetti, Disyatat et Kohler (2009), Kohn (2009), Goodhart (2009), Papademos (2009), Taylor (2007) et Trichet (2009, 2010).

GRAPHIQUE 1 FLUCTUATIONS MACROÉCONOMIQUES DEPUIS 1970

(données trimestrielles)



Sources : OCDE, Fagan et al. (2005), Thomson Reuters Datastream.

(1) Pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.

(2) Écart type sur des périodes mobiles de 40 trimestres.

contraste singulièrement avec l'ampleur des turbulences financières d'avant-guerre ainsi qu'avec la portée de la récente crise financière mondiale. À l'inverse, l'inflation et la croissance ont affiché une évolution plus tumultueuse, surtout lorsque, dans les années 1970, à la suite des chocs pétroliers et de décisions de politique monétaire qui se sont avérées inappropriées par la suite, l'inflation s'est fortement accélérée tant aux États-Unis que dans la plupart des pays qui composeront plus tard la zone euro. Dès le début des années 1980, une politique de désinflation a été menée. Sur la base de l'expérience des années antérieures, l'on était arrivé à l'idée que l'inflation n'avait pas conduit à une croissance économique plus soutenue ou à un recul du chômage, mais qu'elle avait à l'inverse entraîné un dérapage des anticipations d'inflation et une instabilité monétaire, laquelle avait eu des répercussions négatives sur la croissance et sur l'emploi.

Cette désinflation est de plus allée de pair avec une baisse prononcée de la volatilité macroéconomique. Aussi bien l'inflation que la croissance économique ont présenté

depuis le milieu des années 1980 une évolution moins volatile qu'auparavant. C'est pourquoi les économistes parlent souvent de « Grande Modération » (après la « Grande Inflation » des années 1970), une période de grande stabilité macroéconomique qui s'est soudainement interrompue à cause de la récente crise financière et de la récession particulièrement sévère qui a suivi durant les années 2008-2009.

Plusieurs facteurs permettent d'expliquer cette « Grande Modération ». En premier lieu, elle pourrait être simplement attribuable au fait que, durant cette période, l'économie a subi par hasard des chocs macroéconomiques essentiellement favorables. Ensuite, elle pourrait résulter d'éléments modifiant structurellement l'économie, comme une flexibilité accrue sur les marchés des produits et du travail ou de meilleures techniques de gestion, en matière de gestion des stocks par exemple. Enfin, une meilleure politique macroéconomique, et en particulier une meilleure politique monétaire, peut aussi avoir contribué à stabiliser l'environnement macroéconomique.

Il n'existe pas d'unanimité quant à l'importance relative de ces explications, mais l'idée qu'une meilleure politique monétaire ait apporté une importante contribution était néanmoins très présente. Au fil des années, dans le contexte macroéconomique esquissé ci-dessus, un consensus clair s'est en effet dégagé en matière de politique monétaire. Ce consensus reposait sur les éléments suivants.

1.2 Éléments du consensus d'avant la crise

Premièrement, les responsables de la politique monétaire en sont arrivés à l'idée que l'évolution à long terme de l'inflation était déterminée par la politique monétaire en vigueur. Reconnaître que l'inflation est essentiellement un phénomène monétaire n'implique toutefois pas que les chocs réels ne peuvent pas avoir d'impact sur celle-ci. Les chocs tant du côté de la demande que du côté de l'offre ont un impact sur l'inflation, mais leur incidence peut être endiguée si la banque centrale mène une politique visant à stabiliser l'inflation. Toutefois, si la banque centrale ne combat pas la pression inflationniste qui découle de tels chocs mais s'en accommode, l'incidence sera nettement plus forte, à cause d'une dérive des anticipations d'inflation. Ainsi, le premier choc pétrolier des années 1970 a entraîné dans toutes les économies avancées une hausse sensible de l'inflation, même si elle a été moindre en Allemagne, précisément parce que la politique monétaire – même durant cette période – visait davantage à maintenir la stabilité des prix. Aujourd'hui, il est communément admis que la politique monétaire pilote l'évolution à long terme de l'inflation et qu'elle doit donc de préférence rechercher la stabilité des prix.

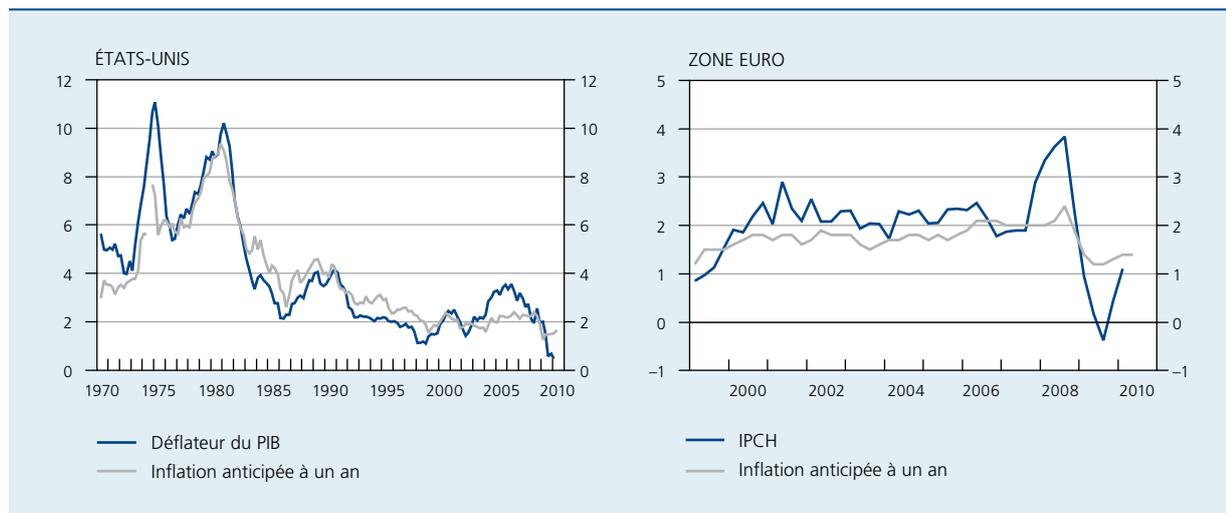
Un deuxième élément de ce consensus concernant la politique monétaire est en effet l'idée que la stabilité des prix n'a pas de coût en termes d'activité économique, du moins à long terme. Ce sont en effet des facteurs réels – et pas nominaux – qui déterminent la croissance économique et l'emploi à plus long terme. C'est pourquoi les tentatives des responsables de la politique monétaire à la fin des années 1960 et dans les années 1970 visant à stimuler la croissance – au prix d'une inflation plus élevée – ont échoué. Une telle période d'instabilité monétaire et d'inflation élevée et volatile a des conséquences négatives en termes de croissance et d'emploi en raison de la hausse des primes de risque, de la perturbation des signaux de prix et de la redistribution arbitraire des revenus qui en découlent. L'avantage de rechercher une inflation basse et stable réside précisément dans la prévention de ces distorsions. Ainsi, l'idée selon laquelle garantir la stabilité des prix est la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à une croissance économique

durable s'est généralisée. Cet accent mis sur la stabilité des prix ne signifie toutefois pas que les banques centrales sont totalement insensibles à d'autres considérations économiques. La plupart des banques centrales font, d'une manière ou d'une autre, du « flexible inflation targeting » (terminologie empruntée à Svensson, 1999). Outre l'accent mis sur l'objectif principal – la stabilité des prix –, à court terme elles prennent en compte d'autres considérations, comme l'évolution de l'activité économique. L'objectif est d'éviter que l'activité économique et les taux nominaux ne soient trop volatils, ce qui serait le cas si on adoptait un « strict inflation targeting ». Alors que les objectifs de stabilité des prix et de croissance économique durable à long terme ne sont pas contradictoires et sont même complémentaires, la politique monétaire à court terme peut en effet être confrontée à des dilemmes, par exemple en cas de chocs d'offre, et une réaction graduelle est souvent recommandée.

Un troisième élément du consensus d'avant la crise sur la politique monétaire est le rôle majeur joué par les anticipations d'inflation dans le processus d'inflation. En effet, les agents économiques fixant les prix et les salaires étant prévoyants, ils tiennent compte dès aujourd'hui des attentes quant à l'évolution future de l'inflation. La crédibilité de la banque centrale concernant le maintien de la stabilité des prix est par conséquent cruciale. Ainsi, à la suite du dérapage de l'inflation dans les années 1970, les anticipations d'inflation ont aussi été revues à la hausse, alors que la désinflation observée dans les années 1980 n'a, dans un premier temps, entraîné qu'un repli très graduel de ces anticipations. En effet, initialement, l'on accordait peu de crédit à la promesse faite par la banque centrale de réduire l'inflation, si bien que les anticipations d'inflation sont restées pendant une longue période supérieures à l'inflation effective. Ceci a compliqué la tâche de la politique monétaire dans le retour à la stabilité des prix : une politique plus restrictive a été nécessaire, engendrant un coût à court terme en matière d'activité économique. À l'inverse, durant la dernière décennie, les anticipations d'inflation sont restées fortement ancrées parce que les autorités monétaires ont mené une politique crédible axée sur la stabilité des prix. De ce fait, les anticipations d'inflation aux États-Unis ont à peine augmenté malgré la poussée inflationniste observée au cours des années 2005-2007. Dans la zone euro, pour laquelle l'on ne dispose pas de longues séries temporelles sur les anticipations d'inflation, celles-ci sont également restées bien ancrées lors de la période 2007-2008, lorsque le renchérissement des matières premières a entraîné une vive accélération de l'inflation. Tant aux États-Unis que dans la zone euro, le net repli de l'inflation durant la crise n'a eu qu'une incidence limitée sur les anticipations d'inflation.

GRAPHIQUE 2 ANTICIPATIONS D'INFLATION

(pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente)



Sources : Thomson Reuters Datastream, Federal Reserve Bank of Philadelphia Survey of Professional Forecasters, ECB Survey of Professional Forecasters.

C'est précisément parce que la crédibilité et les anticipations d'inflation sont à ce point essentielles que l'on accorde aujourd'hui beaucoup d'importance aux aspects institutionnels de la politique monétaire. Un quatrième élément du consensus d'avant la crise est dès lors qu'il convient de créer un cadre forçant l'autorité de politique monétaire à se concentrer sur l'objectif de stabilité des prix. Cela renforce la crédibilité, conduit à un meilleur ancrage des anticipations d'inflation et facilite *in fine* la stabilisation de l'inflation. La mise en place d'un tel cadre contraignant est la traduction pratique des leçons tirées du débat opposant « discrétion » et « engagement » dans la littérature⁽¹⁾. Plusieurs éléments ont leur importance. L'existence d'un mandat explicite – la sauvegarde de la stabilité des prix – en est un. De plus, bon nombre de banques centrales ont traduit ce mandat en un objectif quantitatif d'inflation, ce qui offre un ancrage nominal aux anticipations d'inflation et un cadre pour la reddition de comptes par l'autorité monétaire. En adoptant une stratégie claire au sujet de laquelle la banque centrale communique régulièrement, la politique devient en outre prévisible et donc plus efficace puisque les anticipations peuvent ainsi être mieux pilotées. Cette transparence et cette prévisibilité ne signifient toutefois pas que la politique monétaire est mise en œuvre mécaniquement au moyen de l'une ou l'autre règle : bien que les décisions s'inscrivent dans une

stratégie clairement énoncée, l'autorité dispose toujours d'une marge de manœuvre et peut donc faire preuve de flexibilité. L'économie est en effet en réalité nettement plus complexe que les modèles économiques fortement simplifiés démontrant la supériorité de l'approche de l'« engagement », si bien qu'il est préférable que l'autorité puisse disposer d'une certaine flexibilité. La pratique a également montré que la banque centrale doit de préférence être indépendante dans l'exercice de son mandat. Cet aspect accroît aussi la crédibilité. Cela ne la dispense toutefois pas de l'obligation de rendre des comptes sur ses actions et ses motivations, que du contraire. Un degré élevé d'indépendance peut ainsi être justifié et sera dès lors durable. Le fait de devoir rendre des comptes permet en outre de clarifier la stratégie suivie.

1.3 Politique monétaire et stabilité financière dans le consensus d'avant la crise

Avant l'éclatement de la crise, un consensus assez large avait également émergé concernant la relation entre politique monétaire et stabilité financière. Ainsi, il était généralement admis qu'en garantissant la stabilité des prix, la politique monétaire contribuait considérablement au maintien de la stabilité financière en faisant en sorte, par exemple, que les contrats financiers, généralement conclus en termes nominaux, présentent moins de risques. Prévenir la déflation favorise par ailleurs le maintien de la stabilité financière, puisque l'on évite ainsi une hausse sensible de la charge réelle des dettes

(1) Initialement, l'on se concentrait sur le biais inflationniste (Kydland et Prescott, 1977) : la « discrétion » entraîne une hausse de l'inflation, mais n'améliore pas l'activité économique. Plus tard, l'on a davantage mis l'accent sur le biais de stabilisation : l'« engagement » engendre un meilleur arbitrage à court terme entre la stabilisation de l'inflation et la stabilisation de l'écart de production (cf. par exemple Clarida, Gali et Gertler (1999)).

existantes. Le caractère plus prévisible de la politique monétaire peut lui aussi contribuer au maintien de la stabilité financière, car l'estimation de l'incidence probable de certaines décisions financières, telles que la conclusion d'un emprunt hypothécaire à taux variable, s'en trouve simplifiée. Dans le sens contraire, la stabilité financière était considérée comme un élément important, quoique rarement contraignant, de la politique monétaire, étant donné qu'en cas d'instabilité financière, le mécanisme de transmission monétaire peut être sérieusement perturbé. Ce mécanisme de transmission n'ayant presque jamais été perturbé par une crise financière importante ces dernières décennies, cette considération a été un peu négligée.

Malgré la reconnaissance de la complémentarité à long terme entre les objectifs de stabilité des prix et de stabilité financière, il a été évident dès le début que la poursuite de l'objectif de stabilité des prix ne pouvait être qu'une condition nécessaire, mais non suffisante, de garantie de la stabilité financière. Le courant dominant n'attribuait toutefois pas de rôle plus actif à la politique monétaire : selon celui-ci, la stabilité financière devait essentiellement tirer profit d'une politique prudentielle appropriée en termes de réglementation et de contrôle. Il convient toutefois de mentionner que le consensus dans ce domaine était moins large qu'en ce qui concerne le rôle susmentionné joué par la politique monétaire respectivement en matière d'inflation et de croissance. Ce débat s'est concentré en majeure partie sur la question de savoir si la politique monétaire devait tenir compte ou non des prix des actifs, et, dans l'affirmative, dans quelle mesure et de quelle manière.

À cet égard, le courant dominant estimait que les prix des actifs et les autres variables financières ne devaient être pris en considération par les responsables de la politique monétaire que pour autant qu'ils aient des implications sur l'évolution future de l'activité et de l'inflation à un horizon pertinent pour la politique monétaire, généralement une période à peine supérieure à deux ans. Une réaction n'était considérée comme appropriée que dans le cas où une hausse des prix des actifs allait de pair avec des effets de richesse qui poussaient la croissance à la hausse et qui entraînaient donc des pressions inflationnistes. Les prix des actifs et les variables financières ne constituaient donc pas des objectifs en eux-mêmes, mais de simples variables dans le large éventail d'indicateurs sur lesquels la banque centrale fonde ses prévisions de croissance et d'inflation. Une réaction plus explicite par rapport à une hausse de prix des actifs – en plus de celle requise pour stabiliser l'inflation –, par exemple pour contrer l'apparition d'une bulle, était généralement considérée comme inadaptée. Toutefois, il existait également des conceptions divergentes sur ce sujet. Différents observateurs

– cf. notamment Cecchetti et al. (2000), plusieurs publications de la Banque des règlements internationaux (BRI), White (2006), etc. – ont montré qu'une banque centrale devrait tenir compte des prix des actifs et des déséquilibres financiers, au-delà des implications de ceux-ci sur les prévisions d'inflation à un horizon d'environ deux ans. Ils ont inlassablement mis en garde contre les conséquences macroéconomiques négatives de l'éclatement d'une bulle, également au niveau de la stabilité des prix, puisqu'une pression déflationniste peut se manifester dans ces circonstances. C'est pourquoi ils estimaient qu'il valait mieux voir au-delà de l'horizon habituel et freiner une nette progression des prix des actifs ; une politique dite « lean against the wind ». Le courant selon lequel il vaut mieux ne pas prendre les prix des actifs comme objectif supplémentaire de la politique monétaire est cependant resté dominant. En simplifiant quelque peu, cette position reposait sur cinq arguments majeurs⁽¹⁾.

Le premier argument est que les bulles sont difficiles à identifier en temps réel. Il semble en effet qu'il n'existe a priori aucune raison de supposer que les responsables de la politique monétaire sont mieux en mesure d'établir une distinction entre une augmentation des prix des actifs basée sur de meilleurs fondamentaux et une bulle. Si les banques centrales ont une image précise de ce qu'est un niveau d'inflation optimal, cela n'est pas le cas pour les prix des actifs.

Deuxièmement, il a été constaté que, dans le passé, l'éclatement de bulles n'a pas toujours entraîné de grande instabilité financière, ni des fluctuations macroéconomiques importantes, ce qui est sans doute partiellement lié au constat antérieur selon lequel le problème de l'instabilité financière s'est rarement posé de manière sérieuse après la Seconde Guerre mondiale, du moins jusqu'il y a peu, et que si des bulles sont apparues, c'était sur des marchés moins cruciaux. L'on avait en outre l'impression qu'une politique monétaire très accommodante était en mesure d'endiguer largement les effets néfastes de l'éclatement d'une bulle pour l'économie réelle.

Le troisième argument est en effet qu'il serait toujours possible de réduire considérablement les taux d'intérêt après l'éclatement d'une bulle et de limiter ainsi les effets macroéconomiques négatifs du crash. Cette stratégie de « cleaning instead of leaning » a été appliquée à plusieurs reprises dans un passé récent, à première vue avec un certain succès, par exemple après le crash du marché des actions en 1987 et après l'éclatement de la bulle « dotcom », si bien que la nécessité de prévenir l'apparition de bulles n'a pas été perçue comme très importante.

(1) Cf. notamment Giavazzi et Mishkin (2006) pour un aperçu plus complet.

Par ailleurs, l'instrument des taux d'intérêt était considéré comme peu approprié pour lutter contre les déséquilibres financiers. L'on est parti de l'hypothèse que des adaptations de taux importantes sont nécessaires pour arrêter une bulle. Des hausses de taux d'une ampleur habituelle ne pèsent sans doute pas lourd face aux gains en capital attendus par les investisseurs dans la phase de développement d'une bulle. De plus, les taux constituent un instrument peu ciblé, alors que l'apparition de bulles sur certains marchés peut demander une approche plus spécifique. Enfin, il vaut mieux intervenir dans une phase précoce de la bulle, alors que c'est justement à ce moment-là que son identification est la plus difficile. Dans une phase ultérieure, lorsque son identification est plus facile, un resserrement de la politique monétaire s'avère plus délicat car il peut accélérer l'éclatement de la bulle et aggraver son incidence négative sur l'économie réelle. La vision dominante part en effet de l'hypothèse qu'une politique de « lean against the wind » peut avoir un prix élevé en termes de volatilité macroéconomique, du moins à l'horizon pertinent pour la politique monétaire et qu'elle est en outre difficile à mettre en œuvre.

Enfin, l'attention a systématiquement été attirée sur le fait que des dilemmes supplémentaires risquaient d'être créés. C'est le cas par exemple lorsqu'une banque centrale est confrontée à un choc favorable et persistant au niveau de l'offre, qui fait baisser l'inflation, alors que ce même choc peut entraîner, sur les marchés financiers, un optimisme exagéré et même conduire à l'apparition d'une bulle. Un resserrement de la politique s'impose pour réagir contre la bulle, alors que la maîtrise de l'inflation nécessite plutôt un assouplissement de la politique. De plus, de tels dilemmes rendent la communication plus complexe et peuvent affecter la transparence de la décision finale. L'indépendance de la politique monétaire peut aussi être mise en danger car d'autres éléments tels que la réglementation et la surveillance exercent également une influence importante sur la stabilité financière. Le maintien de la stabilité des prix risque ainsi de devenir plus complexe, étant donné que les avantages précités d'un cadre simple mais clair peuvent disparaître, avec comme conséquence éventuelle une incidence négative sur l'ancrage des anticipations d'inflation.

1.4 La stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème à la lumière du consensus régnant avant la crise

La stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème s'inscrit largement dans le consensus précité d'avant la crise. Ainsi, la stabilité des prix est sans équivoque l'objectif principal de la politique monétaire. Cet objectif

est même mentionné explicitement dans le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Celui-ci garantit également l'indépendance de la banque centrale. Il stipule en outre que la politique monétaire, sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, apporte son soutien à la politique économique générale de l'Union – laquelle poursuit notamment l'objectif d'une croissance durable et non inflationniste et d'un niveau d'emploi élevé. En matière de stabilité financière, le Traité stipule que l'Eurosystème contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes concernant le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier. Non seulement il apparaît de nouveau que l'objectif prioritaire est la stabilité des prix, mais en même temps, il est explicitement reconnu que d'autres organismes (autorités de surveillance, autorités budgétaires) ont une compétence importante en matière de stabilité financière.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a mis en œuvre le mandat relatif à la stabilité des prix en définissant une stratégie explicite. Celle-ci se caractérise d'abord par une définition quantitative de la stabilité des prix, laquelle correspond à une augmentation de l'IPCH inférieure à, mais proche de, 2 p.c. à moyen terme dans la zone euro. Tant l'objectif d'un faible niveau d'inflation que la quantification de cet objectif sont entièrement conformes au consensus régnant avant la crise. La précision selon laquelle la stabilité doit être maintenue à moyen terme est également importante car elle laisse une certaine latitude à court terme pour prendre en compte d'autres considérations – comme par exemple la prévention d'une trop grande volatilité des taux ou de l'activité économique – et permet donc une réaction graduelle. La stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème repose en outre sur un cadre analytique comportant deux piliers, l'analyse économique et l'analyse monétaire, qui visent à détecter les risques pour la stabilité des prix à différents horizons. Grâce à cette stratégie à deux piliers qui est unique, l'Eurosystème reconnaît qu'il est attentif aux évolutions financières, et ce davantage que d'autres banques centrales. Il convient toutefois de signaler que l'analyse monétaire visait initialement à identifier non pas des déséquilibres financiers mais plutôt des risques pour la stabilité des prix, puisqu'elle trouvait son origine dans la relation à long terme entre l'évolution de la masse monétaire et l'inflation. L'analyse monétaire s'est néanmoins progressivement davantage intéressée à la stabilité financière. Ainsi, pendant les années qui ont précédé la récente crise financière, le Conseil des gouverneurs de la BCE, sur la base de son analyse monétaire, a fait part à plusieurs reprises de ses préoccupations concernant l'évolution des prix de l'immobilier dans certains pays de la zone euro.

Comme d'autres banques centrales modernes, l'Eurosystème fait connaître sa stratégie et la façon de la mettre en œuvre : les décisions de politique monétaire sont largement commentées et justifiées à la lumière de cette stratégie. De ce fait, la politique monétaire est devenue plus prévisible. Ces mesures ont conduit, durant les douze premières années de l'union monétaire, à une stabilisation effective de l'inflation à un niveau correspondant à la définition quantitative de la stabilité des prix et à un fort ancrage des anticipations d'inflation. De plus, cette stabilisation de l'inflation est allée de pair avec un niveau élevé de stabilité macroéconomique dans la zone euro, du moins avant la récente crise financière.

2. Leçons de la crise

Cette partie tire une série de leçons provisoires de la crise et examine dans quelle mesure celles-ci remettent en cause le consensus sur la politique monétaire qui existait avant la crise. Il est évidemment encore trop tôt pour tirer des leçons définitives. Non seulement la crise n'est pas encore complètement terminée – elle est même entrée dans une nouvelle phase ces derniers mois –, mais il faut aussi du temps avant d'analyser en profondeur cette expérience. Toutefois, les contours de certaines leçons se dessinent déjà assez clairement.

2.1 La stabilité des prix ne suffit pas pour maintenir la stabilité financière et, plus généralement, la stabilité macroéconomique

La récente crise financière a montré que la recherche de la stabilité des prix était une condition nécessaire, mais certainement pas suffisante pour garantir la stabilité financière. Bien que le consensus d'avant la crise n'ait pas prétendu que la poursuite d'une inflation basse et stable allait sauvegarder la stabilité financière quoi qu'il arrive, l'importance d'une politique spécifiquement axée sur la stabilité financière avait quelque peu été reléguée à l'arrière-plan. L'expérience de la récente crise diffère peu, à cet égard, des périodes d'instabilité financière observées dans le passé. Une inflation élevée a rarement constitué un problème durant l'amorce d'une crise financière, bien au contraire. C'est ce qui ressort de quatre périodes au cours desquelles d'importants déséquilibres financiers se sont accumulés : les années 1930 aux États-Unis, les années 1980-1990 en Suède, les années 1980-1990 au Japon et la crise actuelle pour laquelle des données concernant la zone euro sont présentées. L'on peut à chaque fois observer que l'inflation était en moyenne relativement basse lors de la phase de formation de la

bulle⁽¹⁾. Il faut également remarquer que l'inflation s'est généralement très nettement repliée après l'éclatement de la bulle, devenant même parfois négative. En d'autres termes, alors que la stabilité des prix ne permet pas d'éviter l'apparition de bulles, l'éclatement de ces dernières entraîne une pression déflationniste et, partant, des risques baissiers pesant sur la stabilité des prix.

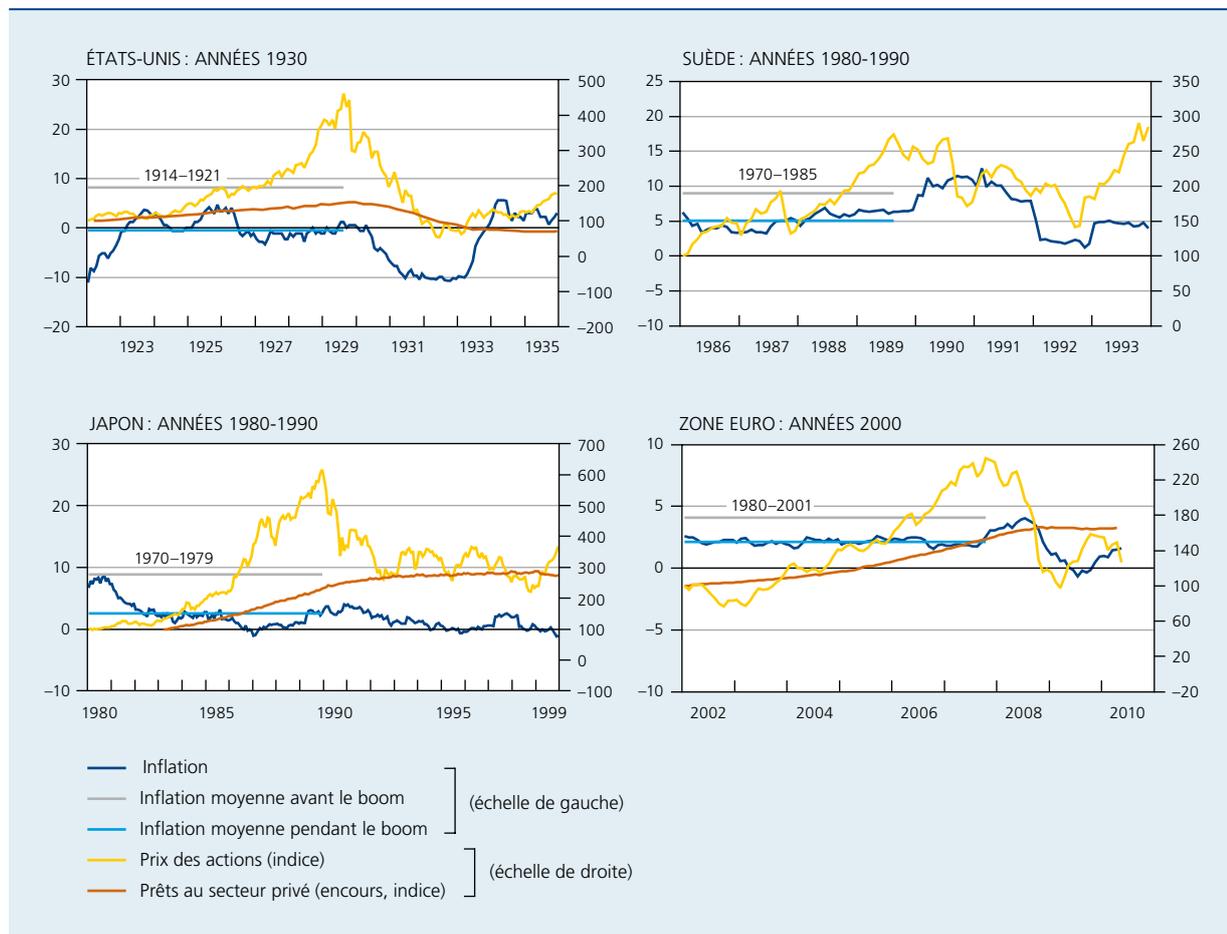
Par ailleurs, contrairement à certains présumés du consensus d'avant la crise, la récente crise financière montre clairement que l'éclatement de bulles peut, dans certaines circonstances, conduire à une instabilité financière et macroéconomique considérable. Ce constat ressort aussi d'une étude historique réalisée par le FMI (2009) : les récessions économiques associées à une crise financière durent en moyenne plus longtemps et sont plus profondes que d'autres.

La crise actuelle montre également qu'un système financier fragile peut sérieusement perturber la transmission de la politique monétaire. De plus, la gestion des conséquences macroéconomiques de l'éclatement d'une bulle peut peser lourdement sur les épaules des autorités monétaires. Les deux aspects vont en effet de pair, parce qu'une grave perturbation du mécanisme de transmission nécessite en principe de plus grandes impulsions de politique monétaire. Alors que, durant la période d'après-guerre, il était souvent possible de compenser les conséquences macroéconomiques des crises financières en assouplissant drastiquement le cours de la politique monétaire, la récente crise a montré que le traditionnel instrument des taux pouvait, dans certaines circonstances, être rapidement épuisé. Aussi, les banques centrales ont dû faire abondamment appel à des mesures non conventionnelles de politique monétaire, d'une part, pour générer des impulsions monétaires supplémentaires une fois que les taux à court terme avaient atteint la limite inférieure, et d'autre part, pour résoudre les dysfonctionnements spécifiques de la transmission monétaire. Par son ampleur, cette crise a en outre engendré une détérioration substantielle des finances publiques, phénomène récurrent lors de graves crises financières, comme le montre l'étude historique de Reinhart et Rogoff (2009). En résumé, il reste, dans un avenir proche, peu de marge si la crise économique venait à se renforcer. En ce qui concerne la politique budgétaire, le temps est même venu de consolider les finances publiques, comme le montrent clairement les évolutions récentes sur les marchés des titres publics.

(1) S'agissant de l'inflation durant la période 1914-1921 aux États-Unis, il importe de noter qu'elle a sans doute été fortement influencée par la Première Guerre mondiale.

GRAPHIQUE 3 STABILITÉ DES PRIX ET STABILITÉ FINANCIÈRE ⁽¹⁾

(pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente, sauf mention contraire)



Sources : Bureau of Labor Statistics, Ohio State University, Thomson Reuters Datastream, Federal Reserve Board.

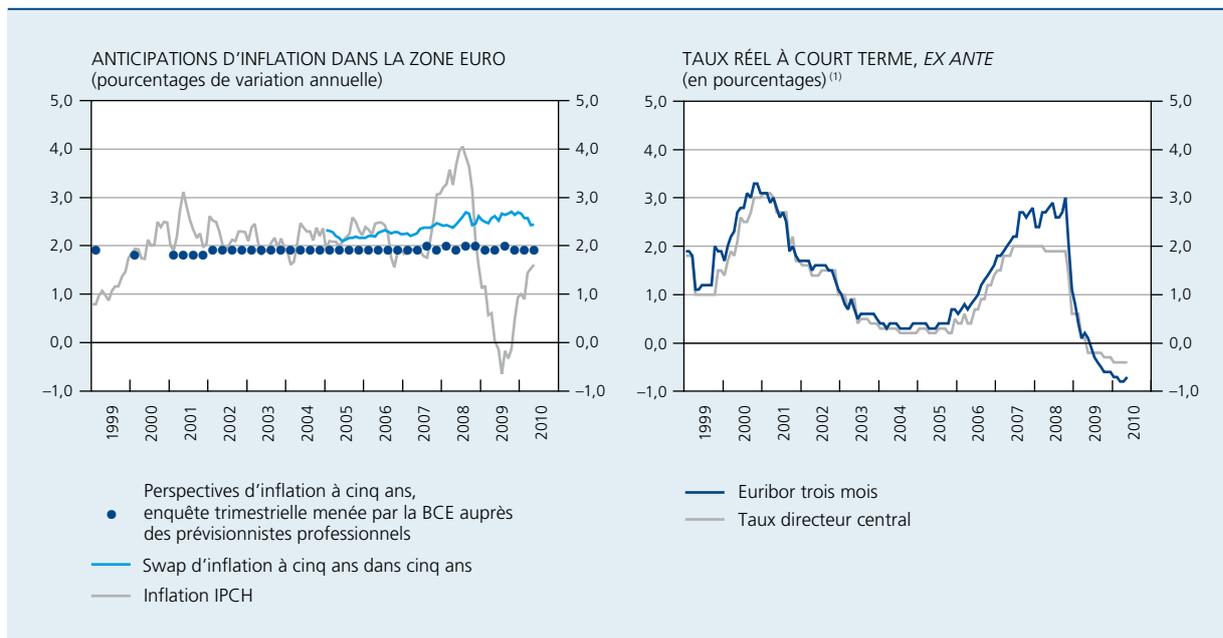
(1) Inflation mesurée au moyen de l'IPC. Prix des actions pour les États-Unis : Dow Jones, pour la Suède : Affarsvarlden Index, pour le Japon : TOPIX, et pour la zone euro : Datastream Euro Share Price Index. Les prêts consentis au secteur privé sont des encours auprès des banques. Pour la Suède, aucune donnée n'est disponible pour les prêts au secteur privé pour la période en question.

Croire qu'il suffisait, pour garantir la stabilité macroéconomique, de rechercher la stabilité des prix s'est avéré illusoire. Plus précisément, il est devenu évident qu'une politique de laisser-faire face à l'accumulation des déséquilibres financiers n'est pas opportune et qu'il ne suffit pas que les responsables de la politique monétaire veillent à endiguer les conséquences macroéconomiques lors de la phase baissière. Telle est sans doute la principale leçon pouvant être tirée de la crise. Ceci ne veut toutefois pas dire que la politique monétaire doit, elle-même, combattre l'accumulation de déséquilibres financiers, et encore moins qu'elle devrait le faire seule. Il est en effet nécessaire d'évaluer dans quelle mesure il faut, à cette fin, faire appel à la politique monétaire ou prudentielle (cf. ci-dessous).

2.2 L'ancrage des anticipations d'inflation est resté solide, même durant la crise

Ce qui précède n'implique toutefois pas que la politique monétaire axée sur la stabilité des prix ait rendu plus difficile la lutte contre les conséquences macroéconomiques de la crise. Au contraire, l'ancrage ferme des anticipations d'inflation a aidé les responsables de la politique monétaire à réagir de manière appropriée. Lorsque la crise financière s'est transmise à l'économie réelle et que l'inflation a fortement reculé et est même devenue négative en raison de la chute des prix des matières premières, les anticipations d'inflation n'ont été que peu affectées par cette forte baisse. Le recul des taux directeurs nominaux a ainsi entraîné une diminution notable du taux d'intérêt réel *ex ante*, lequel a même atteint des valeurs négatives. Étant donné que c'est précisément ce taux qui est

GRAPHIQUE 4 ANTICIPATIONS D'INFLATION ET TAUX D'INTÉRÊT RÉEL À COURT TERME DANS LA ZONE EURO



Sources : Thomson Reuters Datastream, Bloomberg et BCE.

(1) Taux d'intérêt déflaté par l'inflation anticipée à un an, sur la base de l'enquête trimestrielle menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels.

important pour l'évolution de l'activité économique, une politique monétaire très expansionniste a donc pu être menée. Cela n'aurait pas été possible si les anticipations d'inflation, à défaut d'un ancrage suffisant, avaient suivi le recul de l'inflation observée. Une telle dérive à la baisse des anticipations d'inflation constitue justement un des principaux mécanismes conduisant à une spirale déflationniste. À son tour, la déflation aurait rendu le processus de désendettement en cours nettement plus complexe et aurait donc exercé une pression supplémentaire sur la stabilité financière et macroéconomique.

Pour l'avenir, il est donc primordial que les anticipations d'inflation restent bien ancrées. Il s'agit là d'un des éléments les plus marquants du consensus prévalant avant la crise.

2.3 Des profils récurrents peuvent aider à identifier les vulnérabilités financières

La difficulté d'identifier les bulles ou les déséquilibres financiers en temps réel a déjà été évoquée ci-dessus. Elle constituait un des principaux arguments contre l'utilisation des prix des actifs comme autre objectif de la politique monétaire. Cette difficulté s'applique aussi à l'utilisation de la politique prudentielle. Des études récentes

font néanmoins apparaître des profils récurrents durant les périodes précédant les crises financières importantes. La crise actuelle confirme largement ces profils.

Ce n'est pas tant la hausse des prix des actifs en elle-même qui pose problème que la combinaison de celle-ci avec un levier d'endettement en nette augmentation. L'analyse historique fait en outre apparaître que les bulles les plus nuisibles sont celles qui affectent les prix des logements⁽¹⁾. Les deux aspects sont intimement liés. Même si un repli sensible des cours des actions et une contraction des prix des logements impliquent tous deux une perte patrimoniale importante, leur incidence sur le système financier est différente. Une progression des cours des actions ne va généralement pas de pair avec une augmentation du levier d'endettement des ménages ou des investisseurs institutionnels, si bien que l'éclatement d'une telle bulle constitue moins une menace pour le système financier et que les effets macroéconomiques restent limités à des effets de richesse négatifs pour la consommation privée et à une incidence défavorable sur les investissements, en raison de la hausse du coût de financement des entreprises. En revanche, une progression des prix des logements va généralement de pair avec une forte augmentation du levier d'endettement tant des ménages

(1) Cf. notamment Reinhart, C. M. et K. S. Rogoff (2009).

que des intermédiaires financiers. Une fois que ces prix diminuent, les bilans des secteurs économiques concernés sont soumis à une forte pression, ce qui entraîne des mécanismes de transmission supplémentaires, au travers des interactions entre l'économie réelle et l'économie financière, d'une part, et entre les institutions financières et les segments des marchés financiers, d'autre part. Dans ce contexte, il n'est pas étonnant que des études récentes⁽¹⁾ aient également montré que l'on observe des profils récurrents – principalement dans le domaine du crédit, des agrégats monétaires et des prix des actifs – qui aident à identifier l'apparition de déséquilibres financiers. Il est également apparu que l'accumulation de déficits courants entraîne, dans de nombreux cas, une vulnérabilité accrue. Des études complémentaires seraient indiquées dans ce domaine. Elles offriraient des perspectives pour un nouvel approfondissement de l'analyse monétaire dans la stratégie à deux piliers de l'Eurosystème. L'analyse monétaire s'est d'ailleurs développée au fil des années, passant d'une approche quasiment univoque suggérant un lien direct et positif entre évolutions monétaires et risques pour la stabilité des prix à plus long terme, à une approche plus éclectique qui établit en outre une relation avec le cycle économique et avec les risques pour la stabilité financière.

Malgré les progrès réalisés sur le plan analytique, il serait incorrect d'affirmer que l'identification des déséquilibres financiers en temps réel ne représente plus un défi. De nombreuses conclusions dans ce domaine reposent en effet sur une analyse *ex post* et présentent en outre un profil moyen des différentes crises. Ces résultats ne peuvent dès lors être considérés comme des indices précurseurs fiables de crises individuelles. Tant le risque de ne pas voir arriver une crise et donc de mener une politique trop passive que le risque d'une fausse alerte et donc d'une politique trop active restent relativement importants. Les deux situations entraînent des coûts sous la forme d'une variabilité macroéconomique excessive, mais la crise actuelle a montré par sa gravité inhabituelle que les coûts découlant d'erreurs de politique du premier type sont sans doute plus importants que ceux découlant d'erreurs du second type. De plus, ce type d'incertitude en temps réel relative à l'adéquation de la politique menée n'apparaît pas seulement dans ce contexte mais est inhérent à la conduite même d'une politique quelle qu'elle soit. Ainsi, il est tout aussi difficile d'évaluer correctement la pression inflationniste ou déflationniste présente dans l'économie, étant donné l'incertitude entourant la mesure de l'écart de production en temps réel. Cette incertitude n'incite néanmoins pas les autorités à faire preuve de passivité; elle les invite uniquement à un usage prudent tant de l'indicateur entaché d'incertitude que des instruments de politique disponibles.

2.4 Implications pour la politique monétaire et pour la politique (macro)prudentielle

Il ressort de ce qui précède que la portée de la crise économique et financière actuelle, d'une part, et la meilleure compréhension des profils associés à l'apparition de déséquilibres financiers, d'autre part, impliquent que la politique économique doit et peut accorder davantage d'attention à la gestion des vulnérabilités financières. Jusqu'à présent, cet article ne s'est pas prononcé sur la question de savoir si cette tâche incombait à la politique monétaire, à la politique prudentielle ou aux deux. Se pose inévitablement aussi la question des possibles interactions entre ces deux pôles de la politique économique.

À cet égard, il est utile de se pencher tout d'abord sur les causes de la crise économique et financière actuelle. Des facteurs tant macroéconomiques que microéconomiques sont ici en jeu. Au niveau macroéconomique, la « Grande Modération », dont il a été question plus haut, a atteint son paroxysme à la veille de la crise et a engendré un sentiment de sécurité qui, après coup, s'est révélé exagéré. De plus, après l'éclatement de la bulle « dotcom », la politique monétaire a été sensiblement assouplie, principalement aux États-Unis. La crainte de la déflation – alimentée notamment par les importations bon marché en provenance des économies émergentes – a incité les autorités monétaires à maintenir les taux d'intérêt à un niveau exceptionnellement bas durant une longue période. Enfin, les flux de capitaux résultant des déséquilibres mondiaux ont causé la distorsion des prix de nombreux actifs et ont, par la suite, favorisé la contagion à divers pays et à diverses zones économiques, si bien que la crise s'est mondialisée. Plus particulièrement, les taux d'intérêt sans risque à long terme ont été comprimés notamment par la constitution massive de réserves de change par des banques centrales asiatiques, lesquelles étaient principalement investies en titres de la dette publique américaine. Le bas niveau des taux d'intérêt réels a alimenté la croissance des crédits et a entraîné des hausses insoutenables des prix de l'immobilier dans de nombreuses économies. Il a de plus encouragé une quête de rendement qui a conduit à des comportements plus risqués.

Au niveau microéconomique, des problèmes sont apparus lorsque les consommateurs, les investisseurs, les institutions financières et même les agences de notation ont reçu et/ou donné de mauvais signaux, ce qui a *in fine* accru la prise de risque. À son tour, ce risque a été mesuré ou estimé de manière imprécise, étant donné que la période la plus récente, mais néanmoins relativement

(1) Cf. notamment Borio et Lowe (2002), Detken et Smets (2004), Bruggeman A. (2007), Adeli et Detken (2007), Borio et Drehmann (2009), Gerdesmeier et al. (2009).

longue, s'était caractérisée par une stabilité inhabituellement grande. La gestion des risques a de ce fait été assouplie. Enfin, la régulation et le contrôle ont été trop peu sévères parce que l'on s'est exagérément appuyé sur l'effet autorégulateur de la discipline de marché.

Une analyse des causes de la crise montre *in fine* qu'il n'y a pas qu'un seul facteur à l'origine de celle-ci mais bien une conjonction complexe de plusieurs facteurs. Dans ce contexte, il est peu réaliste de supposer que la politique monétaire ou la politique prudentielle soit capable d'éviter seule à l'avenir l'apparition de déséquilibres financiers. De plus, si elle devait en supporter l'entière responsabilité, la politique monétaire pourrait, dans certaines circonstances, être confrontée à de sérieux dilemmes et devrait opérer un choix entre les objectifs de stabilité des prix et ceux de stabilité financière. Un tel choix pourrait compromettre la crédibilité, difficilement acquise, de la gestion de l'inflation, alors que celle-ci est d'une importance cruciale, comme la crise l'a encore démontré.

Il est dès lors incontestable que la politique prudentielle doit être renforcée et qu'un rôle de premier plan doit être dévolu à la politique macroprudentielle, au côté de la politique microprudentielle plus traditionnelle. Alors qu'en matière de réglementation et de contrôle, la politique microprudentielle se concentre sur les institutions individuelles, la politique macroprudentielle a pour objectif d'endiguer le risque systémique. Deux dimensions, horizontale et verticale, sont importantes à cet égard. La dimension horizontale renvoie au fait que le système financier, dans son ensemble, peut rencontrer des difficultés à cause d'interconnexions entre institutions individuelles. La dimension verticale a trait à la procyclicité, c'est-à-dire au phénomène de *feed-back* auto-amplificateur entre le système financier, d'une part, et le reste du système économique, d'autre part. La procyclicité peut contribuer à l'apparition de mouvements haussiers insoutenables, mais peut aussi, à l'inverse, sérieusement affecter le système financier et conduire à une sévère récession. S'agissant des instruments, l'on songe principalement à ceux qui sont utilisés dans le cadre de la réglementation et du contrôle des institutions individuelles – matelas de fonds propres, matelas de liquidités, ratios « loan to value » maximums, etc. –, mais leur utilisation est adaptée à une perspective plus large.

Mener une politique macroprudentielle efficace conjuguée à une politique microprudentielle adaptée en recourant à des instruments supplémentaires destinés à accroître la capacité de résistance du système financier et à atténuer la procyclicité permet de faciliter la conduite de la politique monétaire. L'endiguement de la procyclicité du système financier facilite la stabilisation macroéconomique

exercée par la politique monétaire et plus spécifiquement la recherche de la stabilité des prix, mais il n'est évidemment pas un substitut à cette politique. Sans doute les politiques macroprudentielle et monétaire se trouveront-elles le plus souvent toutes deux simultanément dans une phase de durcissement ou d'assouplissement et elles se renforceront mutuellement. Cependant, le recours à des instruments macroprudentiels spécifiques diminue le risque de voir se poser des dilemmes en termes de politique économique, précisément parce que les deux politiques peuvent évoluer en sens opposés en fonction des circonstances et sont donc à même de faire face à des défis spécifiques. Tel pourrait par exemple être le cas lorsque le système financier présente des vulnérabilités, alors que, sur le plan macroéconomique, des risques haussiers menacent la stabilité des prix. Dans ce cas, la politique macroprudentielle devrait pouvoir être assouplie et la politique monétaire, durcie, ce qui lui permettrait de disposer réellement de la marge de manœuvre nécessaire puisqu'elle devrait moins se soucier de la santé du système financier. À l'inverse, il peut être indiqué, dans certaines circonstances, d'assouplir la politique monétaire tout en durcissant la politique macroprudentielle, notamment en l'absence de pressions inflationnistes, alors que des évolutions insoutenables menacent d'affecter le système financier. Comme indiqué ci-avant, ce type de situation n'est pas rare.

La question se pose donc de savoir s'il ne faut pas s'en tenir à renforcer la politique prudentielle et s'il est nécessaire que la politique monétaire contribue davantage à la stabilité financière. Il est néanmoins peu vraisemblable que la politique prudentielle puisse à elle seule garantir la stabilité financière en toutes circonstances. C'est pourquoi il semble indiqué que la politique monétaire contribue davantage au maintien de cette stabilité que dans le passé. D'une part, l'élaboration de la politique macroprudentielle n'en est encore qu'à ses balbutiements, si bien qu'il est préférable, du moins dans un premier temps, de se fixer des ambitions et des objectifs réalistes. D'autre part, la politique monétaire influence indéniablement la prise de risque des différents agents économiques et il semble dès lors opportun de tenir pleinement compte de cette influence. Cette incidence sur la prise de risque est également considérée comme un mécanisme de transmission supplémentaire de la politique monétaire, appelé *risk-taking channel*⁽¹⁾. Il fonctionne de plusieurs manières⁽²⁾. Ainsi, un taux (sans risque) plus bas exerce un effet positif sur la valorisation des actifs et des garanties, ce qui accroît la capacité des institutions financières à élargir leur bilan et s'accompagne d'une plus grande

(1) Cf., par exemple, Bini-Smaghi (2009), Borio et Zhu (2008).

(2) Pour des résultats empiriques, voir notamment Gambacorta (2009), Adrian et Shin (2009) et Altunbas et al. (2009).

prise de risque. Une plus forte valorisation va souvent de pair avec une moindre volatilité, de telle sorte que les mesures traditionnellement utilisées indiquent un risque moins élevé. Par ailleurs, dans une période de faiblesse des taux nominaux, on peut assister à un phénomène de recherche de rendement, étant donné qu'une certaine inertie peut s'installer dans les rendements (nominaux) visés par les investisseurs. Ce phénomène est imputable soit à une forme d'illusion monétaire, soit au fait que certains rendements nominaux ont été garantis, contractuellement ou non, par exemple par des fonds de pension ou des assurances-vie. Enfin, la politique monétaire peut avoir eu tendance, dans le passé, à encourager une plus grande prise de risque par ses réactions asymétriques vis-à-vis de l'évolution des prix des actifs, un comportement largement accepté, issu du consensus d'avant la crise, et que les marchés financiers peuvent avoir perçu comme une assurance contre les risques de baisse.

Le fait que la politique monétaire contribue davantage à la stabilité financière ne va pas à l'encontre de la stabilité des prix. L'un des enseignements de la crise est précisément que se focaliser exclusivement sur la stabilité des prix à un horizon qui ne dépasse pas deux ans comporte des risques pour la stabilité financière et donc pour la stabilité des prix à plus long terme. Le fait que la politique monétaire contribue à garantir la stabilité financière bénéficie donc également à la réalisation de son propre objectif et suppose de fait un allongement de l'horizon de la politique monétaire. Dans le cas de la politique monétaire de l'Eurosystème, l'orientation à moyen terme offre la marge de manœuvre nécessaire à cet effet. L'analyse monétaire peut en outre jouer un rôle important dans ce cadre. Il convient toutefois de remarquer que celle-ci reçoit alors en quelque sorte un autre contenu. En effet, une forte croissance de la masse monétaire et du crédit a été traditionnellement associée à des risques haussiers pesant sur la stabilité des prix, alors que prévenir l'apparition de déséquilibres financiers vise à limiter les risques à la baisse pesant sur la stabilité des prix qui vont de pair avec l'éclatement d'une bulle. Bien que dans les deux cas, une dynamique monétaire vigoureuse justifie un resserrement de la politique monétaire, la motivation en est différente.

2.5 Un cadre d'analyse intégré, mais des mandats clairement délimités pour les politiques monétaire et macroprudentielle

Les fortes interactions qui existent, d'une part, entre l'économie réelle et l'économie financière et, d'autre part, entre une politique macroprudentielle qui réduit la procyclicité et la politique monétaire, plaident en faveur de la création d'un cadre d'analyse intégré qui cernerait

avec précision ces interactions. Ce cadre permettrait d'identifier l'influence de la politique macroprudentielle sur le comportement du système financier et de déterminer quels sont les instruments les plus efficaces. De plus, l'incidence de la politique macroprudentielle sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire pourrait de cette manière être analysée et prise en compte dans la conduite de la politique monétaire.

Se doter d'un tel cadre d'analyse intégré constitue une priorité absolue de l'agenda de recherche pour l'avenir proche. Les banques centrales y ont un avantage comparatif certain, étant donné qu'elles pourraient combiner leurs connaissances des marchés financiers et du système financier avec l'analyse macroéconomique sur laquelle repose leur politique monétaire. Ce « réflexe macroéconomique » pour ainsi dire naturel rend les banques centrales particulièrement aptes à jouer un rôle de premier plan dans la conduite de la politique macroprudentielle. Ainsi, un échange rapide des connaissances et des informations entre les politiques monétaire et macroprudentielle peut être mis en place, ce qui accroît l'efficacité des deux politiques.

Cela étant, la politique monétaire et la politique macroprudentielle doivent disposer de mandats clairement délimités définissant leurs stratégies. Ceci renforcera leur responsabilité et devra permettre à la politique monétaire d'asseoir totalement la crédibilité qu'elle a durement acquise dans la conduite de son mandat visant à garantir la stabilité des prix.

Conclusion

La crise économique et financière actuelle a remis à l'avant-plan l'importance de la stabilité financière et a montré clairement que la seule poursuite de la stabilité des prix est insuffisante pour garantir la stabilité macroéconomique. La question se pose dès lors de savoir si, à l'avenir, la politique monétaire doit contribuer davantage au maintien de la stabilité financière et éventuellement recevoir un mandat plus large. Ce débat est encore en cours. Néanmoins, plusieurs lignes de force apparaissent déjà clairement.

Ainsi, il est communément admis que la stabilité financière profitera en premier lieu d'un renforcement de la politique prudentielle, et notamment de la conduite d'une politique macroprudentielle, en plus de la traditionnelle politique microprudentielle. Alors que cette dernière est axée sur les institutions individuelles, la politique macroprudentielle a pour objectif de limiter le risque systémique lié à deux sortes d'interactions, à savoir les interactions

réciroques entre institutions financières et celles qui existent entre le système financier et le reste du système économique. Une politique macroprudentielle efficace facilite la conduite de la politique monétaire et évite que celle-ci ne soit surchargée ou confrontée à des dilemmes importants, afin qu'elle puisse continuer à se concentrer sur son objectif prioritaire, la stabilité des prix. En effet, la crise a également fait apparaître l'importance d'un bon ancrage des anticipations d'inflation et de la crédibilité du mandat de maintien de la stabilité des prix.

Bien que cette situation n'implique pas, en principe, de modification des cadres existants, il semble opportun que la politique monétaire elle-même contribue davantage à la

stabilité financière. Son incidence sur le comportement en matière de risques des différents agents économiques doit notamment être prise en considération. En outre, un poids plus important doit être attribué à l'analyse de l'émergence de déséquilibres financiers. Ceci n'est pas contradictoire avec la priorité de l'objectif de stabilité des prix, étant donné que la crise a montré que les risques pesant sur la stabilité financière entraînent également à un horizon plus lointain des risques pour la stabilité des prix. Cela suppose toutefois un allongement de l'horizon de la politique monétaire. Si un tel allongement devait effectivement être adopté, il serait souhaitable qu'une communication explicite soit faite à ce sujet. La stratégie de la politique monétaire en serait ainsi clarifiée et sa responsabilité mieux formulée.

Bibliographie

- Adelid R. et C. Detken (2007), *Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles*, ECB, Working Paper 732.
- Adrian T. et H. Shin (2009), *Financial intermediaries and monetary economics*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 398.
- Altunbas Y., L. Gambacorta et D. Marques-Ibanez (2009), *An empirical assessment of the risk-taking channel*, Paper presented at the BIS/ECB conference « Monetary policy and financial stability », septembre.
- Bank for International Settlements (2009), Annual Report.
- Bean C. (2009), *The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction*, Schumpeter Lecture at the Annual Congress of the EEA, Barcelona, 25 août.
- Bernanke B. (2010), *Monetary policy and the housing bubble*, Remarks at the Annual Meeting of the AEA, Atlanta, 3 janvier.
- Blanchard O., G. Dell’Ariccia et P. Mauro (2010), *Rethinking macroeconomic policy*, IMF Staff Position Note, February.
- Bini Smaghi L. (2009), *Monetary policy and asset prices*, Opening address at the University of Freiburg, Freiburg, 14 octobre.
- Borio C. et P. Lowe (2002), *Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus*, BIS, Working Paper 114.
- Borio C. et M. Drehmann (2009), « Assessing the risk of banking crisis-revisited », *BIS Quarterly Review*, March.
- Borio C. et H. Zhu (2008), *Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism?*, BIS, Working Paper 268.
- Bruggeman A. (2007), *Can excess liquidity signal an asset price boom?*, NBB, Working Paper 117.
- Cecchetti S., H. Genberg, J. Lipsky, et S. Wadhvani (2000), *Asset prices and central bank policy*, Geneva Report on the World Economy 2, CEPR and ICMB.
- Cecchetti S., P. Disyatat et M. Kohler (2009), *Integrating financial stability: New models for a new challenge*, essay prepared for the joint BIS-ECB Workshop on « Monetary policy and financial stability », Basel, 10-11 septembre.
- Clarida R., J. Gali et M. Gertler (1999), « The science of monetary policy: A new Keynesian perspective », *Journal of Economic Literature*, vol. 37(4), December, 1661–1707.
- Detken C. et F. Smets (2004), *Asset price booms and monetary policy*, ECB, Working Paper 364.
- Fagan G., J. Henry et R. Mestre (2005), « An area-wide model for the euro area », *Economic Modelling*, 22, 39–59.
- Gambacorta L. (2009), « Monetary Policy and the risk-taking channel », *BIS Quarterly Review*, December.
- Gerdesmeier D., B. Roffia et H.-E. Reimers (2009), *Asset price misalignments and the role of money credit*, ECB, Working Paper 1068.
- Giavazzi F. et F. S. Mishkin (2006), An evaluation of Swedish monetary policy between 1995 and 2005.
- Goodhart C. (2009), *Inflation targeting twenty years on*, Dinner speech delivered at the Sixth Norges Bank Monetary Policy Conference, Oslo, 11-12 juin.

IMF (2009), « Lessons for monetary policy from asset price fluctuations », *World Economic Outlook*, Chapter 3, October.

Kohn D. (2009), *Policy challenges for the Federal Reserve*, Speech at the Kellogg School of Management, novembre.

Kydland F. et E. Prescott (1977), « Rules rather than discretion : The inconsistency of optimal plans », *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 85(3), June, 473–491.

Papademos L. (2009), *Monetary policy and the 'Great Crisis': Lessons and challenges*, Speech at the 37th Economics Conference « Beyond the crisis: Economic policy in a new macroeconomic environment » organised by the Österreichische Nationalbank, Wien, 14 mai.

Reinhart C. M. et K. S. Rogoff (2009), *This time is different: Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press.

Svensson L. E. O. (1999), « Inflation targeting: Some extensions », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 101(3), September, 337–361.

Taylor J. B. (2007), *Housing and monetary policy*, Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, 463–476.

Trichet J. C. (2009), *The crisis and its lessons*, Lecture at the University of Venice, Venesia, 9 octobre.

Trichet J. C. (2010), *Commentary on « Fifty Years of Monetary Policy: What Have We Learned ? »* by Adam Cagliarini, Christopher Kent and Glenn Stevens, at the Symposium for the 50th anniversary of the Reserve Bank of Australia, Sydney, 9 février.

White W. R. (2006), *Is price stability enough ?*, BIS, Working Papers 205.