



**Bureau  
d'économie  
théorique  
et appliquée  
(BETA)**  
UMR 7522

# Documents de travail

## « Implications de l'imperfection des marchés financiers pour la politique monétaire »

Auteurs

**Meixing Dai**

Document de Travail n° 2010 - 15

*Juin 2010*

### **Faculté des sciences économiques et de gestion**

Pôle européen de gestion et  
d'économie (PEGE)  
61 avenue de la Forêt Noire  
F-67085 Strasbourg Cedex

#### Secrétariat du BETA

Géraldine Manderscheidt  
Tél. : (33) 03 68 85 20 69  
Fax : (33) 03 68 85 20 70  
g.manderscheidt@unistra.fr  
<http://cournot2.u-strasbg.fr/beta>



Nancy-Université  
Université Nancy 2



# Implications de l'imperfection des marchés financiers pour la politique monétaire

Meixing Dai\*

**Résumé :** Dans une économie de marchés financiers, soumis au risque de dysfonctionnement, où les actifs financiers sont des substituts imparfaits, on ne peut pas négliger les marchés financiers et monétaires dans les décisions de politique monétaire comme le suppose actuellement la littérature de ciblage d'inflation et des règles du taux d'intérêt. Le dysfonctionnement des marchés financiers et monétaires, débouchant sur une crise financière majeure caractérisée par l'éclatement des bulles spéculatives importantes sur les prix des actifs réels et financiers, pourrait obliger la banque centrale à mener une politique du taux d'intérêt zéro associée avec des politiques d'assouplissement quantitatif et/ou de crédit pour sortir de (ou éviter) la trappe à liquidité. Après la sortie de crise, il est indispensable de réviser la stratégie et la conduite de la politique monétaire en prenant en compte le fonctionnement imparfait des marchés financiers et monétaires.

JEL Classifications : E44, E51, E52, E58, E61.

Mots Clefs : Assouplissement quantitatif, assouplissement de crédit, politique du taux d'intérêt zéro, ciblage d'inflation, trappe à liquidité, dysfonctionnement des marchés financiers, stratégie à deux piliers.

---

\* BETA, Université de Strasbourg, 61, avenue de la Forêt Noire – 67085 Strasbourg Cedex – France.  
Phone: (33) 03 68 85 21 31; Fax: (+33) 03 68 85 20 71; E-mail: [dai@unistra.fr](mailto:dai@unistra.fr).

**Remerciements:** Ce papier a bénéficié des commentaires judicieux de Michel Dévoluy.

# **Implications de the imperfection of financial markets for the monetary policy**

Meixing Dai

**Abstract:** In an economy of financial markets, subject to the risk of malfunction and where financial assets are imperfect substitutes, one can not neglect the financial and monetary markets in monetary policy decisions as it is actually admitted in the literature on inflation targeting and interest rate rules. The malfunctioning of financial and monetary markets, leading to a major financial crisis characterized by the burst of large bubbles on the prices of real and financial assets, could force the central bank to pursue a policy of zero interest rates associated with quantitative and/or credit easing policies to get out of (or avoid) the liquidity trap. After the crisis, it is indispensable to revise the strategy and conduct of monetary policy by taking into account the imperfect functioning of financial and monetary markets.

JEL Classifications : E44, E51, E52, E58, E61.

Keywords: Quantitative easing, credit easing, zero interest rate policy, inflation targeting, liquidity trap, malfunctioning of financial markets, two-pillar strategy.

**Acknowledgments:** I am grateful to Michel Dévoluy for helpful comments and discussions on the previous version of this paper.

La crise financière et économique 2007-2010 a fait apparaître l'importance de la prise en compte des marchés financier et monétaire dans la conduite de la politique monétaire. Avant cette crise, il y a un large consensus parmi les économistes en ce qui concerne la conduite de la politique monétaire dans une économie de marchés financiers : Une banque centrale indépendante et transparente ayant pour objectifs la stabilisation de l'inflation autour de la cible d'inflation et la stabilisation de l'écart de production par rapport à son potentiel peut parfaitement réussir sa mission en utilisant une règle du taux d'intérêt optimale, tout en ignorant les marchés financier et monétaire. La crise actuelle et les mesures prises par les autorités monétaires pour stabiliser les marchés financiers et monétaires nous rappellent que les économistes ont omis des variables importantes, notamment les variables financières et monétaires, dans leurs théories portant sur la conduite de la politique monétaire.

### **Le consensus avant la crise actuelle**

Le consensus sur la politique monétaire forgé par Milton Friedman, selon lequel l'inflation est "toujours et partout un phénomène monétaire" et le contrôle des agrégats monétaires en tant qu'instrument de politique permet de bien réaliser les objectifs d'inflation et l'écart de production par rapport à son potentiel, est progressivement abandonné dans les années 1990 par les économistes et les banquiers centraux. Les recherches en politique monétaire dans les années 1970-1990 montrent que dans un contexte de libéralisation et d'innovation financières avec accroissement considérable de la volatilité financière, le contrôle du taux d'intérêt en tant qu'instrument de politique monétaire peut être plus efficace que le contrôle de la quantité de monnaie ou de la base monétaire.<sup>1</sup> Depuis la fin des années 1980, les banques centrales ont adopté de plus en plus la pratique du contrôle du taux

---

<sup>1</sup> Voir Poole (1970) et B. Friedman (1990).

d'intérêt de court terme afin de contrôler indirectement les taux d'intérêt de marché. En 1990, la banque centrale de la nouvelle Zélande a adopté clairement une cible d'inflation et a ouvert la voie à l'émergence du régime de ciblage d'inflation. Ce dernier a fait largement l'objet d'intense recherche théorique et empirique depuis une vingtaine d'années. Cette recherche inclut celle portant sur les règles du taux d'intérêt du type Taylor, qui montre que la Fed suivait une règle d'ajustement du taux d'intérêt des fonds fédéraux en fonction de l'écart entre l'inflation courant et la cible désirée et de l'écart entre la production et son potentiel.

Dans ce mouvement d'abandon du contrôle des agrégats monétaires en faveur du régime du ciblage d'inflation dans la conduite de la politique monétaire, un consensus sur la stratégie monétaire s'est forgé parmi les économistes académiques et les banquiers centraux depuis la fin des années 1990. Les caractéristiques de ce consensus sont bien résumées par Svensson (2002) et correspondent à celles d'un cadre d'analyse appelé « ciblage d'inflation flexible ». Ce nom reflète bien la primauté de l'inflation comme objectif ultime de la politique monétaire. Cela ne signifie pas que l'inflation constitue l'unique objectif de la banque centrale car un tel régime aurait un coût trop élevé pour être désirable. En effet, le terme « flexible » reflète la possibilité d'arbitrage à court terme entre la maîtrise d'inflation et la stabilisation des activités réelles. L'efficacité de la politique monétaire repose sur l'hypothèse selon laquelle les comportements d'optimisation dynamique des agents privés sont soumis à des rigidités nominales. Comme les fluctuations de l'écart de production et du taux d'inflation sont transitoires, les anticipations rationnelles des agents privés impliquent que le taux d'inflation anticipée est égal au taux d'inflation cible annoncée par la banque centrale qui a acquis auparavant sa crédibilité et son indépendance et qui est transparente dans sa communication avec le public. Autrement dit, les agents privés croient que l'objectif de l'inflation annoncée par une banque centrale peut se réaliser en moyenne sur le moyen et long terme. Le

mécanisme de transmission de la politique monétaire est très simple dans ce cadre théorique. Puisque les prix s'ajustent lentement, la banque centrale peut influencer le taux d'intérêt réel à travers la variation de la valeur de son instrument de politique, à savoir le taux d'intérêt de court terme (taux d'intérêt directeur et taux d'escompte). En faisant varier le taux d'intérêt réel, la banque centrale modifie le prix relatif de la consommation présente par rapport à la consommation future et entraîne ainsi une variation voulue de la demande globale courante.

Par ailleurs, la monnaie et donc le crédit n'ont plus de rôle crucial et constructif à jouer dans la conduite de la politique monétaire. En d'autres termes, le marché de la monnaie n'est utile que pour déterminer l'offre de monnaie, qui répond de manière endogène à la demande de monnaie, et peut donc être largement ignorée dans la prise de décisions de politique monétaire. De même, les marchés de crédit et plus largement les marchés financiers pourraient être ignorés dans la mesure où ils transmettent parfaitement les effets de la politique du contrôle du taux d'intérêt directeur vers l'économie réelle.

Pour prendre sa décision du taux d'intérêt, la banque centrale utilise toutes les informations pertinentes ayant un impact sur les prévisions de l'inflation et sur l'économie réelle. Les conditions sur les marchés financiers, en termes de croissance du crédit, des prix des actifs, des bulles spéculatives sur les marchés d'actifs ou de déséquilibres externes etc., ne sont pas considérées comme cibles de la politique monétaire que la banque centrale tente de stabiliser, contrairement à l'inflation et l'écart entre la production et son niveau potentiel. Ces conditions ne sont que des indicateurs, car elles fournissent des informations à la banque centrale sur l'état de l'économie, le mécanisme de transmission et des chocs exogènes. Elles ne sont prises en compte dans la fixation du taux d'intérêt directeur que dans la mesure où elles ont un impact sur les prévisions de l'inflation et l'allocation des ressources.

## **La politique du taux d'intérêt zéro et les mesures de sortie de la trappe à liquidité**

En dehors du consensus avant la crise actuelle largement partagé exposé ci-dessus, il y a un débat animé sur les expériences japonaises en matière de la conduite de la politique monétaire dans les années 1990 et 2000, un contexte caractérisé par la déflation suite à l'éclatement des bulles sur les prix des actifs financiers et réels. Le débat porte notamment sur les mesures à mettre en place lorsque le taux d'intérêt nominal approche le seuil zéro.

Une des difficultés que le régime du ciblage d'inflation pourrait être amené à affronter est la borne limitant à zéro les taux d'intérêt nominaux (une sorte de trappe à liquidité imaginée par Keynes) que la banque centrale ne pourrait pas s'affranchir sans mettre en place des mesures exceptionnelles (voir Buiter, 2009). Le risque de butter sur la contrainte du taux d'intérêt zéro est d'autant plus grand lorsque la cible d'inflation est fixée à un niveau faible. En fixant une telle cible d'inflation, une banque centrale crédible et indépendante pourrait stabiliser le taux d'inflation à un niveau faible. Il est alors difficile, durant une crise financière et économique, de faire baisser suffisamment le taux d'intérêt réel qui est la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'inflation, d'autant plus que ce dernier a tendance à baisser dans une économie en récession.

Lorsque la contrainte limitant à zéro les taux d'intérêt nominaux est atteinte, la politique du taux d'intérêt devient inopérante car les opérations d'*open-market* traditionnelles ne peuvent plus faire baisser davantage les taux d'intérêt sur le marché interbancaire et donc les taux d'intérêt sur les autres marchés financiers. Toutefois, il est possible que les effets dévastateurs sur l'économie des chocs financiers, dus à un éclatement d'une ou plusieurs bulles spéculatives sur les prix des actifs financiers et réels, impliquent qu'il faut baisser davantage le taux d'intérêt directeur afin de faire baisser les taux d'intérêt de marché de moyen et long terme appliqués aux emprunts privés à un niveau compatible avec une

stabilisation des activités économiques. Dans une telle situation, l'économie est soumise à un risque de déflation et toute liquidité injectée par la banque centrale via les opérations d'*open-market* risque d'être entièrement absorbée par la « trappe à liquidité » sans aucun effet sur l'économie réelle.

Pour sortir de cette trappe à liquidité, il est essentiel de modifier les anticipations des agents économiques concernant le taux d'inflation future. La plupart des économistes étudiant la question du taux d'intérêt zéro partagent ce point de vue et suggèrent que la Banque du Japon s'engage dans des politiques qui augmenterait l'inflation future. Toutefois, élever les anticipations d'inflation revient à s'engager à réduire le taux d'intérêt directeur dans le futur puisque c'est en s'engageant sur un taux d'intérêt directeur futur plus bas que la banque centrale affecte l'inflation future lorsqu'on s'approche de la borne limitant le taux d'intérêt nominal à zéro. Cependant, en perdant l'instrument du taux d'intérêt dans l'immédiat, la banque centrale ne peut ancrer de manière crédible, en faisant uniquement des annonces, les anticipations d'inflation sur une trajectoire d'un taux d'inflation plus élevé dans le futur. Ceci est particulièrement vrai lorsque les anticipations privées prennent largement en compte ce qui se passe dans le passé et au présent.

Certains économistes proposent un changement de régime de politique monétaire en adoptant le ciblage du niveau général des prix. Ce régime est équivalent à un régime de ciblage d'inflation avec une cible d'inflation variable qui s'ajuste en prenant en compte l'écart entre le prix réalisé et le prix cible. Une telle politique, si crédible, a plus de chance de sortir de la déflation car une baisse de prix entraîne une hausse de la cible d'inflation et donc du taux d'inflation anticipée. Néanmoins, ce régime est soumis à la même difficulté soulignée ci-dessus, à savoir que la banque centrale repose uniquement sur l'annonce pour influencer les anticipations inflationnistes et son annonce pourrait ne pas être crédible.



Dans le cas du Japon, la dévaluation du yen a été utilisée comme une solution de sortie de la trappe à liquidité dans laquelle l'économie s'est enfoncée depuis l'effondrement des prix des actifs au début des années 1990. Cependant, en l'absence de volonté de la Banque du Japon de s'engager dans une trajectoire d'inflation plus élevée ou de prix plus élevée, cette politique à elle seule ne peut pas lutter de manière efficace contre la déflation.

La politique budgétaire a été largement utilisée par le gouvernement japonais avec une efficacité limitée, car elle ne permet que de compenser la baisse de la demande privée dans un contexte de crise de crédit et de liquidité. Elle a pour effet secondaire d'augmenter très fortement la dette publique japonaise, limitant ainsi la possibilité d'utiliser la politique budgétaire dans le futur.

Au début des années 2000, afin de lutter contre la déflation, la Banque du Japon a décidé de mener une stratégie appelée « politique d'assouplissement quantitatif », qui signifie en japonais « politique monétaire stimulante » et qui consiste à injecter plus de réserves dans le système bancaire que ce qui est nécessaire pour maintenir le taux d'intérêt à court terme à zéro. Cette stratégie a été très efficace pour stabiliser les marchés financiers. Elle avait cependant une efficacité limitée quant à la relance de l'économie du Japon du fait que les banques ne prêtaient pas davantage et les entreprises ne désiraient pas emprunter plus pour investir.

### **Les politiques d'assouplissement quantitatif et de crédit**

Le débat sur la politique monétaire japonaise a été fort utile pour guider la politique monétaire durant la crise financière 2007-2010. En réponse à la crise financière, les banques centrales les plus importantes du monde (la Fed, la BCE, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon) ont drastiquement abaissé leurs taux d'intérêt directeurs à un niveau proche de zéro.

Etant donné que la crise est globale, la dévaluation en tant que solution de crise ne peut être envisagée. La politique budgétaire est largement sollicitée, ce qui conduit beaucoup de pays à connaître un déficit record en 2009. Elle risque actuellement de buter sur la contrainte de solvabilité de l'Etat comme en témoigne la crise grecque en 2010 et ne peut venir de manière durable au secours de l'économie.

Le seul moyen efficace de ramener le calme sur les marchés financiers est d'injecter des liquidités sur les différents compartiments du marché financier afin d'assurer un fonctionnement normal de ces derniers de sorte à réorienter les épargnes, réfugiées sur les liquidités, vers les emprunteurs ultimes. L'apport de liquidité par la banque centrale sur les marchés d'actifs privés et publics est qualifié de « politique d'assouplissement quantitatif » par les observateurs de la politique monétaire.

Pour mieux communiquer avec le public sur les mesures de politique non-conventionnelles et pour faire la différence avec une politique monétaire consistant à injecter simplement de la monnaie centrale dans l'économie, le président de la Fed Ben Bernanke a préféré utiliser le terme d'« assouplissement de crédit » car la Fed est allée beaucoup plus loin sur la voie de l'assouplissement quantitatif en focalisant notamment sur l'expansion du côté actif de son bilan, dont l'accroissement spectaculaire est voulu et destiné à faire baisser les taux d'intérêt sur les marchés de crédit. Dans une telle politique, par rapport à ce que la Fed fait traditionnellement dans le cadre des opérations d'*open-market* ou dans le cadre de réescompte, l'éventail des actifs acceptés est beaucoup large, les échéances beaucoup plus longues et le nombre d'institutions financières qui ont accès à la liquidité centrale a été fortement augmenté suite à une modification des critères et/ou de statut. La Banque d'Angleterre a largement suivi, la Banque centrale européenne dans une moindre mesure, la pratique de la Fed. Fondamentalement, lorsque le taux d'intérêt tombe à un niveau proche de zéro, il n'y avait rien de révolutionnaire en ce qui concerne les outils dont les banquiers centraux ont à leur

disposition, leur outil numéro un est la communication de la politique avec le public (en priorité avec les opérateurs des marchés financiers), suivie par des mesures de facilités de liquidité pour les banques, pour les grands groupes sur d'autres marchés de crédit et les achats de valeurs mobilières à long terme. Néanmoins, en faisant remonter les prix des actifs, ces mesures, lorsqu'elles sont utilisées de manière agressive et déterminée, sont très efficaces pour stabiliser les marchés financiers.

L'utilisation du terme de « assouplissement du crédit » par la Fed traduit un besoin de communication dans un contexte exceptionnel d'une grande crise globale. L'utilisation de ce terme nouveau pourrait permettre de mieux convaincre les opérateurs des marchés financiers de la volonté absolue de la banque centrale américaine de lutter contre la crise financière tout en les rassurant que la Fed ne pratique pas simplement une injection durable de liquidité. Ces mesures exceptionnelles ne devraient pas provoquer l'inflation en raison d'une croissance négative en 2009 et faible en 2010 dans la plupart des pays développés. Elles ne devraient donc pas provoquer la perte de la maîtrise des anticipations d'inflation future et donc induire une anticipation d'hyperinflation car, lorsque l'économie revient sur la trajectoire de croissance potentielle, les liquidités injectées pourraient être retirées grâce à une revente de ces actifs sur les marchés financiers redevenus normaux ou au remboursement à l'échéance de ces actifs.

Le mécanisme de transmission des effets de la politique d'assouplissement de crédit vers l'économie réelle pourrait être bloqué en raison des choix politiques dans le sauvetage financier et du fait des frictions dans le fonctionnement du système bancaire et financier. Premièrement, cette politique s'oriente vers les grandes institutions financières dont la faillite présente un risque systémique, les petites et moyennes institutions pourraient continuer à subir les effets de la crise financière et économique. Dans ce contexte, le marché de crédit pourrait ne pas retrouver le rythme de croissance qui permet une croissance soutenue de l'économie.

Deuxièmement, les grandes institutions financières renforcent leur position dominante grâce au soutien public et du fait de l'affaiblissement et/ou la faillite des concurrentes plus petites. Elles pourraient donc se permettre d'augmenter le coût de crédits accordés et ne sont pas prêtes à augmenter de manière significative le montant des crédits. Par ailleurs, certaines d'entre elles doivent renforcer leurs capitaux propres afin de renflouer les pertes liées à la dépréciation des actifs dans leur bilan. Enfin, les liquidités injectées dans le système bancaire et financier pourraient être détournées vers la spéculation sur les marchés financiers et des matières premières. Il en résulte, d'une part, des effets positifs pour les bilans des institutions financières et bancaires dus à la hausse des prix des actifs et, d'autre part, un risque d'inflation si les prix des matières premières augmentent fortement avant que l'économie mondiale ne retrouve le chemin de croissance. Ce risque d'inflation s'accompagnera d'un risque de rechute de la croissance mondiale car la hausse du prix des matières premières prive l'économie d'un moteur traditionnel et précieux de la reprise, à savoir le prix bas des matières premières.

La politique d'assouplissement de crédit présente plusieurs risques du point de vue macroéconomique. A part le risque d'inflation lié à la spéculation sur les matières premières, il y a un autre risque d'inflation lié au fait que les apports de liquidités pourraient être durables, soit du fait que les actifs acquis par la banque centrale sont de mauvaise qualité, donc jamais remboursée, soit du fait que les institutions financières ont un soutien durable du soutien financier de la banque centrale. En maintenant durant une période prolongée le taux d'intérêt directeur à zéro et la politique d'assouplissement de crédit, les économies telles que les USA, l'UE, et le Royaume Uni pourraient se regorger de liquidité. Celle-ci se retrouve ensuite dans les caisses des banques centrales des pays émergents ou exportateurs de matières premières via les excédents commerciaux et les entrées des capitaux financiers, augmentant ainsi le risque de dévaluation de l'euro, de l'USD et du livre sterling, donc le risque du désordre financier et monétaire en perspective ainsi que le risque de hausse d'inflation au niveau mondial.

## Stabilisation financière et le nouveau consensus émergent

Les mesures exceptionnelles pour sauver le système bancaire et financier ont incité les économistes et les banquiers centraux à se demander si la politique monétaire menée avant 2007 est en partie responsable de la grande crise financière 2007-2010. En luttant contre l'inflation de manière efficace, la politique monétaire aurait permis à l'économie mondiale de connaître une période de « grande modération » du taux d'inflation avec une fluctuation moindre de la production. *A posteriori*, on pourrait se demander si cette grande modération incite les banquiers et les opérateurs financiers à devenir insouciants d'une éventuelle crise systémique de grande ampleur.

Les expériences de cette grande crise financière nous montrent la stabilité des prix ne permet pas d'assurer une plus grande stabilité des marchés financiers. Au contraire, elle pourrait contribuer à amplifier les crises financières en induisant les opérateurs de marchés financiers à croire que la stabilisation économique implique nécessairement moins de risque financier systémique.

Un consensus émerge parmi les banquiers centraux et les économistes monétaires : la stabilité des prix ne garantit pas la stabilité financière (Carney, 2009).<sup>2</sup> Elle est, en fait, souvent associée à une croissance excessive du crédit et au gonflement excessif des bulles sur les prix des actifs financiers et réels. Pour éviter une crise systémique importante, une réponse générale consiste à dire qu'il faut une meilleure réglementation, y compris l'adoption de nouveaux outils macro-prudentiels, en tant que première ligne de défense.

---

<sup>2</sup> La stabilité financière est définie comme une situation où le système financier remplit ses fonctions principales (de paiements, de canaliser l'épargne vers l'investissement et de partage des risques) sans provoquer des perturbations ayant des coûts sociaux élevés (Svensson, 2010).

## Vers une nouvelle politique monétaire « normale »

La crise financière actuelle amène les économistes à s'interroger sur la manière dont la banque centrale doit conduire la politique monétaire lorsque l'économie revient à une situation normale. Les débats actuels portent sur plusieurs sujets d'importance. Le consensus émergé de ces débats déterminera dans une large mesure la manière de conduire la politique monétaire dans le futur. Certains débats ne sont pas totalement nouveaux, car l'éclatement des bulles internet en 2000 a déjà stimulé des discussions sur la prise en compte ou non des prix d'actifs dans la conduite de la politique monétaire sous le régime du ciblage d'inflation flexible ainsi que sur le rôle de la politique monétaire dans la prévention d'un gonflement excessif des bulles spéculatives. La crise actuelle a suscité un renouveau dans ces débats.

### *Prévention des bulles spéculatives*

Un premier débat concerne la relation entre la politique monétaire et les bulles spéculatives sur les prix des actifs financiers et réels. Les économistes partagent l'avis selon lequel les mesures réglementaires sont les outils adéquats pour lutter contre l'émergence des grosses bulles. Elles doivent être conçues pour améliorer le fonctionnement du système financier de manière générale, et pour lutter contre les comportements spéculatifs en particulier. Dans la perspective de lutter contre la spéculation excessive, la nouvelle réglementation financière et bancaire pourrait prévoir par exemple de limiter la taille des banques afin d'éviter le problème de « trop grande pour faire faillite (*too big to fail*) », de durcir l'exigence des fonds propres, de réduire les effets de levier, d'interdire la spéculation des banques pour compte propre, et de déconnecter les gains spéculatives immédiats avec les rémunérations immédiates des traders et des dirigeants des établissements financiers et bancaires.

Certains économistes considèrent qu'il est possible et souhaitable d'utiliser la politique monétaire, en évitant de garder le taux d'intérêt directeur trop bas pendant trop longtemps et en remontant celui-ci de manière préventive, pour casser les bulles spéculatives à un stade précoce plutôt que de les laisser se développer avec des conséquences, dues à leur éclatement ultérieur inévitable, beaucoup plus dramatiques pour l'économie. Il faut toutefois souligner la difficulté de détecter les bulles spéculatives sur les prix des actifs. Par ailleurs, ces dernières ont tendance à se développer malgré des hausses du taux d'intérêt. Une autre voie de réflexion pourrait nous amener à concevoir une stratégie monétaire permettant de modifier le comportement des agents économiques de sorte que l'économie devient dynamiquement plus stable et est moins soumise à la formation des bulles spéculatives sur les prix des actifs.

#### *Un objectif de stabilité financière pour la banque centrale*

La plupart des économistes s'accordent à dire qu'une meilleure réglementation financière constitue la meilleure réponse pour prévenir l'instabilité financière. Cependant, il est pratiquement impossible d'interdire les financiers d'innover et de commercialiser de nouveaux produits financiers destinés à détourner les règles fixées par les autorités de régulation nationale ou internationale. Par conséquent, l'instabilité financière pourrait persister. Par ailleurs, cette réponse réglementaire changera le mécanisme de transmission des effets de la politique monétaire. Elle a donc des implications pour la conduite de cette dernière. Les réflexions les plus courantes portent sur la conception de la politique du taux d'intérêt. La question est de savoir s'il faut ou non la concevoir pour des fins de stabilité financière en modifiant le mandat de stabilité des prix des banques centrales pour y inclure un objectif de stabilité des marchés financiers ou des prix d'actifs ? Si oui, comment les banques centrales gardent la responsabilité et la crédibilité, et s'assurent que les anticipations d'inflation soient bien ancrées?

Walsh (2009) observe que les distorsions sur les marchés financiers et les chocs susceptibles de générer des effets réels pour la politique monétaire impliquent que la stabilité financière pourrait nécessiter des arbitrages avec les objectifs de stabilisation de l'inflation et de la production. Pour Svensson (2010), il n'est pas nécessaire d'introduire un nouvel objectif de stabilité financière pour la banque centrale. Il est cependant important d'intégrer les facteurs financiers dans les modèles standards de transmission de la politique monétaire utilisés par les banques centrales et de mieux prendre en compte les effets de ces facteurs sur la prévision de l'inflation en élargissant l'horizon considéré. Dans la pratique, bien que la plupart des banques centrales aient ajouté un objectif de stabilité financière ces dernières années, les décisions de la politique monétaire et de la stabilité financière sont souvent prises séparément (Carney, 2009).

#### *Une meilleure prise en compte du mécanisme de transmission*

Dans les cadres théoriques standards justifiant la supériorité de la politique du taux d'intérêt, du ciblage d'inflation ou du ciblage du niveau général des prix par rapport à une politique de contrôle des agrégats monétaires, le traitement des marchés financiers est très simplifié dans la mesure où on a ignoré non seulement l'accélérateur financier mais aussi les dynamiques pro-cycliques sur les marchés modernes de la monnaie et du crédit. En effet, dans ces cadres standards, les actifs financiers sont considérés comme des substituts parfaits et le fonctionnement des marchés financiers et monétaires est efficient de sorte que tous les taux d'intérêt de marché sont identiques aux taux d'intérêt (taux directeur et taux d'escompte) contrôlés par la banque centrale. En ce qui concerne le marché monétaire, on suppose que les banques commerciales et la banque centrale fournissent autant de monnaie que ce dont l'économie a besoin. Ces hypothèses ne semblent pas impertinentes lorsque l'économie fonctionne normalement ou en expansion. Elles s'avèrent problématique lorsque l'économie



est entrée en crise. Par ailleurs, l'ignorance de l'existence de ces marchés pourrait induire les économistes à biaiser l'évaluation de l'efficacité respective du contrôle d'un agrégat monétaire et de celui du taux d'intérêt par la banque centrale (Dai, 2010a).

Une prise en compte de toute la chaîne de transmission, c'est-à-dire du marché de réserve, via le marché monétaire, les marchés des actifs et les marchés de crédit, permet de revoir dans quelle mesure la stratégie du ciblage d'inflation, celle du ciblage du niveau général des prix ou la règle de Taylor pourraient intégrer les variables financières et les paramètres caractérisant les marchés financiers et monétaires. Les recherches sur la stratégie de politique monétaire intégrant les frictions sur les marchés des actifs, du crédit, de la monnaie et de la réserve bancaire devraient contribuer à accroître notre compréhension des effets de la politique monétaire ainsi qu'à améliorer sa conduite dans la pratique. On peut toutefois s'attendre à ce qu'il est difficile d'établir une relation stable entre la stabilité des prix et la stabilité financière du fait de la complexité croissante du mécanisme de transmission des effets des chocs réels et financiers, et de la politique monétaire.

### **La stratégie à deux piliers de la BCE**

Au cours de la dernière décennie, les banques centrales à travers le monde ont adopté de plus en plus le régime de ciblage d'inflation pour conduire la politique monétaire. Celui-ci est présenté comme étant plus efficace dans la lutte contre l'inflation que le régime de ciblage des agrégats monétaires (Mishkin, 1999). Dans ce contexte, la stratégie de politique monétaire à deux piliers de la BCE, annoncée à l'automne de 1998, semble tout à fait singulière et devient rapidement controversée.

L'attention particulière que porte la BCE sur les agrégats monétaires témoigne le besoin de continuité par rapport la politique monétaire de la Bundesbank. Certains économistes

soulignent que la Bundesbank, en annonçant une cible d'inflation et en communiquant de manière transparente avec le public, pratique en réalité une stratégie de politique monétaire proche de celle du ciblage d'inflation. D'autres économistes montrent que la Bundesbank porte à la fois une attention à la cible d'inflation et aux agrégats monétaires et qu'elle adopte en effet une stratégie monétaire mélangeant le ciblage d'inflation et le ciblage monétaire comme ce qui est le cas pour la BCE. Dans la pratique, en respectant le traité de Maastricht, la BCE accorde un poids beaucoup plus important à l'objectif de la stabilité des prix qu'à celui de stabiliser la production dans la zone euro. Le choix de deux piliers était vu comme un moyen de structurer les informations fournies par une quantité importante de données, qui serait utile à la fois pour la discussion interne au sein de la BCE et pour communiquer avec le public (Issing, 2006). Cependant, la BCE n'a pas fourni un cadre théorique clair justifiant une telle stratégie.

Plusieurs pistes de recherche ont été explorées pour donner un cadre théorique à la stratégie à deux piliers. Une des approches consiste à fournir des modèles empiriques de courbe de Phillips à deux piliers, en testant l'hypothèse que l'inflation peut être décomposée en une « tendance » expliquée par la croissance monétaire passée lissée et une déviation par rapport à la tendance expliquée par l'écart de production (Gerlach, 2004; Assenmacher-Wesche and Gerlach, 2007). Barthélemy *et al.* (2008) ont développé un modèle dans lequel les courbes de Phillips et IS dépendent des encaisses réelles et ils ont trouvé un rôle significatif pour de la monnaie dans la zone euro. D'autres recherches n'attribuent pas un rôle à la monnaie dans la courbe de Phillips ou IS. Par exemple, Bordes et Clerc (2007) justifient la nécessité d'annoncer un objectif de croissance monétaire (valeur de référence) en soutenant que la banque centrale peut influencer le taux d'intérêt réel à travers l'effet de liquidité à court terme mais pas à moyen et long terme. Par conséquent, afin de réduire l'incertitude à long terme du niveau des prix et d'assurer la cohérence entre les attentes d'inflation à court terme et

à long terme, son seul moyen d'action est d'influencer les anticipations d'inflation à travers l'annonce d'un objectif de croissance monétaire. Beck et Wieland (2007) ont montré que, dans le cas de perceptions erronées persistantes quant à la production potentielle, la méthode de recouplement (cross-checking) suivie par la BCE et l'évolution des taux d'intérêt en réponse à des écarts persistants de la croissance monétaire à long terme peut avoir des propriétés de stabilisation. Woodford (2008) fait également valoir que, dans la mesure où la croissance monétaire est utile comme une variable d'indicateur, il n'y a aucune raison *a priori* d'exclure les variables monétaires de l'ensemble des indicateurs qui sont pris en compte par la banque centrale.

Compte tenu des réflexions récentes sur la politique monétaire, il semble que les voies de recherche sur la stratégie à deux piliers suggérées par Papademos (2006) sont prometteuses. A part l'effet d'encaisses réelles sur la demande agrégée déjà exploré, l'intégration dans un modèle macroéconomique dynamique de l'asymétrie de l'information et des contraintes de liquidité ou de crédit susceptibles d'affecter considérablement le comportement des agents économiques ainsi que des effets de richesse liés aux mouvements des prix des actifs réels et financiers restent à explorer et pourraient donner lieu à des résultats originaux.

Dans cette nouvelle perspective, De Grauwe and Gros (2009) ont argué que l'arbitrage entre la stabilité financière et la stabilité des prix pourraient justifier que la BCE utilise deux instruments à la fois, le contrôle du taux d'intérêt et le contrôle du ratio de réserves obligatoires des banques (qui peut être substituée par des mesures macro-prudentielles). Dai (2010b) suggère que la prise en compte des marchés de crédit et de la monnaie et la distinction des différents taux d'intérêt par rapport au taux d'intérêt politique peut justifier une stratégie à deux piliers : en prenant en compte les caractéristiques des marchés financiers et monétaires, la banque centrale contrôle à la fois le taux d'intérêt directeur et la croissance d'un agrégat

monétaire étroit tel que la base monétaire pour davantage ancrer les anticipations d'inflation de sorte à mieux assurer la stabilité dynamique de l'économie.

### **Conclusion**

La grande crise financière 2007-2010 constitue une occasion de réflexions privilégiée pour rénover les cadres théoriques de la politique monétaire et les pratiques des banquiers centrales. Cette crise soulève des questions concernant aussi bien les mesures de politique monétaire non-conventionnelles (assouplissement quantitatif et de crédit), qui sont nécessaires pour sortir l'économie mondiale de la trappe à liquidité lorsque le taux d'intérêt directeur tombe à zéro, que la stratégie de sortie des mesures exceptionnelles. En plus, elle met en évidence l'importance de prendre en compte le fonctionnement des marchés financiers, monétaire et de réserve bancaire dans la définition de la stratégie de politique monétaire lorsque l'économie revient à une situation normale. Il reste à savoir si une stratégie de politique monétaire peut être conçue de manière à prévenir les grandes crises, permettent ainsi de renforcer la stabilité des prix et de mieux stabiliser la production autour de son potentiel. Par ailleurs, la prise en compte de ces différents marchés pourrait permettre de donner un fondement théorique à la stratégie à deux piliers de la BCE.

### **Bibliographie:**

Barthélemy, Jean, Laurent Clerc & Magali Marx (2008), "Two-pillar DSGE Monetary Policy Model For the Euro Area," Banque de France, NER-R#219A.

Beck, Guenter W. & Volker Wieland (2007), "Money in Monetary Policy Design under Uncertainty: The Two-Pillar Phillips Curve versus ECB-Style Cross-Checking," CEPR Discussion paper No. 6098.

Bordes, C. & L. Clerc (2007), "Price Stability and The ECB.s Monetary Policy Strategy," *Journal of Economic Surveys*, Vol. 21, No. 2, pp. 268-325.

- Buiter, Willem H. (2009), "Negative Nominal Interest Rates: three ways to overcome the zero lower bound," *The North American Journal of Economics and Finance* 20 (3), 213-38.
- Carney, Mark (2009), "Some considerations on using monetary policy to stabilize economic activity," *Remarks* by Mr Mark Carney, Governor of the Bank of Canada, to a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 22 August 2009.
- Clarida, Richard, Jordi Gali & Mark Gertler (1999), "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective," *Journal of Economic Literature* 37, 1661–1707.
- Dai, Meixing (2010a), "Financial volatility and optimal instrument choice: A revisit to Poole's analysis," *Economics Bulletin*, vol. 30(1), 605-613.
- Dai, Meixing (2010b), "On the role of money growth targeting under inflation targeting regime," *forthcoming* in Marlon Cappello and Cristian Rizzo (Eds.) 'Central Banking and Globalization', Nova Science Publishers, New York.
- De Grauwe, Paul & Daniel Gros (2009), "A New Two-Pillar Strategy for the ECB," CEPS Policy Brief No. 191/30 June 2009.
- Friedman, Benjamin M. (1990), "Targets and Instruments of Monetary Policy," in *Handbook of Monetary Economics*, Vol. II, edited by Benjamin M. Friedman and F.H. Hahn, 1185-230. Amsterdam: Elsevier Science Publishers B.V..
- Issing, Otmar (2006), "The ECB's Monetary Policy Strategy: Why did we choose a two Pillar Approach?" Speech at the Fourth ECB Central Banking Conference "*The role of money: money and monetary policy in the twenty-first century*" Frankfurt am Main, 10 November 2006.
- Papademos, Lucas (2006), "The role of money in the conduct of monetary policy," Speech at the Fourth ECB Central Banking Conference "*The role of money: money and monetary policy in the twenty-first century*" Frankfurt am Main, 9 November 2006.
- Poole, William (1970) "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model," *Quarterly Journal of Economics* 84, 197-216.
- Svensson, Lars E O (2002), "Monetary policy and real stabilisation," in *Rethinking stabilization policy*, Jackson Hole Symposium papers, Wyoming, August 29-31, 2002, Federal Reserve Bank of Kansas City, 261-312.

Svensson, Lars E O (2010), "Inflation targeting after the financial crisis," Speech by Prof Lars E O Svensson, Deputy Governor of the Sveriges Riksbank, at the International Research Conference "Challenges to Central Banking in the Context of Financial Crisis", Mumbai, 12 February 2010.

Walsh, Carl (2009), "Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity," Paper prepared for the symposium "Financial Stability and Macroeconomic Policy." Jackson Hole, Wyoming, August.

# Documents de travail du BETA

---

- 2010–01 *The Aggregation of Individual Distributive Preferences through the Distributive Liberal Social Contract : Normative Analysis*  
Jean MERCIER-YTHIER, janvier 2010.
- 2010–02 *Monnaie et Crise Bancaire dans une Petite Economie Ouverte*  
Jin CHENG, janvier 2010.
- 2010–03 *A Structural nonparametric reappraisal of the CO<sub>2</sub> emissions-income relationships*  
Theophile AZOMAHOU, Micheline GOEDHUYS, Phu NGUYEN-VAN, janvier 2010.
- 2010–04 *The signaling role of policy action*  
Romain BAERISWYL, Camille CORNAND, février 2010.
- 2010–05 *Pro-development growth and international income mobility: evidence world-wide*  
Jalal EL OUARDIGHI, mars 2010.
- 2010–06 *The determinants of scientific research agenda: Why do academic inventors choose to perform patentable versus non-patentable research?*  
Caroline HUSSLER, Julien PENIN, mars 2010.
- 2010–07 *Adverse Selection, Emission Permits and Optimal Price Differentiation*  
Mourad AFIF, Sandrine SPAETER, mars 2010.
- 2010–08 *The impact of ambiguity on health prevention and insurance*  
Johanna ETNER, Sandrine SPAETER, mars 2010.
- 2010–09 *Equité du plaider coupable : une analyse économétrique dans trois tribunaux de grande instance français.*  
Lydie ANCELOT, mars 2010.
- 2010–10 *Networks, Irreversibility and Knowledge Creation.*  
Patrick LLERENA, Muge OZMAN, mars 2010.
- 2010–11 *Les clusters et les réseaux comme fondements de la dynamique d'innovation dans l'industrie biopharmaceutique*  
Marc Hubert DEPRET, Abelillah HAMDOUCH, avril 2010.
- 2010–12 *Large-scale risks and technological change: What about limited liability?*  
Julien JACOB, Sandrine SPAETER, avril 2010.
- 2010–13 *Innovation and Development. The Evidence from Innovation Surveys*  
Francesco BOGLIACINO, Giulio PERANI, Mario PIANTA, Stefano SUPINO, avril 2010.
- 2010–14 *Cooperative provision of indivisible public goods*  
Pierre DEHEZ, juin 2010.
- 2010–15 *Implications de l'imperfection des marchés financiers pour la politique monétaire*  
Meixing DAI, juin 2010.

---

La présente liste ne comprend que les Documents de Travail publiés à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2010. La liste complète peut être donnée sur demande.

*This list contains the Working Paper written after January 2010, 1rst. The complet list is available upon request.*

---