

## LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET LE RÔLE DES BANQUES CENTRALES AU COURS DES DIX PROCHAINES ANNÉES

---

Discours de M. Guy Quaden, gouverneur de la Banque nationale de Belgique,  
à l'occasion du 70<sup>ème</sup> anniversaire de la "Revue bancaire et financière"  
et de "Droit bancaire et financier", Forum financier belge, le 26 octobre 2006

Mesdames et Messieurs,

Je suis heureux de pouvoir partager avec vous quelques réflexions sur la politique monétaire - spécialement celle de l'Eurosystème - et le rôle des banques centrales. Les organisateurs de cette célébration du 70ème anniversaire de la "Revue bancaire et financière" et de "Droit bancaire et financier" ont voulu tourner nos regards vers l'avenir. L'idée est excellente mais l'exercice est périlleux: selon la célèbre boutade, la prévision est difficile, surtout quand elle concerne l'avenir. Ainsi, il y a dix ans, beaucoup pensaient encore que la politique monétaire européenne ne verrait pas le jour. Je n'en étais pas, ce qui, bien sûr, ne me met pas à l'abri des surprises que peut nous réserver l'Histoire.

Pourtant, l'adage dit avec raison que gouverner, c'est prévoir. Je crois aussi que c'est tenir compte de l'incertitude qui entoure toute prévision et agir en conséquence. Il revient en particulier aux banques centrales de tout mettre en œuvre pour apprécier correctement les risques, dans l'exercice de leurs deux tâches principales, que j'aborderai successivement: assurer la stabilité monétaire et la stabilité financière.

\*

\* \*

On connaît, l'objectif principal de la politique monétaire de l'Eurosystème: maintenir la stabilité des prix dans la zone euro. Je ne pense pas qu'il sera remis en cause car il faudrait pour cela modifier le Traité européen. Surtout, je ne veux pas croire que seront oubliées les leçons tirées de l'expérience amère des déflations et inflations du siècle passé, ni celles données par de nombreux économistes, dont Phelps (lauréat récent du prix Nobel), sur l'importance des anticipations des agents économiques et l'inefficacité, voire la nuisance de politiques tentées de surexploiter l'arbitrage à court terme entre inflation et chômage.

Est-il nécessaire de rappeler que maîtrise de l'inflation et soutien de l'activité ne sont pas antinomiques mais que, au contraire, la stabilité des prix est la condition nécessaire - quoique évidemment non suffisante - d'une croissance durable. Elle profite à l'activité économique à moyen et long termes, en soutenant la confiance des consommateurs, donc leur demande, et en réduisant, au bénéfice de l'investissement, les primes de risque incorporées dans les taux d'intérêt à long terme.

Jusqu'à présent, les dispositions institutionnelles du traité, telles que l'indépendance octroyée à l'Eurosystème, et la stratégie de politique monétaire adoptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE, en particulier la définition de la stabilité des prix, ont servi remarquablement l'ancrage des anticipations inflationnistes, offrant de la sorte une appréciable flexibilité à la conduite de cette politique, en dépit de dépassements légers mais répétés du seuil de 2 p.c. par l'inflation courante, dans un contexte marqué par la forte augmentation des prix pétroliers.

En sera-t-il de même à l'avenir? Le succès apparent de cette politique ne recèle-t-il pas certains dangers? Dans quelle mesure la conduite de la politique monétaire européenne sera-t-elle affectée par les mutations structurelles en cours? J'évoquerai brièvement l'incidence possible de certaines de ces mutations: la mondialisation, les évolutions de la productivité et de la démographie ainsi que le rôle croissant des marchés financiers.

L'émergence de grands pays comme la Chine et l'Inde sur la scène économique mondiale a provoqué des modifications radicales de prix relatifs. D'une part, contribuant à une vive croissance de l'économie mondiale, elle a suscité un renchérissement des matières premières, dont le pétrole, même si tensions géopolitiques et spéculations y ont aussi joué un rôle. D'autre part, elle a exercé une pression à la baisse sur les prix des produits manufacturés intensifs en main-d'œuvre, voire de certains services.

Au-delà des effets directs exercés par les prix à l'importation, la mondialisation a accru l'offre globale et les pressions concurrentielles. De même que la crédibilité de la politique monétaire, elle a pu concourir à museler les effets de second tour du choc pétrolier et à atténuer l'incidence du degré d'utilisation des capacités de production intérieures - capital et travail - sur l'inflation, ce que les économistes nomment un aplatissage de la courbe de Phillips. Il n'est pas sûr que cet

adjuvant au maintien de la stabilité des prix demeurera au cours de la décennie à venir, notamment si des résistances protectionnistes venaient à l'emporter. En tout état de cause, l'évaluation précise des modifications dans les relations économiques induites par la mondialisation sera un défi majeur pour l'Eurosystème.

La mondialisation est aussi financière et implique la possibilité d'un meilleur partage des risques, d'une allocation plus efficace des ressources et d'un financement plus aisé des soldes courants. La configuration actuelle des déséquilibres extérieurs est toutefois paradoxale, puisque, selon le mot de Kenneth Rogoff, les États-Unis bénéficient du plus grand programme d'aide étrangère de l'histoire mondiale. En effet, les pays d'Asie ont jusqu'à présent marqué une préférence pour une croissance tirée par les exportations et pour l'accumulation de réserves de change et les pays producteurs de pétrole se constituent aussi des créances extérieures croissantes, tandis qu'à la faiblesse de l'épargne privée aux États-Unis, liée notamment aux effets de richesse de la hausse des prix de l'immobilier, s'est ajouté un déficit public considérable. Le financement des importations nettes des États-Unis s'est produit jusqu'à présent sans heurt et à des taux d'intérêt remarquablement bas, grâce à l'excédent de l'épargne sur l'investissement hors de ce pays, mais l'économie américaine ne peut accumuler indéfiniment des dettes extérieures. Au cours des deux dernières années, un premier assouplissement de la politique de change et la volonté déclarée de favoriser le développement des régions rurales en Chine, une reprise de la demande intérieure au Japon et dans la zone euro, le retour de la politique monétaire vers la neutralité et le refroidissement du marché immobilier aux États-Unis ont été autant de signes encourageants dans la voie d'une résorption des déséquilibres. Davantage devra cependant être fait pour écarter le risque d'une correction brutale, par des mouvements excessifs des cours de change et un rebond des taux d'intérêt à long terme. L'Europe doit prendre part à l'effort concerté, en favorisant l'investissement et la croissance par des réformes structurelles.

À l'intérieur de la zone euro, la synchronisation des cycles économiques semble s'être accentuée, mais il subsiste des écarts persistants de croissance. Pour une part, il s'agit d'un phénomène normal, voire désirable en cas de "rattrapage". Pour le reste, il revient aux autorités et partenaires sociaux nationaux de remédier aux problèmes structurels de leurs économies. L'Eurogroupe devrait se renforcer, non pour s'ingérer dans la politique monétaire, ce qui est de toute façon exclu par le Traité, mais pour un examen critique et une meilleure coordination des autres politiques.

Les responsables politiques des nations européennes sont en effet placés devant les défis de préparer les finances publiques aux effets du vieillissement de la population et de mettre en œuvre le programme de Lisbonne. Car l'Europe devrait être capable, sans pour autant renoncer à une bonne protection sociale, d'accroître sa productivité, notamment en tirant tout le parti des nouvelles techniques de l'information et de la communication, à l'instar de l'économie américaine. Une économie plus flexible et plus dynamique devrait permettre une élévation de la croissance et un

abaissement du chômage sans générer de tensions inflationnistes, ce dont la politique monétaire tiendra compte le cas échéant.

Quant aux mutations démographiques, relativement lentes, leurs implications pour la conduite de la politique monétaire sont en principe assez limitées. Les banques centrales seront toutefois attentives à la possibilité de modifications plus brusques dans la phase de transition démographique. Aujourd'hui, le haut niveau de l'épargne dans certains pays, qui contribue aussi à la faiblesse des taux d'intérêt, pourrait être lié à la propension à épargner de la génération du baby boom encore en activité et aux incertitudes relatives à l'évolution des systèmes publics de pension. La façon dont les autorités assureront l'avenir de ces systèmes sera déterminante. Par ailleurs, le vieillissement de la population est susceptible de modifier le mécanisme de transmission de la politique monétaire, réduisant l'importance du canal du crédit et augmentant celle des effets de richesse.

Ce qui nous mène à la dernière mutation structurelle que je souhaitais évoquer, le rôle croissant des marchés financiers. Cette évolution a bien des conséquences pour la politique monétaire. Je n'en mentionnerai que deux: la prise en considération de l'évolution des prix des actifs et l'importance de la communication.

Si la stabilité des prix, en écartant les perturbations dues aux fluctuations non anticipées de l'inflation, contribue à la stabilité des marchés financiers, elle n'en est pas une garantie. L'ancrage des anticipations inflationnistes, sous l'effet conjugué de la crédibilité accrue des politiques monétaires et de la mondialisation, est même parfois soupçonné de constituer un terrain fertile pour la sous-évaluation des risques et l'exubérance financière. Selon certains, les banques centrales, rassurées par les perspectives d'inflation à court terme, laisseraient croître l'endettement et éclore des bulles financières. Ces évolutions pourraient conduire à des crises financières, voire à une déflation ultérieure. Les banques centrales auraient en outre tendance à réagir de manière asymétrique, compensant surtout les effets d'une chute des prix des actifs et suscitant, par l'assurance qu'elles semblent donner de la sorte (on a parlé d'un "Greenspan put"), un problème d'aléa moral. Nul doute que le débat sur la prise en considération des évolutions des prix des actifs dans la conduite de la politique monétaire se poursuivra dans les années à venir, les difficultés d'une action préventive n'étant pas négligeables, tant en termes de diagnostic d'éventuelles surévaluations que de pronostic et de dosage du resserrement approprié de la politique monétaire.

En tout état de cause, au-delà de l'appréciation des risques à court et moyen termes pour la stabilité des prix résultant des chocs d'offre et de demande affectant l'économie, le Conseil des gouverneurs de la BCE est aussi attentif aux risques plus lointains provenant d'une accumulation éventuelle de déséquilibres, tout en reconnaissant la difficulté de déterminer les valeurs d'équilibre. L'analyse monétaire peut jouer un rôle à cet égard. Certes, le lien entre l'évolution de M3 et celle des prix à moyen terme semble s'être distendu, en raison précisément de l'incidence croissante

des considérations de portefeuille sur la demande de monnaie, voire d'une rupture due au changement de régime monétaire. En revanche, l'étude des données concernant le crédit et la liquidité, conjointement à celle des indicateurs relatifs à l'évaluation des prix des actifs et de l'environnement macroéconomique, peut nous éclairer sur l'accumulation éventuelle de déséquilibres financiers: un champ de recherches s'ouvre à ce sujet.

Enfin, si l'analyse est nécessairement complexe, elle doit aussi être clairement communiquée. L'indépendance de l'Eurosystème lui impose de rendre des comptes au public sur les résultats obtenus. L'importance des marchés financiers dans la transmission de sa politique - après tout, il ne contrôle étroitement que les taux d'intérêt à très court terme du marché monétaire - requiert en outre une grande transparence quant aux motivations des décisions de politique monétaire. La conférence de presse qui suit immédiatement les réunions du Conseil des gouverneurs de la BCE consacrées à la politique monétaire est exemplaire à cet égard. Le Conseil a franchi un pas supplémentaire cette année en donnant des indications sur l'orientation future des taux d'intérêt, sous la condition de la réalisation d'un scénario macroéconomique de base. Ce caractère conditionnel doit être fortement souligné. La prévisibilité des décisions de politique monétaire provient en réalité avant tout de la clarté de la stratégie.

\*

\* \*

La politique monétaire seule ne peut assurer stabilité monétaire et stabilité financière. Tant que les marchés financiers ne connaissaient pas de chocs majeurs, et cela a été le cas au cours des premières décennies de l'après-guerre, le thème de la stabilité financière a pu passer relativement à l'arrière-plan. Toutefois, depuis la fin des années 70, la déréglementation, l'internationalisation des activités et des marchés et, surtout, la sophistication croissante des techniques et des produits financiers ont complètement changé la donne.

Alors que les cycles conjoncturels ont eu tendance à perdre en amplitude, les chocs auxquels ont été soumis les marchés financiers se sont multipliés: crises bancaires au Japon et dans les pays scandinaves au début des années 90; ensuite, crise asiatique, défaut sur les dettes russe et argentine et faillite de LTCM; plus récemment, crise boursière, attentats du 11 septembre, scandales comptables aux États-Unis. Cet environnement plus turbulent a mobilisé l'attention des banques centrales, qui ont été amenées à repenser leur contribution à la stabilité financière.

Les réflexions se sont inscrites essentiellement autour de deux grands axes. Partant du principe qu'il vaut mieux prévenir que guérir, les banques centrales ont développé des structures de surveillance macro-prudentielle visant à détecter les signes avant-coureurs de vulnérabilité du système financier. Comme ces structures ne permettront jamais de se prémunir, en toutes circonstances, contre d'éventuels accidents, il est aussi nécessaire de mettre en place des

procédures et mécanismes de gestion de crise. Je voudrais brièvement esquisser ces deux grandes modalités d'action.

Certaines banques centrales, spécialement dans la zone euro, sont déjà, de longue date, en charge du contrôle dit micro-prudentiel des institutions financières. Les quelques exemples que je viens de citer témoignent à suffisance de la nécessité de compléter cette surveillance des risques de faillites individuelles par un suivi des implications macroéconomiques pouvant résulter de turbulences ou d'accidents affectant l'ensemble du système financier. Cette approche macro-prudentielle est devenue une des grandes missions des banques centrales, que celles-ci soient ou non chargées du contrôle des institutions individuelles.

La spécificité de l'analyse macro-prudentielle n'est pas qu'une question d'échelle. C'est aussi une question de perspective. Pour un superviseur, l'environnement macroéconomique et les marchés financiers sont considérés comme des variables exogènes susceptibles d'agir sur la situation des banques individuelles. Dans une approche macro-prudentielle, ces variables sont rendues endogènes afin de prendre en compte les incidences que le comportement d'ensemble des intermédiaires financiers peut exercer sur les marchés financiers et l'économie en général. Les opérateurs de marché réagissent aujourd'hui beaucoup plus rapidement que dans le passé à des sources d'informations communes. Ceci accroît le risque de voir se généraliser des comportements qui, même s'ils sont justifiés à un niveau individuel, pourraient générer des problèmes systémiques s'ils sont adoptés simultanément par un grand nombre d'institutions.

Une bonne compréhension de la dynamique des comportements de marché n'est pas aisée à développer. De nombreux progrès restent à accomplir. Au niveau international, le programme d'évaluation du secteur financier (programme FSAP) du Fonds monétaire international constitue un stimulant pour ce type d'analyse et permet aux autorités tout à la fois de profiter d'un regard extérieur et de comparer le système financier national à d'autres. La Belgique s'est récemment soumise à ce programme avec profit et avec succès. Dans le même temps, de nombreuses banques centrales, dont la Banque nationale de Belgique, veillent à communiquer leur propre analyse et évaluation du système financier national au travers de publications spécifiques, les "Financial Stability Review" ou "Report". Dans ces publications, elles portent l'accent sur les liens et interdépendances entre institutions, les canaux et processus de contagion ou encore les cas d'exposition à des risques communs.

Les analyses et contrôles préventifs ne peuvent dispenser les autorités de se préparer à remplir, si nécessaire, un rôle plus curatif. Nous rejoignons ici le second axe de l'action des banques centrales en matière de stabilité financière, à savoir la gestion et résolution de crise, notamment au travers de la fonction de prêteur en dernier ressort.

Les banques centrales restent à raison très prudentes et veulent à tout prix éviter d'entretenir l'anticipation, par les participants au marché, d'une intervention rapide, voire automatique, des autorités pour résoudre un problème dès que celui prend de l'ampleur. Elles souhaitent aussi prôner autant que possible des solutions mises en place par les marchés qui, dans de nombreux cas, disposent eux-mêmes des ressources et compétences nécessaires pour réagir et s'adapter aux chocs.

La nécessité d'une intervention publique ne peut toutefois être exclue. Cette éventualité doit aller de pair avec un principe très clair. Ce sont les institutions à problème, leurs gestionnaires, leurs actionnaires et, le cas échéant, leurs créanciers qui devront supporter, au degré maximum, les conséquences financières de la résolution d'une crise. La classique ambiguïté constructive souvent mise en avant par les banques centrales doit se doubler de cette dure certitude.

Au niveau international, les préparatifs en matière de gestion de crise ont grandement progressé par l'organisation d'exercices de simulation. De tels exercices ont été effectués récemment par l'Eurosystème, pour la zone euro, et entre banques centrales, superviseurs et Trésors, pour l'ensemble de l'Union européenne. Ils ont mis en exergue la nécessité d'une bonne coordination, les interactions entre les autorités prudentielles et les acteurs de marché, mais aussi les inévitables conflits d'intérêt qui vont surgir en cas de crise. Il apparaît donc crucial de bâtir une confiance réciproque par des contacts réguliers.

Ceci vaut évidemment et même avant tout au niveau national. Il est aussi important que la Banque nationale de Belgique entretienne des contacts à haut niveau avec les principales banques du pays, celles qui présentent le plus grand poids systémique. Les informations qui s'échangent lors de ces contacts, les préoccupations qui sont exprimées à ces occasions sont des éléments essentiels pour un bon exercice de notre mission de stabilité financière.

Des relations fortes doivent aussi exister entre la banque centrale et les autorités de supervision. Je ne résiste pas ici à l'envie de citer un de nos illustres compatriotes et collègues, Alexandre Lamfalussy: "To take the right decision in a situation where central banks would be called upon to pump liquidity or, in extreme case, to provide emergency liquidity, central banks need a "real time" insight into the working of the financial system as a whole, and of banks in particular. The organisation of the channels through which such insight is obtained is an extremely difficult task. My concern is that those central banks which do not have an operational involvement in bank supervision would find it hard to gather the appropriate information".

"Operational involvement" n'est pas synonyme de prise en charge de la fonction, mais doit aller beaucoup plus loin que de simples contacts et échanges d'information. C'est le grand objectif de la réforme du paysage institutionnel de la supervision en Belgique mise en œuvre par la loi de 2002 et la raison d'être du renforcement des liens et synergies entre la Banque nationale de Belgique et

la Commission bancaire, financière et des assurances. La réalisation d'un bon équilibre, la conduite de cette "extremely difficult task" rendront à mes yeux nécessaire de procéder, dans un proche avenir, à une évaluation de l'application de la loi de 2002 et de l'architecture qu'elle a définie. L'Union économique et monétaire ne pourra d'ailleurs pas non plus faire l'économie d'un examen similaire. Pour reprendre une autre citation d'Alexandre Lamfalussy, "To act swiftly and efficiently in a potential crisis situation, you need few interlocutors and simple communication lines. With those objectives in mind, we should have a hard look at our current institutional arrangements in the field of crisis prevention and management. These arrangements seem to me, to put it mildly, sub-optimal".

\*

\* \*

Au terme de ce survol de quelques grandes tendances à l'œuvre dans l'économie et la finance, je n'aurai pas la prétention d'avoir défini précisément ce que seront la politique monétaire européenne et le rôle des banques centrales dans dix ans. Mais s'il est une prévision facile, c'est que nous continuerons à vivre dans un monde incertain. Il importe dès lors que les banques centrales restent des pourvoyeuses de stabilité, en appuyant leur évaluation des risques sur les analyses les plus fouillées. Soyez assurés que la Banque nationale de Belgique et l'Eurosystème s'y emploieront activement.