



Munich Personal RePEc Archive

## **Monetary Policy and The Crisis**

Landais, Bernard

Université de Bretagne Sud

June 2009

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/15652/>  
MPRA Paper No. 15652, posted 10 Jun 2009 14:35 UTC

**La Politique monétaire et la crise**

**Professeur Bernard LANDAIS**  
Université de Bretagne-Sud  
**Laboratoire IREA**

## Sommaire

<b>Introduction</b>	page 3
<b>Le précédent des années 30</b>	page 3
<b>Une des causes de la crise économique et financière</b>	page 8
<b>La montée des périls</b>	page 8
<b>Le dénouement</b>	page 12
<b>La politique monétaire pour atténuer et raccourcir la crise</b>	page 14
<b>A crise mondiale, politique mondiale</b>	page 14
<b>La récession est aggravée par la crise financière</b>	page 15
<b>Débats américains au milieu du gué</b>	page 17
<b>Éviter la déflation : une ardente obligation pour les banques centrales</b>	page 19
<b>Illustrations</b>	page 23
<b>Les leçons de la crise : nouveaux instruments, nouveaux objectifs ?</b>	page 25
<b>Les leçons à tirer : prévention et action</b>	page 25
<b>Les moyens non orthodoxes</b>	page 26
<b>Conclusion</b>	page 28
<b>Bibliographie</b>	page 29

# La Politique monétaire et la crise

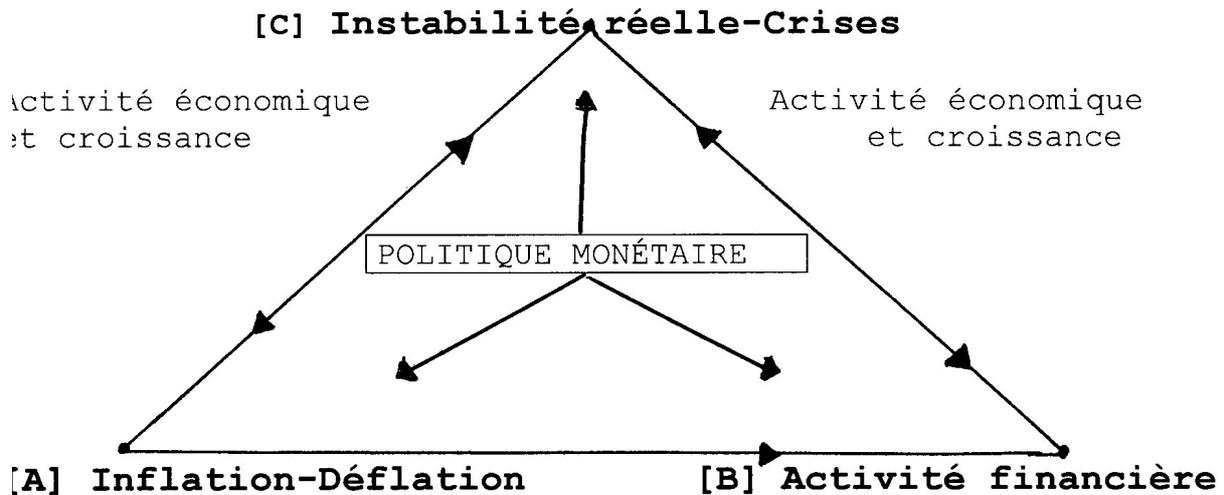
## Introduction

La situation de l'économie mondiale s'est brusquement aggravée à l'automne 2008 et les perspectives de production sont déprimantes pour 2009 : 3,8% en moyenne pour la décroissance du PIB des pays développés, selon les études du FMI du mois d'avril. Tout laisse penser que la crise économique et financière sera la plus grave et la plus longue depuis celle des années trente.

Les économistes sont d'autant plus désorientés que rien ne laissait présager de tels événements, les fluctuations ayant baissé d'intensité après vingt et quelques années de "Grande Modération". Il n'y avait donc eu que peu d'occasions de réévaluer des politiques de stabilisation budgétaires et monétaires utilisées à doses limitées. C'est ainsi que dans une étude récente consacrée aux membres du G7, Daniel Leigh et Sven Jari Stehn (2009) ont montré la très faible mobilisation des politiques discrétionnaires dans les récessions d'après-guerre. Quelques épisodes nationaux, tels celui du Japon des années 90, font néanmoins exception. A l'inverse, l'ampleur des événements actuels a provoqué leur emploi massif, donnant parfois l'impression d'une fuite en avant marquée par la panique. Il devient donc urgent de faire le point sur les avantages et les dangers des diverses formes de politique afin notamment de mieux conduire l'économie vers la reprise, d'éviter au monde de nouvelles et dangereuses perturbations et d'assurer une croissance convenable en sortie de récession. En effet, de la façon dont seront conduites les actions en ces temps difficiles dépendra le sort de la croissance mondiale car la crise laissera des traces importantes. On pense en particulier aux dettes publiques énormes, à l'accroissement probable des impôts, à la réduction des échanges internationaux, au freinage de l'efficacité financière, aux mentalités plus hostiles au Marché et aux valeurs économiques....etc. Conscients de ces enjeux, nous souhaitons nous consacrer à la politique monétaire et au rôle qu'elle joue dans la crise économique et financière.

La politique monétaire est impliquée en premier lieu par sa responsabilité quant à l'arrivée de la crise et en second lieu par sa capacité à en atténuer les effets. Elle agit sur l'activité économique et la croissance par une série de canaux de transmission qui peuvent rendre compte de ces deux implications.

Pour présenter l'analyse, on peut schématiser l'impact de la politique monétaire sur l'activité et la croissance par une sorte de "triangle magique" dont elle représente le cœur.



L'espace autour du triangle figure l'activité économique et/ou la croissance; elle dépend de l'évolution des prix, le duo "inflation-déflation", de l'activité financière et des fluctuations plus ou moins prononcées et récurrentes auxquelles l'activité économique est soumise.

Entre ces trois pôles se nouent des inter-relations. Ainsi par exemple, l'activité financière et ses problèmes peuvent causer de l'instabilité réelle et des crises de production, comme nous l'expérimentons avec la crise des "subprimes". L'inflation, la désinflation et la déflation ont des liens avec l'efficacité du système financier et peuvent en même temps susciter plus directement une instabilité, en modifiant les comportements de dépenses et les anticipations. Ces inter-relations sont parfois bi-univoques et parfois plus clairement en sens unique, comme le suggère le schéma proposé.

Nous pensons que la politique monétaire agit sur l'économie et le bien être par des canaux de transmission concernant directement et indirectement chacun des trois sommets ainsi décrits.

**[A] Par l'inflation et la déflation** : en fixant le taux d'inflation à court et à long terme ainsi que les anticipations, la politique monétaire affecte l'activité et le bien-être pour les raisons suivantes :

Par l'"effet Tobin", l'**inflation** privilégie les placements en capital physique ; mettant en échec durablement la relation de Fisher, le taux d'intérêt réel s'abaisse durant les périodes d'inflation, ce qui encourage la demande d'investissement ; l'inflation accroît aussi l'incertitude, favorisant l'épargne de précaution avec un impact négatif sur la demande à court terme mais plutôt positif à moyen et long terme ; en économie ouverte,

par son impact durable sur le taux de change réel, la politique monétaire peut modifier la compétitivité, affecter la rentabilité des investissements et le niveau de la production. Il est aussi possible que la hausse des prix puisse conduire à mobiliser le facteur travail à moindre coût et réduire temporairement le chômage. L'ensemble de ces éléments peut conduire à accepter l'idée de "courbes de Phillips" à court terme, fleurons des analyses de la Nouvelle Synthèse Néo-keynésienne.

**L'inflation forte et sa dispersion** bouleversent les systèmes de prix relatifs et affectent l'allocation des ressources, réduisant ainsi le bien être et la croissance. Cet effet est plus sensible à moyen et long terme et s'exprime alternativement par des : "courbes de Phillips croissantes à long terme" chères à Milton Friedman.

A l'inverse, **la déflation** est un cercle vicieux, portant à différer les demandes et à réduire la richesse nette des agents endettés. Aggravée des répercussions financières qu'elle provoque, elle conduit à une accentuation des tendances récessives.

**[B] Par l'activité financière** : Le développement et le bon fonctionnement des systèmes de crédit et des marchés financiers sont utiles à la croissance réelle, tant pour l'accumulation que pour le progrès de l'efficacité. Les services rendus par la finance se classent en cinq grandes catégories :

- Produire de l'information sur les possibilités d'investissement
- Mobiliser et répartir l'épargne
- Réduire et gérer les risques
- Surveiller les investissements et assurer le contrôle après financement
- Faciliter les échanges de biens et services

Les politiques monétaires sont concernées par ce lien, notamment en favorisant la sécurité et le développement harmonieux du secteur de crédit, en évitant que ne se développe une inflation forte et surtout trop variable, appelant ultérieurement des désinflations pénalisantes. Elles se doivent *a fortiori* d'écarter les déflations, susceptibles de mettre en péril le système des créances et dettes.

A court terme, la politique monétaire influe sur l'activité par le **canal du crédit** mettant en jeu la disponibilité de prêts suffisants. L'interruption de la fonction financière ou son fort ralentissement, communément qualifiés de "credit crunch", sont l'une des caractéristiques marquantes de la crise actuelle.

**[C] Par l'instabilité et les crises** : Les chocs monétaires et de crédit modifient "artificiellement" certains prix relatifs clefs et désorientent gravement les choix fondamentaux garants d'une saine progression de

l'économie. Cette déformation, évoquée principalement par les auteurs "autrichiens" s'accommode de situations assez diverses avec ou sans implication de l'inflation des prix mais souvent liées aux marchés financiers.

Dans la mesure où la politique monétaire est utilisée à court terme pour stabiliser l'économie réelle et qu'on peut lui reconnaître une réelle puissance dans ce domaine, elle contribue à établir ou rétablir des bases favorables à la croissance.

C'est sur l'ensemble de ces liaisons, en profitant des éléments nouveaux apportés par la crise, que nous portons notre attention ici. Les chocs importants que nos économies subissent depuis 2008, leur caractère à la fois financier et réel, leurs caractéristiques internationales, nous donnent l'occasion d'approfondir ces canaux de transmission de la politique monétaire.

### **Le précédent des années 30**

Même si l'on s'accorde à rejeter un parallèle hors de propos pour le moment (l'intensité de la récession que nous connaissons est à peu près de l'ordre du quart de la dépression des années 30 dans les pays les plus touchés), il est devenu courant de rappeler les principales leçons de la Grande Crise ; nous commençons par en faire un bref résumé.

Christina Romer (2009) chargée de conseiller le Président Obama, souligne à quel point la politique monétaire a joué le rôle majeur dans la Crise de 29. Une politique à contresens, initiée par une Réserve Fédérale dépassée, a conduit à la baisse de la masse monétaire et à la déflation au cours des années 1929-1933. En France, l'attachement entêté à l'étalon or a empêché la croissance de la masse monétaire et des crédits, créant d'ailleurs un ralentissement durable dans l'accumulation du capital. A l'inverse, la Grande Bretagne a pu tirer son épingle du jeu en renonçant à la convertibilité dès 1931, ne subissant ainsi qu'une baisse très brève et peu marquée de sa production.

Sur l'autre versant de la Crise, on peut noter une efficacité semblable. Après 1933 et pendant trois ans, la Réserve Fédérale des États-Unis engage une forte croissance de la masse monétaire (+ 17% par an) qui permet enfin d'écarter les tendances déflationnistes des années précédentes (les prix avaient baissé de 25 % entre 1929 et 1933) et provoque ainsi une forte expansion de la demande et de la production. Les premiers effets sont sensibles pour les biens d'équipements (par exemple l'automobile) qui profitent de la baisse des taux réels anticipés. Quant à elle, la politique de monnaie "bon marché" a relancé le secteur de l'immobilier en Grande-Bretagne dès 1931. Enfin, la reprise ne survient en

France qu'après 1936, lorsque sont monétisés les déficits publics et que les prix se remettent à augmenter.

Quelque temps après le déclenchement de la crise financière et au milieu de la récession qui l'a suivie, l'heure vient des explications et des analyses. Nous pensons que la politique monétaire a joué et joue encore un rôle central dans le déroulement des événements, tout d'abord par son implication dans l'arrivée de la crise économique et financière. Dans une première partie, il convient donc de mettre en lumière l'implication des politiques monétaires dans l'arrivée de la crise économique et financière récente.

Dans une deuxième partie, il s'agit de mesurer l'efficacité de la politique monétaire pour atténuer la gravité de la récession dans un contexte de crise financière mondiale et face à des risques de déflation.

Enfin, dans une brève troisième partie, seront évoquées les questions relatives à la conduite de la politique monétaire et aux stratégies poursuivies. Quelles leçons apporte la crise pour la politique monétaire ?

## (I) Une des causes de la crise économique et financière

On reproche à la politique monétaire, notamment celle des États-Unis, d'avoir abaissé trop fortement les taux d'intérêt et pendant une trop longue période, favorisant ainsi le gonflement de la bulle immobilière et fragilisant le système financier. La circonstance n'est d'ailleurs pas nouvelle. C'est ainsi que Charles P Kindleberger, après avoir examiné les caractéristiques de flambées spéculatives et de crises depuis le dix-huitième siècle, conclut que l'expansion monétaire a joué un rôle clé dans chacune des bulles étudiées : *"Les poussées spéculatives ont pris de la vitesse grâce à l'expansion de la monnaie et du crédit et dans certains cas ont démarré à cause d'une expansion initiale de monnaie et de crédit"*.

### La montée des périls

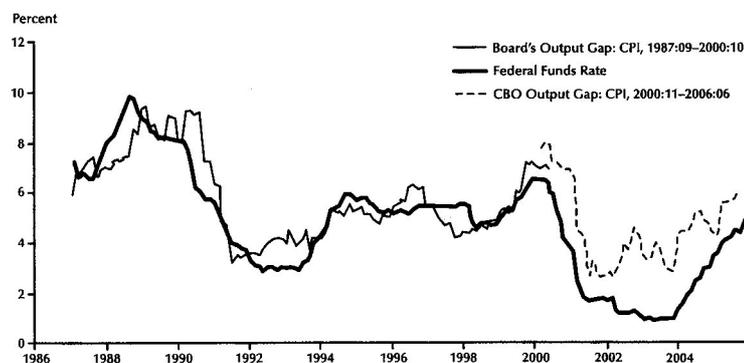
William Niskanen (2008) signale que des crises financières (crise boursière de 1987, crises Asiatique et Russe respectivement en 1997 et 1999 et enfin les événements de 2001) ont conduit la Réserve Fédérale à décider des baisses de taux destinées à soutenir la demande globale ; il observe que ces réactions successives ont systématiquement dépassé leur but, conduisant à un effet d'expansion excessif ; par la suite, cette sur-réaction a obligé la banque centrale à entreprendre des politiques restrictives conduisant à la récession suivante. Ce scénario s'applique aussi à l'après-2001 !

Pour mesurer à quel point la politique monétaire menée a été laxiste, on peut s'appuyer sur une comparaison entre les taux effectifs d'intervention ( $R_{US}$ ) et ceux que fournit le calcul d'une règle de Taylor. Cette comparaison est justifiée par l'idée que cette dernière représente le type de politique efficace et sage ayant conduit à la "Grande Modération" des années 1985 à 2000. Le graphique I, dû à William Poole (2007) permet de voir l'écart entre les deux courbes ; les taux d'intervention de la Réserve Fédérale se portent à des niveaux très bas après 2001, ce qui peut se justifier par la menace de crise ; puis ils se maintiennent ensuite trop longtemps à ces niveaux et sans raisons valables. De fait, c'est surtout à propos des années 2002, 2003 et 2004 que s'exprime la critique contre la politique trop laxiste menée par la Réserve Fédérale. Plus généralement, on peut critiquer son refus de prendre en compte les évolutions des prix d'actifs pour déterminer sa politique, refus constant et confirmé par Ben Bernanke jusqu'à ces dernières années.

John Taylor (2009) poursuit cette comparaison en essayant de déterminer ce qu'aurait été la situation du marché immobilier américain si les taux d'intérêt de la banque centrale s'étaient calés sur sa règle. Il

affirme que la forte poussée spéculative qu'a connu ce marché ne se serait probablement pas produite avec une politique monétaire plus restrictive après 2002.

### Graphique I Les années Greenspan : Taux fédéraux et de Taylor



Légende Gras : taux fédéraux ; Pointillés : taux de Taylor

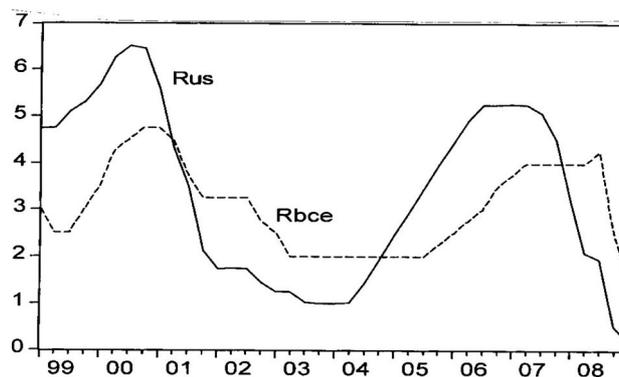
La baisse des taux d'intérêt a eu également pour conséquence d'inciter les institutions financières à rechercher des placements plus rémunérateurs en prenant des risques plus élevés. Il en est résulté une fuite en avant vers des actifs incertains et opaques dont l'accumulation est à l'origine de la crise financière. Ainsi, Roger Altman (2009) signale que le montant des crédits hypothécaires a été multiplié par six en 2005 et 2006. Ces crédits douteux ont également été accordés un peu partout dans le monde.

Un débat se déroule pourtant sur l'origine véritable des taux d'intérêt très bas ayant conduit à la spéculation. Une partie des observateurs insiste sur l'abondance d'épargne au niveau mondial, le "saving glut" auquel Ben Bernanke faisait référence dès 2005. Certes, les crises financières asiatique, russe et sud américaine des années quatre vingt dix ont conduit beaucoup de pays émergents à renoncer aux emprunts internationaux et à se transformer en prêteurs à l'échelle mondiale. On pense naturellement aussi à la Chine et aux pays pétroliers cherchant à placer leurs énormes réserves. Il est possible, voire probable que les États-Unis et d'autres pays à déficit extérieur aient trouvé ainsi des facilités de financement à des taux peu élevés durant la période sensible des années 2002-2005. S'appuyant sur des travaux du FMI, John Taylor fait pourtant remarquer qu'au delà des déséquilibres accrus entre groupes de pays durant cette période, l'épargne mondiale n'a pas connu de progression susceptible d'expliquer à elle seule les faibles taux d'intérêt américains et mondiaux. La responsabilité de la politique monétaire ne peut être dégagée, ni aux États-Unis ni pour l'ensemble des économies du

monde. Cette conclusion est corroborée par une étude menée par des économistes de la Deutsche Bank [Sebastian Becker (2009)] qui ont mis en évidence la forte croissance de la masse monétaire mondiale, en particulier au cours des années 2001-2003.

La politique monétaire américaine a d'ailleurs un rôle de guide pour les taux mondiaux parce que beaucoup de pays ont une monnaie dont la parité en dollar est fixée, ce qui les conduit à calquer leur politique monétaire sur celle des États-Unis. La Banque Centrale Européenne et d'autres banques centrales dans le monde ont également suivi implicitement la politique américaine. Le graphique II illustre cette dépendance en montrant les situations respectives des taux d'intervention européens et des taux US au cours de la période 1999-2008. La correspondance des mouvements y paraît élevée et les calculs de corrélations croisées montrent que ce sont les taux de la BCE qui "suivent" les taux américains avec un décalage variable d'un à trois trimestres.

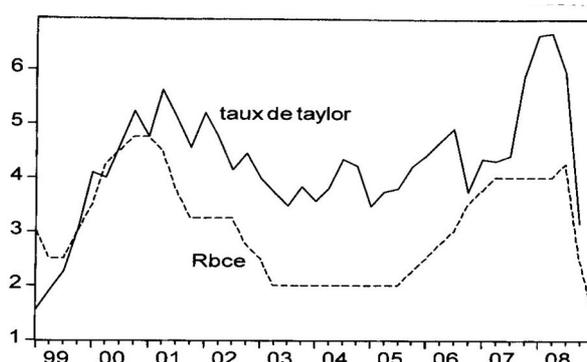
### **Graphique II Taux d'intervention européens et américains (1999-2008)**



**Légende**  $R_{us}$  : taux américains  $R_{bce}$  : taux européens

La politique monétaire européenne a-t-elle été trop laxiste durant la période incriminée ? Une comparaison avec les taux fournis par la règle de Taylor pourrait le laisser penser. Sur le graphique III, le taux d'intervention de la BCE est inférieur à celui qu'aurait donné l'application d'une règle de Taylor, aux conditions prévalant sur l'ensemble de la Zone Euro. On voit clairement que les écarts sont fortement négatifs durant une longue période, allant de 2001 à 2006.

### Graphique III Taux de la BCE 1999-2008 et Taux de Taylor



Une telle situation est sans doute dérivée de celle des États-Unis à la même époque ; pour vérifier ce point, nous avons cherché à expliquer ces écarts trimestriels européens entre les taux ( $R_{BCE}$ ) et les valeurs de Taylor en faisant intervenir comme variable explicative le taux de la Réserve Fédérale  $R_{US}$ . On obtient l'ajustement suivant pour l'ensemble de la période 1999-2008 :

$$\text{"Écarts de Taylor"}_{BCE} = -2,18 + 0,30 R_{US} \quad R^2 = 0,434$$

$$( -8,47) \quad (4,5) \quad n = 40$$

On voit que la politique monétaire américaine a joué dans le sens annoncé par la théorie et pourrait donc expliquer la faiblesse des taux entre 2001 et 2006. Les considérations de change pourraient également être sollicitées pour expliquer ces écarts. Pour tempérer, il n'est pas sûr cependant que la règle de Taylor soit un aussi bon guide de la politique monétaire qu'aux États-Unis, ce qui laisse planer un petit doute sur le caractère trop laxiste de la politique menée par la BCE pour l'ensemble de la Zone. On sait d'ailleurs que, globalement, la spéculation immobilière n'a pas été aussi marquée qu'aux États-Unis.

En revanche, l'une des raisons pour lesquelles la politique monétaire européenne peut être considérée comme responsable de la crise est le laxisme dont, par la force des choses, elle a fait preuve à l'égard de certains pays. En effet, la Zone Euro est un ensemble plutôt hétéroclite et les conjonctures sont souvent très contrastées, qu'il s'agisse des risques d'inflation ou des perspectives de production et d'emploi. Les déviations vis à vis d'une règle de Taylor varient donc en intensité parce que l'inflation et la conjoncture réelle ("écart de production") diffèrent d'un pays à l'autre.

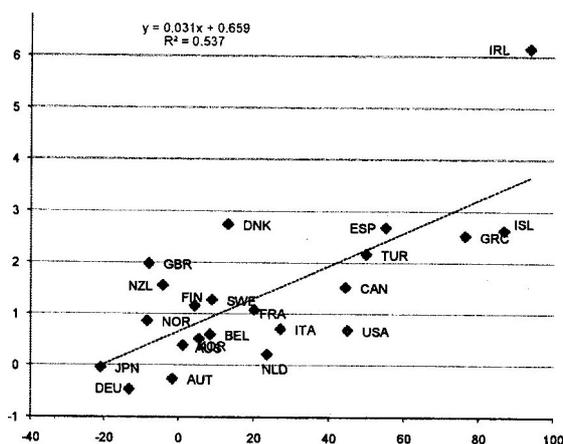
L'Irlande, l'Espagne, la Grèce, les Pays-Bas ont connu une bulle immobilière aggravée parce que la politique monétaire qui leur convenait, calculée par une règle de Taylor nationale, aurait dû être beaucoup plus rigoureuse que la politique unique mise en place par la BCE. On retrouve

actuellement ces pays parmi ceux qui sont les plus touchés par la crise économique et financière.

Une étude de Rudiger Ahrend (2008) a tenté de généraliser ce raisonnement à l'ensemble des pays de l'OCDE. Elle montre que les **écarts trimestriels cumulés** des taux effectifs vis à vis des taux nationaux simulés de Taylor sont corrélés aux prêts hypothécaires, à l'investissement en construction et aux prix immobiliers, accroissant ainsi l'intensité de la spéculation immobilière et les déséquilibres financiers.

Le graphique IV présente le cas des pays de l'OCDE auxquels ce raisonnement s'applique pour la période 2002-2006. Il montre l'impact des politiques monétaires laxistes (forts écarts trimestriels cumulés) sur la valeur de l'investissement immobilier.

**Graphique IV Investissement immobilier et "écarts de Taylor" 2001-2006**  
(Source Ahrend)



Les pays situés à droite du graphique sont ceux pour lesquels la politique monétaire s'est avérée la plus laxiste sur de longues périodes et ceux qui ont connu de ce fait la crise immobilière la plus forte.

L'influence de la politique monétaire se combine d'ailleurs avec celle des innovations et les dérégulations financières pour accentuer ces phénomènes et les risques associés. Dans le cas britannique, les innovations financières semblent avoir été plus déterminantes que la politique monétaire dans le gonflement progressif de la bulle immobilière. Ce fait ne dédouane pas d'emblée l'action de la Banque d'Angleterre car on peut contester l'idée de politique de ciblage de l'inflation (dont elle est l'une des pratiquantes les plus célèbres) au risque de négliger d'autres facteurs, telles les bulles spéculatives. Néanmoins un travail de Daria Finocchiaro et Virginia Queijo Von Heideken (2007) a montré que, contrairement à la Réserve Fédérale, la Banque d'Angleterre avait incorporé les prix de l'immobilier dans sa fonction de réaction. Ses taux

ont d'ailleurs été assez élevés durant la période cruciale (entre 4 et 5% entre 2002 et 2006)

## **Le dénouement**

Le moment venu, la politique monétaire est aussi impliquée dans l'éclatement de la bulle immobilière : la Réserve Fédérale a relevé ses taux entre 2004 et 2006. Un certain nombre de débiteurs ont été touchés par la répercussion sur la hausse des taux variables et les défauts de paiement en grand nombre ont lancé le processus de défiance aboutissant à la crise financière. La hausse des produits pétroliers s'est conjuguée à cette politique monétaire plus restrictive et à la crise financière pour provoquer la plus forte récession de l'après-guerre.

S'agissant de l'Europe et singulièrement de la Zone Euro, les facteurs aggravants sont aussi d'origine monétaire. La valeur de l'Euro s'est accrue de 15 % entre 2005 et l'été 2008, réduisant les marges des entreprises dans le secteur des biens échangeables, les investissements et les exportations. Le déficit extérieur s'est ainsi généralisé et approfondi. Plus surprenant, la Banque Centrale Européenne s'est trompée dans ses prévisions, notamment au cours du premier semestre 2008. Il est tout à fait absurde par exemple que la politique monétaire ait pu être durcie jusqu'à l'été (en juillet : remontée du taux d'intervention de 4 à 4,25 % alors même que la Réserve Fédérale avait commencé la décrue depuis le troisième trimestre 2007). Certes, la BCE s'est partiellement rattrapée par la suite mais on peut néanmoins regretter ce manque de réactivité dans un contexte international déjà alarmant. On le regrette d'autant plus qu'avec les délais d'action habituels, une telle hausse a peut-être encore des répercussions moins d'un an après.

## **(II) La politique monétaire pour atténuer et raccourcir la crise**

Il s'agit de savoir si une politique monétaire expansionniste est performante et si elle l'est plus ou moins en cas de récessions synchronisées et de crise financière. Une réponse à la première interrogation est parfois proposée par l'aphorisme : "pousser sur une ficelle" : Les politiques entreprises par les banques centrales pour conduire l'économie souffriraient d'une asymétrie d'impact, efficaces quand elles sont restrictives mais inopérantes lorsqu'elles sont expansionnistes. Jérémie Pilger (2003) considère par exemple que les politiques de relance ont été environ deux fois moins efficaces que les politiques restrictives engagées par la Réserve Fédérale sur la période 1963-2002.

Une politique expansionniste peut théoriquement être efficace à travers son impact sur le taux de change et la compétitivité. Cet impact est-il d'actualité dans une crise de dimension mondiale ?

Des débats se sont développés aussi sur le point de savoir si la politique monétaire est performante dans le cas de crise financière associée. Ce qui semble déterminant dans ce contexte, c'est la mesure avec laquelle la politique monétaire est aux prises avec les conditions du crédit. Ainsi, une politique monétaire d'expansion menée dans une perspective fortement défensive face à un rationnement de crédit qu'elle doit contrer, retrouve une pleine efficacité. Mais pour cela, elle peut être amenée à diversifier ses méthodes et ses objectifs.

### **A crise mondiale, politique mondiale**

La récession touche la quasi totalité de l'économie mondiale, soit sous forme de baisse de production, soit sous forme de fort ralentissement, notamment pour les pays émergents. Ceci tient aussi au caractère universel des dérèglements financiers. Née aux États-Unis, cette crise s'est diffusée à l'ensemble du monde.

Ainsi, la politique monétaire doit être menée par tous les pays afin d'accroître la masse monétaire et les crédits au niveau mondial. Les banques centrales ont bien compris cette nécessité et plusieurs fois en cours de crise, les responsables ont annoncé en même temps des mesures allant dans le même sens. Quelques critiques, surtout d'origine américaine se sont pourtant élevées quant à la détermination insuffisante de la BCE ; son action ayant souvent été jugée timide et tardive. Nous avons déjà signalé l'ajustement à contresens de juillet 2008 mais les critiques s'adressent surtout à son action ultérieure, en particulier cette descente progressive et incomplète de ses taux. La Banque Centrale Européenne, partant de plus haut, avait un potentiel de réduction plus important à

l'automne. La stratégie de descente progressive (avec une dernière baisse à 1% le 7 mai dernier) laissant entrevoir des diminutions futures possibles, a probablement l'inconvénient de laisser les acteurs dans une attitude d'attentisme qui ne peut que retarder les effets sur la relance.

Le caractère mondial de la crise et la simultanéité des réactions monétaires doivent aussi écarter une bonne part de la compétition de change entre les divers pays. Une bonne part, mais probablement pas tout car les situations nationales ne sont pas également graves et des ajustements de change sont sans doute nécessaires pour régler ces positions relatives. En Europe, ceci pose quelques problèmes :

- en premier lieu, la valeur de l'Euro s'est redressée depuis la fin de l'année 2008 et le niveau actuel (1,36\$/E au début mai) est probablement trop élevé pour aider à la reprise pour l'ensemble des pays de la Zone Euro.

- en second lieu, *a contrario*, on voit le Royaume-Uni bénéficier d'une forte dépréciation de la livre (de l'ordre de 20 % depuis l'an dernier). Ce sont les citoyens d'Irlande du Sud qui passent désormais massivement la frontière de l'Irlande du Nord pour faire leurs achats... On devine les difficultés supplémentaires qu'éprouvent ainsi les pays de la Zone et en particulier ceux qui sont exposés à la récession la plus forte. Contrairement au discours convenu, on peut imaginer sans peine que certains se mordent les doigts d'avoir trop vite adhéré à la monnaie unique.

### **La récession est aggravée par la crise financière**

On dit qu'une récession réelle est "associée" à une crise financière lorsque cette récession démarre en même temps ou après le commencement d'une telle crise. C'est tout à fait le cas si l'on date la crise financière des difficultés né de l'éclatement de la bulle des crédits subprimes de l'été 2007 ; la récession quant à elle a débuté en fin 2007 selon le NBER même si certains économistes préfèrent une date plus proche, du premier ou même du deuxième trimestre de 2008.

Une étude du FMI (2009) recense une quinzaine de crises associées de ce type depuis 1973 (Tableau 1)

**Tableau 1 Les récessions associées à une crise financière**

[Source FMI (2009)]

Australia	1990:Q2–1991:Q2
Denmark	1987:Q1–1988:Q2
Finland	1990:Q2–1993:Q2*
France	1992:Q2–1993:Q3
Germany	1980:Q2–1980:Q4
Greece	1992:Q2–1993:Q1
Italy	1992:Q2–1993:Q3
Japan	1993:Q2–1993:Q4*
Japan	1997:Q2–1999:Q1
New Zealand	1986:Q4–1987:Q4
Norway	1988:Q2–1988:Q4*
Spain	1978:Q3–1979:Q1*
Sweden	1990:Q2–1993:Q1*
United Kingdom	1973:Q3–1974:Q1
United Kingdom	1990:Q3–1991:Q3

Note: \* denotes the "Big Five" financial crises (Reinhart and Rogoff, 2008a).

Les cas rassemblés permettent de définir les caractéristiques propres de ces récessions et ce qui les différencie des autres ralentissements conjoncturels. On regarde ensuite comment les politiques monétaires peuvent y mettre fin de façon appropriée. L'analyse fait apparaître que les crises associées combinent à l'origine une vive expansion préalable du crédit, des prix immobiliers en hausse, une surchauffe des marchés des biens et du travail et une perte de compétitivité extérieure, tous éléments que l'on a encore observés cette fois dans le cas des États-Unis. Il en résulte de plus grandes difficultés pour la reprise car les divers agents se trouvent acculés à la nécessité de restaurer leur bilan, en raison de la perte de valeur de leur actifs. Les comportements de précaution se maintiennent à tous les échelons du système différant notamment la relance des investissements. La crise actuelle est lourdement concernée par ce constat, avec notamment une baisse du crédit et de la richesse nette des agents.

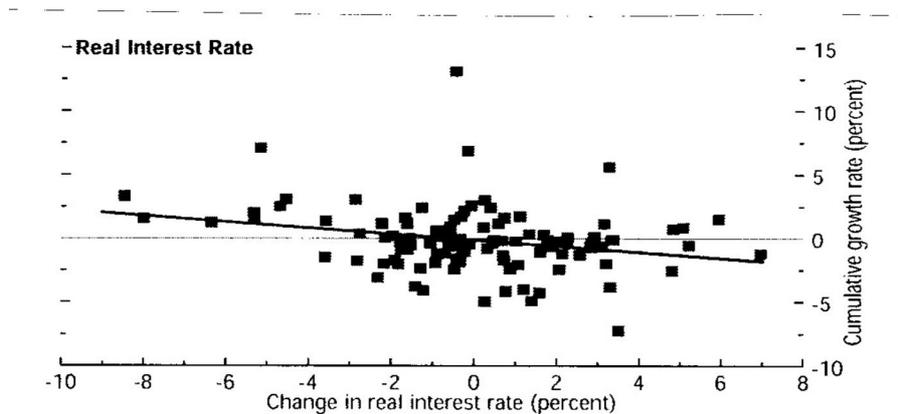
Si l'on combine ces caractéristiques avec l'existence d'une récession fortement synchronisée au plan mondial, on se place dans le cas des récessions les plus graves, en intensité comme en durée. Jusqu'à présent, dans le groupe figurant au Tableau 1, seules six récessions partagent ces circonstances aggravantes, parmi lesquelles la récession française de 1992.

Dans ce contexte, il est intéressant de mesurer à quel point la politique monétaire peut effectivement aider à relancer l'activité.

L'étude du FMI citée rapporte les résultats d'un travail économétrique où la politique monétaire discrétionnaire est l'une des variables explicatives. Comme on l'a vu en introduction, la politique monétaire s'est montrée faiblement mais normalement contra-cyclique depuis quelques décennies, en particulier pour les pays du G7. Une réserve cependant : certains pays européens ont été empêchés de réagir à des récessions à cause des engagements liés à l'instauration prévue ou réalisée de la monnaie unique (on pense à la France des années 90).

L'étude démontre que la politique monétaire s'est révélée utile à la fois pour écarter la menace de récession et pour les raccourcir lorsqu'elles se sont déclenchées. Le graphique (V) qui rassemble les diverses récessions étudiées, montre cette influence sur la force de la reprise. La variable explicative est l'écart entre le taux d'intervention réel et le "taux de Taylor" correspondant à la situation de l'époque considérée. Elle n'exprime donc que la part discrétionnaire de la réaction des banques centrales.

**Graphique (V) Influence de la politique monétaire discrétionnaire sur la force de la reprise après une récession** (Source FMI)



Un résultat semblable est obtenu à propos des probabilités de sortie de récessions, inversement reliées à leur durée finale. L'outil monétaire se révèle utile pour les faire croître. A noter cependant que la politique semble plutôt moins efficace à cet égard lorsque la récession est "associée" à une crise financière. On peut néanmoins expliquer cette impression d'inefficacité relative par le fait que l'action monétaire prise en compte dans cette étude est seulement la politique discrétionnaire, de surcroît mesurée uniquement à l'aide des taux d'intérêt. C'est d'ailleurs ce qui conduit les auteurs de cette étude à préconiser l'adoption de mesures monétaires quantitatives "non orthodoxes".

### Débats américains au milieu du gué

Depuis Août 2007, la politique monétaire américaine s'est mobilisée de façon agressive pour soigner la crise financière et prévenir puis ralentir la récession. Les taux centraux sont passés de 5,25% à presque 0 %. On constate néanmoins que pour les emprunteurs privés, les taux nominaux des crédits ont généralement augmenté et compte tenu de la désinflation, les taux réels plus encore (du moins était-ce vrai en janvier 2009, au moment du débat). De plus, au delà des taux, les conditions requises par les banques pour accorder des prêts aux particuliers et aux entreprises se

sont durcies. Dès lors, ces faits sont passibles de deux interprétations totalement opposées.

Pour la première, la politique monétaire s'est avérée inutile et impuissante et doit être abandonnée. Cette interprétation cadre avec l'hypothèse d'asymétrie et avec l'idée que la crise financière associée réduit encore l'efficacité des actions menées par les banques centrales. Tenant de cette thèse, Paul Krugman (2008) évoque l'impuissance supposée de la politique monétaire dans les années 30, opinion présentée naguère par les keynésiens de stricte obédience sous forme de "trappe à liquidités" et passablement dévaluée depuis : en raison des chocs causés par la crise financière sur les marchés de prêts, la politique monétaire ne pourrait plus abaisser le coût du crédit, donnant ainsi l'impression de "pousser sur une ficelle". Certains hauts responsables de la politique monétaire américaine, y compris au sein du FOMC (Federal Open Market Committee), ont exprimé des doutes semblables. Dans un article au titre racoleur : "Trois enterrements et un mariage" James Bullard, le Président de la "Federal Reserve Bank of Saint Louis" (2009) organise avec de profonds "regrets" les funérailles de la politique monétaire, du moins sous la forme d'une variation des taux d'intérêt.

Pour la seconde, défendue principalement par Frédéric Mishkin (2009) la politique monétaire a été utile et même très utile. Il se pose la question de savoir ce qui se serait passé si l'on s'était abstenu d'abaisser les taux et de mener d'autres mesures "non orthodoxes" depuis le milieu de 2007. Selon lui, la situation actuelle eût été bien pire !

Les arguments qu'il présente pour soutenir ce point de vue s'articulent principalement sur l'analyse du "canal de crédit" (concept dont il est l'inventeur, avec Ben Bernanke). Il considère d'abord que la crise financière peut être assimilée à un grippage du processus d'information nécessaire à la passation de contrats de prêts, ce qui accroît de beaucoup l'incertitude des acteurs et notamment des banques. Deux risques principaux sont alors à redouter : un "risque d'évaluation" du à l'opacité croissante entourant les titres présents sur le marché et que peut favoriser l'émission de produits complexes durant la période euphorique de la bulle (style "subprimes") ; un "risque macroéconomique" du aux menaces de récession que fait d'abord peser la crise financière ; en retour, la récession accroît l'incertitude financière, notamment à partir de la baisse de valeur des actifs, ces derniers servant de garantie pour les crédits ; cette baisse réduit donc encore le volume des prêts, provoquant un cercle vicieux dépressif appelé "accélérateur financier".

Frederic Mishkin observe ensuite la crise actuelle en l'attribuant à trois facteurs immédiats : une mauvaise gestion de l'innovation financière, une bulle spéculative immobilière et enfin la détérioration des bilans des

institutions financières. Tous ces éléments ont conduit à un rationnement du crédit amenant la consommation et l'investissement à baisser.

La politique monétaire a du intervenir sur ces éléments d'une très grande gravité. Les indicateurs de stress financiers ont atteint des sommets au début octobre ce qui explique qu'en dépit des actions menées par la banque centrale, les taux d'intérêt payés par les emprunteurs privés se soient accrus et que le crédit ait été rationné.

Il évoque alors ce qui se serait produit si la Réserve Fédérale n'avait pas bougé. Il insiste sur le fait que le risque macroéconomique eût alors été accentué sans que le risque d'évaluation ne se fût probablement modifié. Il prétend que le cercle vicieux décrit plus haut aurait été plus rapide, avec pour conséquence une récession beaucoup plus grave.

Mishkin approuve le glissement des politiques vers des méthodes non-orthodoxes afin de compléter l'action sur les taux, certainement insuffisante et rendue indisponible par l'arrivée au taux zéro. Ainsi, loin d'envisager la politique monétaire comme moins opérante en période de crise financière, Mishkin soutient tout le contraire et en fournit des raisons plausibles. Sa seule inquiétude vient de la nécessité pour la banque centrale de conserver sa réputation anti-inflationniste pour fixer les anticipations. Elle doit faire valoir sa détermination à retrouver en sortie de crise une hausse de prix conforme à son objectif traditionnel.

Parce que la présentation de Mishkin correspond à ce que l'on sait des mécanismes de transmission [Bernard Landais (2008)] et de l'efficacité de la politique monétaire, nous sommes tentés de lui accorder notre soutien. Passée la crise, des travaux tirant parti de données plus complètes viendront sans doute éclairer ce débat de manière plus décisive. En attendant, il serait dangereux d'abandonner l'outil monétaire. Ce le serait d'autant plus que le risque de déflation s'accroît et fait peser sa menace sur les perspectives de reprise.

### **Éviter la déflation : une ardente obligation pour les banques centrales**

Au moment d'évoquer les problèmes posés par la baisse des prix, rappelons qu'aux États-Unis, la Grande Crise s'était caractérisée par une déflation majeure, les prix à la consommation ayant baissé de près de 25 % entre 1929 et 1933 et de 10 % durant la seule année 1932. Un autre exemple plus proche de nous est celui du Japon, dont les taux d'inflation sous-jacente ont été négatifs durant neuf années à partir du milieu de la décennie 90. Nous pourrions en tirer quelques leçons pour notre situation du moment.

En fin 2008 et au début de cette année 2009, des signes très nets de ralentissement de l'inflation et le passage à des taux négatifs ont renouvelé les craintes de baisse prolongée analogue aux exemples historiques les plus traumatisants. C'est ainsi que le tableau (II) présente les taux d'évolution des prix d'un mois sur l'autre depuis Mai 2008 pour la Zone Euro, les États-Unis et la France.

**Tableau II** Taux de variation des prix à la consommation  
[mois m/mois m(-1)]

	06-08	07-08	08-08	09-08	10-08	11-08	12-08	01-09	02-09	03-09
<b>ZE</b>	0,4	-0,2	-0,1	0,2	0	-0,5	-0,1	-0,8	0,4	0,4
<b>US</b>	1,0	0,5	-0,4	-0,13	-1	-1,9	-1	0,4	0,5	0,2
<b>FR</b>	0,4	-0,3	-0,1	0	-0,1	-0,5	-0,3	-0,4	0,4	0,2

Bien qu'il soit difficile de démêler dans les évolutions ce qui relève de l'inflation sous-jacente, des variations saisonnières et des prix de l'énergie, on peut voir une tendance à la baisse des prix, plus nettement en toute fin d'année 2008 et en janvier 2009. Cette tendance est plus marquée que prévu, ce qui trahit tout à la fois un événement heureux, la retombée du prix du pétrole et un événement malheureux, la récession plus forte de l'activité économique.

S'il advenait que ces baisses se prolongent et se transforment en spirale déflationniste les répercussions en seraient particulièrement graves pour l'économie réelle. Suivons sur cette question l'exposé qu'en fait l'excellent document que la Banque de France (2009) a consacré à la crise. Trois conséquences sont citées :

a) la demande de biens est différée, chacun attendant que les prix baissent encore plus. Cet effet contribue au pessimisme des entrepreneurs et se propage par leurs décisions de ne pas investir et de réduire leur demande de travail.

b) la déflation augmente le coût des dettes, dans la mesure où celles-ci sont rarement indexées. Les agents endettés sont donc pénalisés et parmi eux les entreprises et les ménages. Ils réduisent leurs investissements et s'efforcent d'épargner pour restaurer leur richesse nette. Les banques tiennent compte de l'affaiblissement de la position nette des candidats aux prêts et rationnent leurs crédits.

c) enfin, la déflation paralyse la politique monétaire si celle-ci n'opère que par la baisse des taux d'intérêt. Au moment où les taux nominaux

atteignent le plancher de 0%, la décroissance continue des prix relève mécaniquement les conditions réelles de crédit, ce qui freine la demande d'investissement et de biens durables.

Ces phénomènes concourent à réduire encore la demande et la production ; la baisse des prix s'accroît. On s'engage donc dans un cercle vicieux de déflation-dépression dont il est fort difficile de sortir.

John Makin (2008) analyse les conséquences de la déflation à l'aide des instruments de la théorie monétaire. Il indique qu'elle est dangereuse à cause de l'existence des encaisses, un actif sans risque dont la demande est stimulée par la baisse des prix. Les agents vont mettre des actifs réels en vente pour accroître leurs liquidités ce qui alimente leur dépréciation ultérieure. Bien qu'en principe et par l'"Effet Pigou", la valorisation des encaisses par le reflux des prix soit une force positive de relance, elle ne peut s'exprimer efficacement car la spirale déflationniste en sens contraire est manifestement plus puissante.

Ces observations théoriques et pratiques justifient d'éviter coûte que coûte que ces phénomènes ne se produisent. Avant de savoir par quels moyens, on peut mesurer théoriquement les risques de leur apparition.

John Williams (2009) Vice Président à la Federal Reserve Bank of San Francisco, rappelle à cet effet la théorie des courbes de Phillips. S'agissant de déterminer le taux d'inflation  $p_t$  d'une période  $t$ , on doit pouvoir tenir compte de deux éléments : d'une part la situation économique matérialisée par l'"écart de production"  $Dy_{t-1}$  ou (en sens inverse) une mesure du chômage  $U_{t-1}$  et d'autre part les anticipations d'inflation au début de la période soit  $E_{t-1}(p_t)$ .

Dans une situation de récession où les mauvais scores de production et l'augmentation du chômage font baisser l'inflation, il se peut que les valeurs atteintes deviennent négatives pendant une série de périodes. Tout dépend alors du deuxième élément, c'est à dire des anticipations d'inflation. John Williamson distingue deux cas :

- dans le premier cas, les anticipations d'inflation sont bien "ancrées" par une banque centrale crédible et s'abaissent peu ou pas du tout face aux premières réductions de prix observées ; la spirale déflationniste ne se met pas en place et les prix sont "attirés" en permanence vers l'objectif annoncé par la banque centrale, souvent une inflation faible mais positive.
- dans le deuxième cas, les anticipations d'inflation ne sont pas suffisamment "ancrées" et les agents révisent assez rapidement leurs prévisions en tenant compte des valeurs effectives du passé récent parce que la banque centrale n'a pas la crédibilité pour faire accepter son objectif d'inflation positive à long terme. C'est évidemment dans ce contexte que la spirale déflationniste peut se mettre en place.

A l'issue de cette brève analyse, on voit poindre le rôle que peut jouer la politique monétaire dans ce type de situations et singulièrement en ce début d'année 2009. Conformément au schéma tracé, il se décline en deux axes majeurs.

Le premier axe concerne les politiques d'aisance monétaire qui visent à relever l'"écart de production" et à contenir le chômage. Le rapport de la Banque de France insiste sur : "*les mesures de soutien à l'économie et au secteur financier qui réduisent la probabilité d'un choc négatif sur les prix*". Cette formulation comprend la politique d'aisance monétaire mais aussi les mesures budgétaires prises par les États. Ceci nous ramène aux discussions passées sur l'efficacité de la politique monétaire et nous y reviendrons plus loin à propos des formes d'intervention.

Le deuxième axe correspond à la fixation des anticipations d'inflation des agents à une valeur positive, écartant ainsi la perspective d'une "spirale déflationniste". Les banques centrales doivent veiller à obtenir ce résultat en faisant jouer la crédibilité dont elles disposent au moment de la crise. Elles l'ont acquise souvent et un peu paradoxalement par leur capacité passée à corriger les dépassements d'inflation. Elles l'utilisent maintenant pour éviter la déviation inverse vis à vis de leur objectif de long terme. La Banque Centrale Européenne est fière de rappeler que son objectif est : "*en deçà mais proche de 2 %*".

La crédibilité est aussi affaire de communication ; certaines banques centrales (Suède, Norvège, Nouvelle-Zélande, Tchéquie) n'hésitent pas à communiquer explicitement sur leurs taux d'intérêt futurs afin de convaincre les marchés qu'elles ne sont pas disposées à interrompre leur politique de taux faibles tant que l'économie sera déprimée.

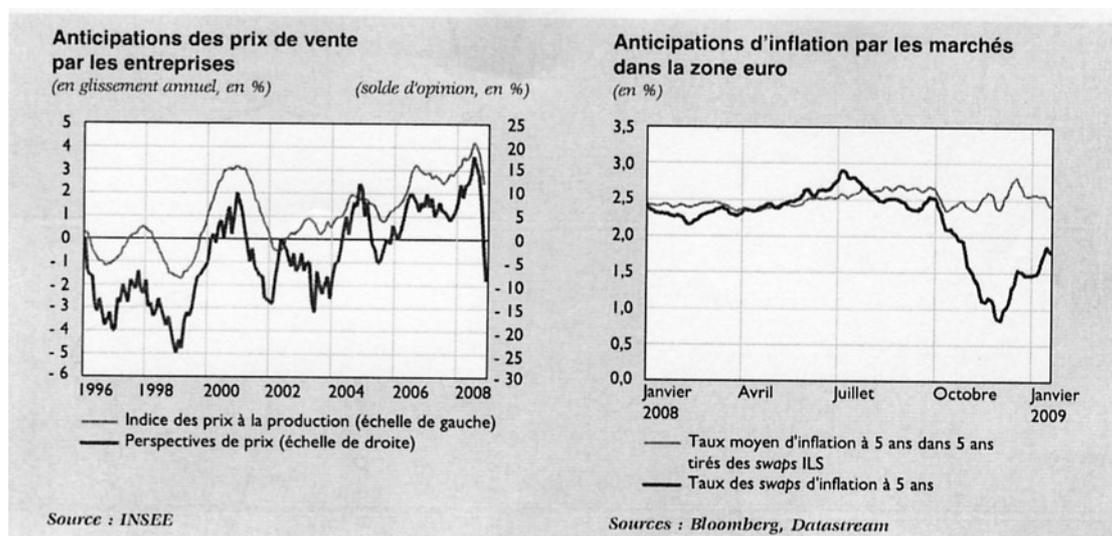
La crédibilité est encore renforcée par la bonne coordination affichée des politiques monétaires et budgétaires. Ces dernières contribuent à accroître la demande à la condition que les politiques monétaires s'avèrent accommodantes et suffisamment inflationnistes pour réduire les effets d'éviction et les conséquences sur la croissance des charges de la dette publique à moyen et long terme. Une mise en oeuvre concertée des deux formes de politiques de stabilisation correspond donc à la mise en place de crédibilités croisées, sources d'efficacité pour chacune et garanties de rejet de la déflation.

## Illustrations

L'efficacité des efforts faits dans le cadre de ce second axe se mesure en examinant les anticipations d'inflation qui apparaissent dans les enquêtes d'opinion ou en considérant les différences de rendement entre actifs indexés et non indexés. Deux graphiques illustrent ces deux formes

de mesure pour l'inflation anticipée dans la Zone Euro au début de cette année.

## Graphiques VI Anticipations d'inflation dans la Zone Euro

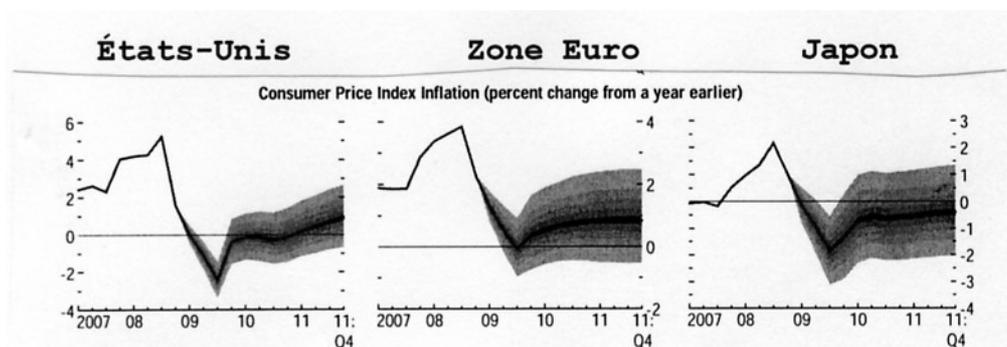


[Source : Banque de France (2009)]

Les deux graphiques permettent (?) aux experts de la Banque de France d'affirmer : *"Enfin et surtout, les anticipations d'inflation restent fortement positives"*. Ils indiquent que les anticipations à long terme *"restent ancrées autour de 2% pour la Zone Euro dans son ensemble"*. Leur communication à plus court terme consiste à annoncer quelques baisses de prix jusqu'au milieu de l'année mais une remontée des taux d'inflation à l'automne, à un rythme annuel de l'ordre de 1,5 % en fin d'année et en 2010. Il s'agit manifestement d'en convaincre le public et d'éviter ainsi toute "spirale déflationniste" face à d'éventuels fléchissements de l'indice des prix.

Plus généralement, les experts du FMI (2009) ont évalué les risques de déflation pour le G3 (USA, Zone Euro et Japon) du début 2009 à la fin de 2011. Leurs prévisions sont représentées par les graphiques VII qui montrent que les craintes de déflation sont sans doute les plus fortes au Japon où le scénario central prévoit des valeurs négatives, sérieuses à court terme aux États-Unis et un peu moins inquiétantes pour la Zone Euro.

## Graphiques VII Fourchettes d'évolution du taux d'inflation pour le G3



Si ces prévisions s'avèrent justes et dans la mesure où les taux d'intérêt d'intervention ne pourront plus baisser, il convient d'être attentif au durcissement réel des conditions de prêt qu'impliquent les épisodes de déflation envisagés. La politique d'aisance monétaire doit continuer et utiliser tous les moyens possibles.

On pourrait encore évoquer un troisième axe, dont l'importance a été soulignée pour le cas du Japon dans les années 2001-2002. La Bank of Japan ayant mené des actions non conventionnelles d'aisance monétaire, celles-ci n'ont pas été couronnées d'un franc succès. Certains observateurs disent que ces mesures ont eu pour conséquence de réduire les incitations à remettre de l'ordre dans les institutions financières japonaises, laissant ainsi planer une épée de Damoclès sur la reprise et ralentissant celle-ci. La principale leçon à tirer est donc la nécessité de mener parallèlement les mesures monétaires et l'effort de restructuration du système financier, aspect sur lequel insistent d'ailleurs beaucoup Ben Bernanke et les responsables américains. Cette dernière remarque faite à propos du problème posé par les menaces de déflation peut s'appliquer à l'ensemble des actions menées par les banques centrales, telles que nous pouvons les évoquer brièvement dans la troisième partie.

### **(III) Les leçons de la crise : nouveaux instruments, nouveaux objectifs ?**

L'origine de la crise et son déroulement ont soulevé beaucoup de questions concernant la conduite de la politique monétaire et les attitudes des banques centrales. Des leçons importantes en seront tirées et l'on ne reproduira sans doute pas les attitudes et solutions qui semblaient pourtant naturelles avant les événements. Des réactions empiriques et instinctives sont en passe d'être explicitées, étudiées et théorisées dans les années futures pour reconstruire le cadre d'exercice de la politique monétaire et les stratégies adoptées. Il est beaucoup trop tôt pour en avoir dès à présent une idée nette. Nous pouvons néanmoins déblayer le terrain en donnant quelques pistes sur ce que deviendront les idées et nouvelles pratiques apparues en cours de crise.

#### **Les leçons à tirer : prévention et action**

Avant une crise, la politique monétaire sera probablement amenée à renoncer au ciblage d'inflation, du moins à sa version étroite. Nous avons montré qu'une prise en compte des menaces de bulles spéculatives devait devenir explicite dans cette perspective de prévention. On peut penser que des objectifs intermédiaires appropriés vont réapparaître sur le devant de la scène, peut être l'insertion des agrégats de crédits ou des indicateurs de prix d'actifs dans les fonctions de réaction ; peut-être encore de nouvelles mesures prudentielles. Des propositions ont déjà été faites en ce sens, en particulier pour surveiller les bulles immobilières (FMI 2008). Dans les années récentes, des débats ont eu lieu sur l'opportunité et la possibilité concrète de prévoir et de contrôler les bulles spéculatives et d'y remédier à temps. Contrairement à l'opinion qu'en avait Alan Greenspan, beaucoup d'observateurs croient qu'il est à la fois souhaitable et possible d'intégrer cette considération dans la définition d'une politique monétaire de prévention. La crise leur apporte une confirmation et risque de précipiter l'adoption de nouveaux outils adaptés, en parallèle ou mêlés à de nouveaux dispositifs de régulation financière.

De même, les modèles de prévision utilisés par les banques centrales ont montré des failles, ce qui fragilise encore la stratégie de ciblage d'inflation. Mais les nouvelles idées vont attendre le retour de temps plus calmes ; elles n'ont pas eu jusqu'à présent de commencement d'exécution. Il n'en va pas de même pour les leçons apprises depuis 2007 dans la lutte contre la crise économique et financière.

En période de crise déclarée, le rôle de la politique monétaire peut être défini assez simplement : **prendre toutes les mesures susceptibles d'accroître la demande**. Les agents ne demandent pas assez pour des raisons diverses :

- les consommateurs réduisent les dépenses parce que leur revenu permanent (ou richesse anticipée) se trouve rabaisé. Leur patrimoine a perdu une part de sa valeur, qu'il s'agisse des actifs mobiliers ou immobiliers. Les perspectives de revenus salariaux futurs sont également mauvaises. Certains consomment moins parce que leur revenu disponible décroît.
- les taux d'intérêt réels sont élevés et peuvent le devenir encore plus en cas de désinflation ou de déflation. Ceci réduit toutes sortes de dépenses d'investissement ou de biens durables.
- la confiance est absente, dans les secteurs financiers ou dans les entreprises et chez les ménages. Les agents ont des actifs nets non seulement réduits mais incertains.
- les institutions financières refusent de prêter par peur du risque présenté par les emprunteurs, leurs garanties affaiblies et en raison de leur propre situation. Elles répugnent parfois à se prêter entre elles.

La politique monétaire doit tenir compte à la fois de tous ces facteurs et peut-être de bien d'autres. L'instrument utilisé habituellement, le taux des interventions sur le marché monétaire, n'est pas complètement efficace sur certains de ces facteurs soit par manque de rapidité d'impact soit parce qu'il bute sur des limites infranchissables (taux zéro). On est alors amené à diversifier les actions en utilisant des moyens quantitatifs non-orthodoxes à côté ou à la suite de l'outil conventionnel.

### **Les moyens non orthodoxes**

Les banques centrales, par exemple la Réserve Fédérale et la Banque d'Angleterre, ont recouru à des méthodes dites non orthodoxes qui réhabilitent les politiques de quantité au delà ou en parallèle de leur politique de taux. Elles se traduisent par une croissance des côtés "Actif" et "Passif" de leur bilan. Avec Ben Bernanke (2009) on distingue désormais entre les politiques d'aisance monétaire (Monetary Easing) et des politiques d'accroissement direct du crédit (Credit Easing).

Dans le premier cas, qui correspond à l'expérience japonaise des années 2001-2006, la banque centrale fournit des liquidités aux banques et institutions financières contre divers actifs en présentant des exigences de plus en plus faibles quant à la qualité de ces contreparties. La marque

de ce type de politique est l'accroissement de la "base monétaire" ou celle des réserves excédentaires des banques. La "base monétaire" américaine a plus que doublé en moins d'un an. De même la BCE a accru son bilan de 50% depuis août 2007.

Dans le deuxième cas, plus proche de l'expérience américaine, la banque centrale **y ajoute** des concours aux agents privés, par exemple du papier commercial et achète des titres à long terme représentatifs de crédits, notamment hypothécaires. Ce deuxième système est justifié par la difficulté de transformer la forte liquidité des banques en suppléments de crédit et parce que la situation de certains marchés financiers est trop dégradée. Ces dispositifs nouveaux ont déjà été mis en place et apparemment avec succès, par exemple en faisant baisser les conditions de prêts sur les marchés hypothécaires. Dans sa communication du 7 mai dernier, la BCE prévoit des mesures de ce type en complément de la dernière (?) baisse de son taux d'intervention. Certaines des opérations de "credit easing" ont été menées en liaison avec les États, parfois pour leur en transférer les risques.

Le sens de ces innovations est clair : d'abord éteindre la crise financière et épauler les banques et marchés financiers afin qu'ils puissent reprendre leurs missions et financer les dépenses ; ensuite, le cas échéant, suppléer le système financier en créant de la monnaie pour des prêts directs à l'économie. On voit que les innovations intervenues dans les instruments de politique monétaire mis en oeuvre renouent avec la tradition "quantitative" maintenue en sommeil depuis les années 70. On refait connaissance avec les agrégats, de monnaie ou de crédit selon les cas.

Certains problèmes posés par ces innovations ne seront patents qu'en sortie de crise. Il s'agit par exemple de régler le problème des "bases monétaires" superflues avant que ne se déclenche, par les crédits bancaires, un supplément de création monétaire menaçant la stabilité des prix. Comment éponger les liquidités énormes injectées récemment dans le système sans le faire trop tôt ni trop tard ? Le fera-t-on par un relèvement des réserves obligatoires ou autrement ? Nul ne le sait, mais il faudra le faire, à moins d'encourir très vite de nouvelles pressions spéculatives ou inflationnistes, chargées de menaces renouvelées.

## Conclusion

Nous avons pu mesurer à quel point la politique monétaire portait la responsabilité des événements survenus depuis 2007. Sans être la seule cause de ces événements, elle y a effectivement contribué. Par l'ensemble des mesures prises depuis, les banques centrales sont néanmoins parvenues à contenir les conséquences de la crise financière et s'emploient désormais à réduire la récession. Les précédents historiques tout comme les raisons théoriques et l'évolution récente des économies laissent penser que la politique monétaire a été correctement employée et se montre efficace. Mais elle a dû pour cela s'adapter aux circonstances particulières du moment et modifier à la fois ses objectifs et ses instruments.

On peut raisonnablement penser que le risque de déflation est sinon écarté du moins atténué depuis le premier trimestre 2009. Des signes de reprise apparaissent, en particulier la stabilité de la consommation et la remontée de la Bourse observée depuis environ trois mois. Les mesures monétaires massives prises depuis l'automne 2008 exerceront encore des effets positifs pendant le reste de l'année au moins. Enfin, les décisions budgétaires tout aussi massives prises dans certains des plus grands pays pourraient prendre le relais pour soutenir l'activité et encourager la reprise.

Parmi les problèmes posés à l'emploi des politiques économiques, il convient de négocier au mieux la sortie de crise et de chercher à en effacer les effets négatifs sur les ressorts de la croissance. Si la politique budgétaire lègue un amoncellement de dettes publiques qui menace la soutenabilité à long terme et le dynamisme ultérieur du secteur privé, la politique monétaire devra probablement se réorganiser dans un environnement dont les menaces d'inflation et de nouvelles bulles spéculatives ne seront pas absentes.

## Bibliographie

**Ahrend**, Rudiger, "Monetary Ease-A Factor behind Financial Crises? Some Evidence from OECD Countries", *OCDE Discussion Paper*, Décembre 2008.

**Altman**, Roger, Déposition devant le "Joint Economic Committee du Congrès des États-Unis, Février 2009.

**Banque de France**, "Documents et Débats" N°2, Février 2009.

**Becker**, Sebastian, "Global Liquidity Glut and Asset Price Inflation: Fact or Fiction?", Deutsche Bank Research (2008).

**Bernanke**, Ben, "The Crisis and the Policy Response" Discours devant la London School of Economics, 13 Janvier 2009.

**Bullard**, James, "Three Funerals and a Wedding" *F R B Saint Louis Review*, Janvier/Février 2009.

**Finocchiaro Daria et Queijo Von Heideken Virginia**, "Do Central Bank React to House Price?" *Sveridge Riksbank Working Papers N°217*, Novembre 2007.

**FMI**, World Economic Outlook, Octobre 2008.

**FMI**, "Crisis and Recovery", World Economic Outlook, Avril 2009.

**Krugman**, Paul, "Depression Economics Returns", New York Times, 14 Novembre 2008.

**Landais**, Bernard, "Leçons de politique monétaire", De Boeck Université (2008).

**Leigh Daniel et Stehn**, Sven Jari, "Fiscal and Monetary Policy During Downturns: Evidence from the G 7" *IMF Working Paper 09/50* Mars 2009.

**Makin**, John, "Print Money and Cut the Payroll Tax" *Economic Outlook, AE I on line*, Décembre 2008.

**Mishkin**, Frederic, "Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?" *NBER Working Papers*, N° 14678, Janvier 2009.

**Niskanen, William**, "Monetary Policy and Financial Regulation", *Cato Handbook for Policymakers*, N° 36, (2008).

**Pilger, Jeremy**, "Pushing on a String" Monetary Trends, FRB Saint Louis, Mars 2003.

**Poole, William**, "Milton Friedman, 1912-2006 : Some Personal Reflections" *F R B Saint Louis Review*, Volume 89, Janvier Février.

**Romer, Christina**, "Lessons from the New Deal", Déposition devant le "Economic Policy Subcommittee" du Sénat US, 31 Mars 2009.

**Taylor, John**, "The Financial Crisis and the Policy Responses: An empirical Analysis of What Went Wrong", *NBER Working Paper*, Janvier 2009.

**Williams, John**, "The Risk of Deflation", FRB San Francisco Economic Letter, Mars 2009.

