

«Les politiques monétaires ont-elles perdu tout pouvoir de régulation conjoncturelle ?»

Le Cercle des économistes le 28/08/2017 à 18:00

4 



 Tweet

 +1

 in





Le siège de la Fed, la banque centrale américaine. (crédit : Fed)

La rentrée économique s'annonce chargée. Sur le plan social d'abord. Sur le plan fiscal ensuite. Sur le plan des politiques monétaires surtout, même si la présidente de la Fed et son homologue de la BCE ont évité le sujet lors du récent séminaire de Jackson Hole aux Etats-Unis. Jean-Paul Pollin explique quel rôle vont jouer les taux d'intérêt dans les prochains mois, et quelles peuvent être les marges de manœuvre des banques centrales.

Il est bien loin le temps où l'on créditait les politiques monétaires de toutes les vertus. On leur attribuait notamment le bénéfice de la «Grande Modération» conjoncturelle (faible inflation et faible volatilité du PIB) qu'ont connu les pays avancés, de la fin des années 80 à celle des années 90. De sorte qu'elles étaient devenues l'instrument privilégié de régulation macroéconomique.

Tout cela n'était sans doute qu'une illusion d'optique que la «Grande Récession» s'est chargée de rectifier. En particulier parce que l'excessive confiance que l'on avait placée dans le pouvoir des politiques monétaires a probablement joué un rôle dans le déclenchement de la crise. Depuis lors, leur contenu et leur statut sont profondément remis en cause pour au moins trois raisons.

Des interdépendances entre les politiques monétaires

D'abord parce que l'on sait qu'en période de faible inflation (a fortiori de déflation) il n'est pas possible de porter les taux d'intérêt réels à des niveaux assez faibles (du fait de la limite à zéro des

taux nominaux) pour assurer un redémarrage de l'investissement. La crise en a offert une nouvelle vérification. Mais au-delà de cet argument classique, il se pourrait bien que l'affaiblissement observé de l'inflation ait un caractère structurel, induit par les pressions concurrentielles internationales et les transformations dans le fonctionnement des marchés du travail. Ce qui priverait les banques centrales de leur objectif central, et obligerait à formaliser, en de tout autres termes, leur rôle dans la régulation macroéconomique. Ainsi, la Fed a choisi de s'inventer une cible de réduction du taux de chômage, en négligeant au passage l'évolution, pourtant importante, du taux d'activité.

D'autre part, durant la crise, les banques centrales ont redécouvert leur fonction de stabilisation financière qui était, du reste, celle qui avait justifié leur création. Il leur a même fallu aller plus loin dans cette mission puisqu'elles ont non seulement assuré la liquidité du système bancaire, mais sont aussi intervenues sur toute une gamme de marchés financiers. Or, cette fonction de stabilisation financière peut entrer en conflit avec l'objectif de régulation conjoncturelle. Ce fut le cas avant la crise lorsque la Fed a laissé se développer une bulle de crédit pour sortir de la récession qui a suivi l'éclatement de la bulle internet. C'est encore le cas aujourd'hui avec les dangers que font peser les politiques non conventionnelles sur le système financier.

Enfin, force est de constater qu'il existe, même en situation de changes flexibles, des interdépendances entre les politiques monétaires nationales qui contraignent leur efficacité. On observe en effet une corrélation marquée entre les prix d'actifs, les agrégats de crédit et les taux d'endettement des pays avancés. Ces cycles financiers conjoints trouvent leur origine dans l'importance de l'endettement en dollar des banques, et en particulier des plus grandes d'entre elles. De sorte que les conditions qui prévalent dans ces économies sont fonction (dans une proportion qui reste discutée) d'un facteur commun largement dépendant de la politique monétaire américaine.

Une place devenue problématique dans la régulation macroéconomique

Pour ces différentes raisons, la place des banques centrales dans la régulation macroéconomique est devenue problématique : leurs objectifs ne sont plus clairs, et les effets de leurs actions sont incertains. Il se peut que cette incertitude tienne, au moins en partie, à l'inadéquation et à l'insuffisance de leurs instruments d'action (principalement les taux directeurs).

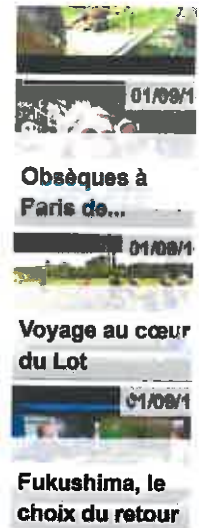
De ce point de vue, l'utilisation d'instruments macroprudentiels (restrictions des mouvements de capitaux, contraintes sur les conditions de crédit, modulation des ratios de fonds propres...) pourrait accroître l'indépendance et l'incidence de la politique monétaire. Mais, d'une part, le maniement de ces instruments n'appartient généralement pas aux banques centrales ; d'autre part, s'il peut être très efficace pour freiner le développement d'une bulle de crédit ou de prix d'actifs, il l'est certainement beaucoup moins pour stimuler l'activité économique.

Au début des années 2000, la théorie et la pratique de la politique monétaire semblaient avoir atteint un niveau de sophistication qui donnait à penser que presque tout avait été dit et écrit en ce domaine. Quelques années plus tard, il apparaît que leur nécessaire reformulation demandera pas mal de temps et d'efforts.

Jean-Paul Pollin, professeur à l'université d'Orléans

Nos dernières vidéos : Le "train de bambou" menacé au Cambodge





Video Smart Player invented by Digiteka

Le Cercle des économistes a été créé en 1992 avec pour objectif ambitieux de nourrir le débat économique. Grâce à la diversité des opinions de ses 30 membres, tous universitaires assurant ou ayant assuré des fonctions publiques ou privées, le Cercle des économistes est aujourd'hui un acteur reconnu du monde économique. Le succès de l'initiative repose sur une conviction commune : l'importance d'un débat ouvert, attentif aux faits et à la rigueur des analyses. Retrouvez tous les rendez-vous du Cercle des économistes sur [leur site](#).

 Réagir  4

 Partager 

 Tweet

 g+1

 in



