



## VI/ Après dix ans de politique monétaire non conventionnelle, un retour à la normale est-il possible ?

Jézabel Couppey-Soubeyran et Fabien Tripier\*

**E**n réponse à la crise financière exceptionnelle qui a surgi en 2007-2008, les banques centrales ont mis en œuvre une politique monétaire hors norme, dite non conventionnelle, car elle rompait avec les pratiques conventionnelles. Si l'ensemble des mesures prises ont en commun d'avoir été très accommodantes, elles n'ont été menées ni au même rythme ni selon les mêmes modalités. La Réserve fédérale des États-Unis (Fed) a réagi à la crise beaucoup plus promptement en abaissant son taux directeur dès septembre 2007 et en procédant à sa première vague de *quantitative easing* (QE) dès le mois de novembre 2008. La Banque centrale européenne (BCE) n'a initié la baisse de son taux directeur qu'en octobre 2008 et ne s'est convertie au QE qu'en 2015 après avoir privilégié le refinancement des banques sans limite de montant et pour une durée longue *via* les LTRO (*Long term refinancing operations*) et ses variantes (VLTRO — V pour *very* — étendant à trois ans la maturité du prêt de liquidité, et TLTRO — T pour *targeted* — opérations ciblées faisant dépendre les prêts obtenus des crédits accordés par les banques).

---

\* Jézabel Couppey-Soubeyran est maître de conférences à l'université Paris-1-Panthéon-Sorbonne et conseillère éditoriale au CEPII. Fabien Tripier est conseiller scientifique au CEPII et professeur d'économie à l'Université d'Evry.

Fin 2018 l'heure était à la « normalisation » pour la Fed, qui depuis 2011 communiquait sur la fin des mesures d'assouplissement et avait commencé en 2015 à relever graduellement son taux directeur. La BCE était loin d'en être là. En mars 2019, elle annonçait qu'elle maintiendrait les taux d'intérêt directeurs à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à la fin de 2019, qu'elle réinvestirait, en totalité, les remboursements des titres acquis dans le cadre de son programme d'achats d'actifs, une fois ceux-ci arrivés à échéance, et qu'elle envisageait une nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO-III) entre septembre 2019 et mars 2021.

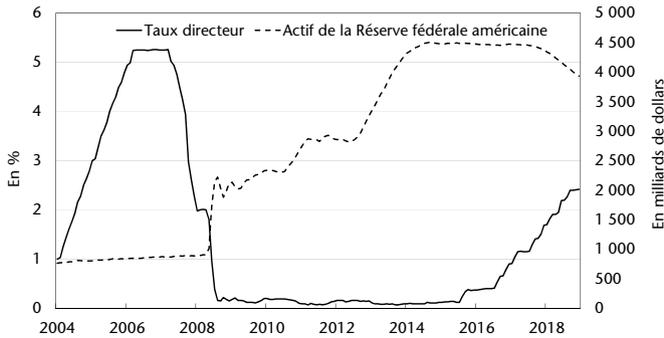
L'état de l'économie américaine justifiait-il un « retour à la normale » et celui des économies de la zone euro d'attendre encore un peu ? L'année 2019 semble bien marquer une interruption dans la normalisation de la politique monétaire américaine. Un retour à la normale d'avant crise est-il d'ailleurs possible ou faudra-t-il aller vers une « nouvelle normale » qui reste à définir ? Autrement dit, les politiques monétaires doivent-elles réinventer leurs instruments, voire aussi leurs objectifs ? Et davantage se combiner à d'autres politiques, telles que la politique macroprudentielle, pour concilier, mieux qu'elles ne le faisaient jusqu'alors, stabilité monétaire et stabilité financière ?

### **Dix ans de politique monétaire non conventionnelle : où en est-on ?**

*La Fed : en avance sur le QE et sa normalisation*

La Fed a mené sept ans de politique monétaire non conventionnelle : dès le 16 décembre 2008, le plancher zéro était atteint pour la fourchette-cible du taux d'intérêt des fonds fédéraux [0-0,25 %] et le 17 décembre 2015 avait lieu le premier relèvement du taux directeur [0,25 %-0,5 %]. Pendant ces sept années de taux au plancher, la Fed a mis en place une politique de rachat d'actifs. Lorsque le taux directeur n'offre plus de marge de manœuvre, c'est en effet par le volume de monnaie centrale, donc en faisant varier la taille et la composition de son bilan, que la banque centrale peut encore faire baisser les taux à long terme, et ainsi stimuler l'investissement et favoriser la croissance : *quantitative easing* (achats fermes de titres faisant augmenter la taille du bilan

Graphique 1. Taux directeur et taille du bilan de la banque centrale : l'un supplée l'autre



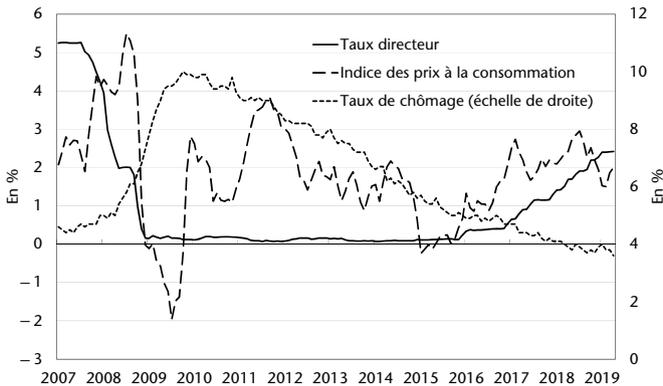
Source : Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED.

de la banque centrale), *qualitative easing* (qui modifie non pas la taille, mais la composition du bilan de la banque centrale, par des achats de titres dégradés en échange de titres de meilleure qualité, dans le but d'assainir les marchés de titres) et *forward guidance* (guidage des anticipations) sont les trois mesures non conventionnelles phares qui viennent remplacer le taux directeur quand celui-ci ne peut plus agir [Bernanke et Reinhart, 2004]. Ainsi, à partir de 2008, à mesure que les taux baissaient, le bilan de la Fed a commencé à augmenter avec la première progression des achats d'actifs. Une fois le taux directeur au plancher, les achats d'actifs sont venus le suppléer, et se sont intensifiés à partir de 2013, faisant augmenter la taille du bilan de la banque centrale. Ils se sont stabilisés début 2015, et avec eux la taille du bilan de la banque centrale, tandis qu'à partir de 2016 avait lieu le premier relèvement du taux directeur. Une fois que les actifs sont arrivés à maturité et n'ont pas été renouvelés, la taille du bilan de la banque centrale a commencé à baisser (graphique 1).

Tout au long de cette période, la Fed n'a cessé de communiquer pour ancrer les anticipations (*forward guidance*). En juin 2011, elle posait les premiers principes de sa stratégie de sortie (*Exit strategy Principles*) et, dès septembre 2014, les principes et le plan de la normalisation étaient exposés.

L'accommodation de la politique monétaire américaine semble avoir porté ses fruits. En juin 2009, la récession, qui avait débuté

Graphique 2. Taux directeur, d'inflation et de chômage



Source : Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED.

en décembre 2007, touchait à sa fin. Depuis lors, l'économie américaine a enregistré dix ans de croissance sans discontinuer, soit l'expansion la plus longue qu'ont connue les États-Unis depuis 1970, les phases d'expansion du cycle des affaires américain n'ayant jamais duré plus de dix ans (avec une durée moyenne de six ans). À observer l'évolution des fondamentaux de l'économie américaine parallèlement à celle de la politique monétaire non conventionnelle, il semble que cette dernière soit bien parvenue à transmettre ses effets et que sa normalisation engagée en 2015 s'opère de concert avec la remontée de l'inflation et la baisse du chômage (graphique 2). Cette bonne situation de l'économie américaine signifie-t-elle que la Fed va pouvoir normaliser sans mal sa politique monétaire ?

Quatre relèvements successifs du taux directeur de 25 points de base ont eu lieu en 2018, rythmant une normalisation qui semblait bien engagée et très en avance sur celles des politiques monétaires des autres grandes banques centrales (Bank of England, Bank of Japan, etc.). En tout, le resserrement opéré depuis décembre 2015, de 2 points de pourcentage du taux directeur (la fourchette cible est passée de [0,25 %-0,50 %] à [2,25-2,5 %]), peut paraître modeste. Néanmoins, bloqué au plancher pendant la période de gestion de crise, le taux directeur ne peut guère servir de référence pour mesurer le resserrement

de la politique monétaire. Il faut en quelque sorte parvenir à traduire en variation de taux d'intérêt l'accommodation opérée au niveau de la taille du bilan de la banque centrale. C'est l'objet d'une mesure alternative, proposée dans des travaux empiriques assez récents [Wu et Xia, 2016], celle d'un taux virtuel (*shadow rate*) construit à partir de la courbe des taux, qui décrit la structure par échéances (court terme/long terme) des taux d'intérêt. La relation entre les taux courts et les taux longs, que la courbe décrit, est ici utilisée pour prédire les taux courts virtuels en fonction des taux longs. En période normale, les taux courts prédits sont proches de ceux observés. En période de taux courts contraints par le plancher zéro, la relation prédit des taux courts virtuels négatifs, en deçà de ce plancher. Aux États-Unis, ce taux virtuel aurait ainsi baissé jusqu'à - 3 % en mai 2014, ce qui indique un resserrement plus conséquent de la politique monétaire, de l'ordre de 5 points de pourcentage entre 2014 et 2019.

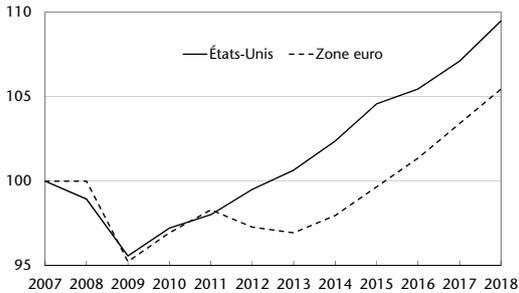
Ce resserrement a toutefois été interrompu lors des premières réunions du Federal Open Market Committee (FOMC) en 2019, à la suite desquelles les taux ont été maintenus inchangés. L'absence de tensions inflationnistes et les risques de ralentissement de l'économie mondiale (liés à la faible croissance en Europe, son ralentissement en Chine, l'issue très incertaine du Brexit ou encore la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine) expliquent ces décisions alors que le taux de chômage américain est historiquement bas. La réunion du FOMC de juin 2019 confirmait cette interruption et laissait même envisager un retour à l'assouplissement.

C'est qu'il est difficile de trouver le bon rythme de normalisation. À cela plusieurs raisons.

La première tient au risque de *sudden-stop* dans les pays émergents (reflux des capitaux vers les États-Unis) si la remontée surprenait les investisseurs internationaux par sa rapidité [Cheysson *et al.*, 2016 ; Molteni et Umana Dajud, 2016]. On se souvient du discours de Ben Bernanke, le 22 mai 2013, dans lequel quelques mots évoquant le début de la fin du QE avaient provoqué un brusque reflux des capitaux en provenance de pays émergents, déstabilisant pour ces pays et *in fine* aussi pour les pays avancés. La Fed n'ignore pas ce risque dans la conduite de sa politique monétaire, et ajuste parfois sa communication en conséquence (*cf.* conférence de presse de Jérôme Powell

Graphique 3. PIB réel par habitant : une reprise plus lente en zone euro

(base 100 en 2007)



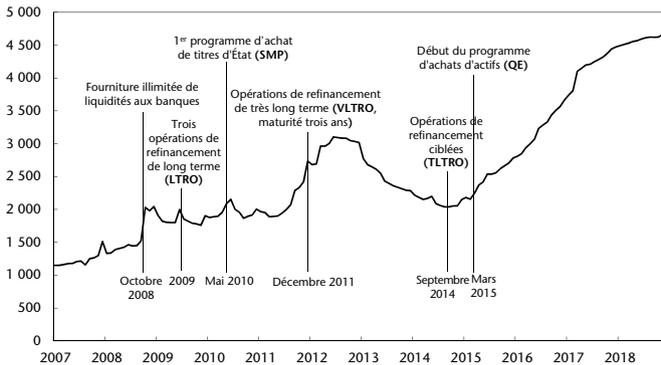
Sources : Eurostat et Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED.

du 26 septembre 2018). La deuxième raison tient au risque d'explosion de bulles qui ont pu se former sur les marchés immobiliers et financiers des pays avancés du fait justement des politiques monétaires non conventionnelles : à supposer qu'elles se soient bel et bien formées, une remontée trop rapide du taux directeur les ferait éclater. Mais, troisième raison de la difficulté, une remontée trop lente des taux aurait pour effet de continuer à alimenter ces bulles, et élèverait tout autant le risque d'une crise financière [Adrian et Natalucci, 2019]. C'est ce risque que les remontrances systématiques de Donald Trump à l'égard de la Fed favorisent, lorsque celle-ci communique sur le sentier de remontée de son taux directeur, au point d'ailleurs que l'on peut se demander si l'indépendance de l'institution n'est pas menacée.

#### *BCE : une transmission plus lente, une normalisation plus lointaine*

Le sentier de politique monétaire de la BCE a été significativement différent de celui de son homologue américaine, dans un contexte macroéconomique lui-même très différent. La zone euro a connu une seconde récession en 2012 durant la crise des dettes souveraines et son PIB n'a renoué qu'en 2015 avec le niveau qu'il avait en 2007 (graphique 3). Quelle responsabilité la politique monétaire a-t-elle dans ces mauvaises performances macroéconomiques ? L'engagement dans le QE a été tardif, la BCE privilégiant dans un premier temps l'assouplissement du

Graphique 4. Évolution du bilan de l'Eurosystème  
(en milliards de dollars)



Source : calculs des auteurs à partir de BCE, Internal liquidity management dataset.

refinancement des banques avec les LTRO peut-être à juste titre étant donné le diagnostic qu'elle faisait sur l'importance des banques dans le financement des entreprises, et donc celle du canal du crédit dans la transmission des effets de la politique monétaire en zone euro. Mais ce canal, sur lequel la BCE comptait, a manqué de fluidité. Peut-être la BCE a-t-elle sous-estimé le changement de modèle d'activité des banques au cours des deux dernières décennies et ses conséquences sur l'importance du crédit dans le bilan des banques (plus faible que supposé). En adossant de plus en plus leur modèle d'activité aux marchés de titres, les banques, du moins les plus grandes d'entre elles, se sont éloignées de leurs activités de base, tout particulièrement le crédit aux entreprises dont la part dans leur bilan est devenue faible : à peine 10 % du bilan des banques françaises [Cailloux *et al.*, 2014], 5 % si l'on s'en tient au crédit aux PME. En outre, jusqu'en 2016, l'offre de crédit n'a guère été stimulée par la demande de crédit dont l'atonie a souvent été pointée comme le principal frein à la distribution du crédit [Kremp et Sevestre, 2013]. Au final, le canal du crédit bancaire s'est révélé très étroit et l'impact de la mesure privilégiée par la BCE s'en est trouvé vraisemblablement limité.

Ce n'est donc qu'à partir de janvier 2015 que la BCE s'est engagée dans le QE. Ses achats de titres ont débuté en mars 2015 à

raison de 60 milliards d'euros par mois jusqu'en mars 2016, puis 80 milliards d'avril 2016 à mars 2017, pour revenir à 60 milliards d'avril 2017 à décembre 2017, 30 milliards de janvier à septembre 2018, et enfin 15 milliards au cours du dernier trimestre 2018. Au total, le bilan consolidé de l'Eurosystème est ainsi passé d'environ 1 500 milliards d'euros fin 2007 à 4 700 milliards d'euros fin 2018 (graphique 4).

La transmission plus limitée des effets de la politique monétaire européenne à l'activité économique pendant la gestion de crise ne vient pas seulement de la politique monétaire. Une autre différence importante avec les États-Unis tient à la combinaison des politiques économiques de gestion de crise. En zone euro, la politique monétaire a supporté tout le poids de l'ajustement macroconjoncturel alors qu'il a été réparti entre politique monétaire et politique budgétaire aux États-Unis. Le succès d'une politique monétaire de relance est manifestement plus grand lorsque son effort est combiné à celui d'une politique budgétaire expansionniste, moins grand, au contraire, lorsque la relance monétaire est contrariée par la rigueur budgétaire comme celle que la zone euro a voulu préserver pendant la gestion de crise. Il a notamment été montré que la consolidation budgétaire menée par les pays européens entre 2011 et 2013 avait eu un effet récessif : elle a davantage dégradé le ratio dette publique sur PIB qu'elle n'a permis de l'améliorer [Holland et Portes, 2012].

Tout cela fait que la BCE n'est pas encore engagée, en tout cas bien moins que ne l'est la Fed, dans la normalisation de sa politique monétaire. Dans son discours du 10 avril 2019, Mario Draghi annonçait ainsi que la BCE laisserait « ses taux d'intérêt directeurs inchangés, au moins jusqu'à la fin de 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme ». Les achats d'actifs, réduits à 15 milliards au dernier trimestre 2018, devraient ensuite se limiter au réinvestissement, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance, et ce pendant une période prolongée après la date à laquelle la BCE aura commencé à relever les taux d'intérêt directeurs et, en tout cas, comme le veut désormais une formule bien ancrée dans la communication de la BCE « aussi longtemps que nécessaire » « pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire ».

## De quelle normalisation parle-t-on ?

Par normalisation, on entend avant tout la fin d'une période de politique monétaire ultra-accommodante menée au moyen d'instruments non conventionnels. Mais en tant que telle la notion de « normalisation » sous-entend un retour à la « normale ». De quelle « normale » s'agit-il donc ? Un retour à la politique monétaire d'avant crise est-il vraiment possible ? C'est un premier scénario qu'il convient d'interroger. Si ce scénario ne se révèle pas plausible, vers quelle « nouvelle normale » faut-il aller ? La batterie des instruments de la politique monétaire va-t-elle se « normaliser », c'est-à-dire intégrer de manière permanente, les mesures non conventionnelles, afin de permettre d'alterner régulièrement entre variations du taux directeur et variations de la taille du bilan de la banque centrale ? C'est un deuxième scénario envisageable dans lequel le non-conventionnel deviendrait en quelque sorte conventionnel. Mais peut-être la nouvelle normale exige-t-elle d'aller plus loin, en étendant ou révisant non seulement les instruments de la politique monétaire mais également ses cibles et ses objectifs ? Ce troisième scénario n'est pas à écarter et peut-être même le plus souhaitable.

### *L'impossible retour à la case départ*

Dans un discours prononcé le 16 novembre 2018 lors du European Banking Congress, Jens Weidmann, le président de la Bundesbank, déclarait qu'il ne voyait « aucune raison de s'écarter du cadre de politique monétaire d'avant crise à moins qu'il ne soit prouvé que cela entrave l'efficacité de la politique monétaire de manière évidente ». Or il existe un obstacle, et non des moindres, auquel ce retour au cadre d'avant crise va se heurter. Le taux d'intérêt réel et le taux d'intérêt naturel, ou taux de rendement du capital physique, vont vraisemblablement rester structurellement bas pour diverses raisons tenant au vieillissement démographique, à l'excès d'épargne (le fameux *saving glut* que Ben Bernanke avait identifié comme l'un des facteurs à l'origine de la crise financière) et au ralentissement des gains de productivité lié à la tertiarisation et la financiarisation des économies. Et les taux nominaux, toujours bloqués bien en deçà des niveaux d'avant la crise, risquent bien de s'y maintenir. Adair Turner [2019] a notamment fait remarquer que le niveau très bas des taux longs (par exemple, le rendement de l'emprunt à dix ans de l'Allemagne, à - 0,02 %

autour du 23 mars 2019) signale que « les marchés anticipent que la BCE maintiendra ses taux directeurs à zéro non pas seulement jusqu'en 2020 (selon les orientations prospectives officielles de la BCE), mais jusqu'en 2030 ». Que ce soit au Japon où les taux d'intérêt seront nuls ou négatifs sur une durée encore plus longue ou même aux États-Unis et au Royaume-Uni où les taux à dix ans se limitent à respectivement 1 % et 2,4 %, il faut s'attendre à des hausses minimales, voire nulles, des taux directeurs pour les dix prochaines années.

Dit autrement, le plancher zéro va vraisemblablement demeurer la situation la plus fréquente, obligeant les banques centrales à se séparer du cadre d'avant crise, puisque le taux directeur ne pourra plus constituer le principal instrument de politique monétaire qu'il était auparavant. Il faudra régulièrement alterner avec les mesures alternatives expérimentées pendant la crise.

#### *Quand le non-conventionnel devient conventionnel*

Les instruments non conventionnels vont donc vraisemblablement entrer dans la norme. En bref, le non-conventionnel est en passe de devenir conventionnel. Les taux bas vont en quelque sorte obliger à faire du QE un instrument permanent. C'est ce que montre Kiley [2018] : dans une configuration macroéconomique où le taux directeur serait à un niveau de 6 %, les achats d'actifs ne changeraient rien aux fondamentaux (taux d'inflation et chômage) et seraient donc inutiles ; en revanche, avec un taux directeur à 2 %, la cible d'inflation de 2 % est hors d'atteinte sans QE (inflation à 0,5 % dans l'estimation réalisée par Kiley) et plus facilement atteignable avec QE (inflation à 1,7 % dans ce cas). En situation de taux bas permanents, le QE devient ainsi un outil indispensable et donc « normal » de la politique monétaire.

Dans une telle configuration, les banques centrales pourraient aussi être contraintes d'expérimenter davantage qu'elles ne l'ont fait pendant la crise de 2007-2008 les taux d'intérêt négatifs. Rappelons qu'à peu d'exceptions près (comme la Banque de Suède qui, à partir de février 2015, a fixé son principal taux de refinancement en territoire négatif, à -0,10 % en le faisant progressivement glisser jusqu'à -0,50 % de février 2016 à octobre 2018, avant de le ramener en janvier 2019 à -0,25 %), les grandes banques centrales n'ont expérimenté le taux directeur négatif qu'au niveau des facilités de dépôt, c'est-à-dire non pas pour prêter aux banques à taux négatif, mais pour « taxer » leurs

réserves excédentaires et les obliger ainsi à ne pas laisser ces liquidités inactives sur leur compte à la banque centrale et à les utiliser sur le marché interbancaire ; cela étant censé favoriser la création monétaire, donc la capacité de dépenses de l'économie via l'octroi de crédits bancaires. Plus souvent confrontées au plancher zéro de taux d'intérêt, les banques centrales auront peut-être à l'avenir moins de scrupules à percer ce plancher, ce qui reviendrait à subventionner les banques pour qu'elles viennent s'approvisionner en liquidité à la banque centrale...

Faire entrer dans le champ du conventionnel ce qui avant la crise ne l'était pas a toutefois ceci de problématique que cela n'aidera pas à corriger la myopie des banquiers centraux, qui n'ont pas vu les conséquences de la politique monétaire sur la stabilité financière avant la crise et ne s'en sont pas plus préoccupés pendant la gestion de crise. Trop accommodante, la politique monétaire du début des années 2000 a contribué à la montée de l'instabilité financière en favorisant la formation de bulles de crédit (aux États-Unis et dans plusieurs pays de la zone euro, Irlande et Espagne notamment). De la même manière, la politique monétaire de gestion de crise, forcément accommodante, peut avoir contribué à la formation de bulles de prix d'actifs. L'avenir le dira si celles-ci éclatent. Pour corriger cette myopie la politique monétaire doit soit évoluer vers une orientation financière, c'est-à-dire ne plus exclure de faire réagir le taux directeur aux conditions financières (écart à une tendance de long terme du crédit, des prix immobiliers, etc.), soit être combinée avec une politique dédiée à la prévention des déséquilibres financiers, telle que la politique macroprudentielle, pour que cette dernière prévienne l'instabilité financière que la politique monétaire peut nourrir lorsqu'elle s'assouplit.

#### *Changer de cible, d'objectif, ... de policy-mix ?*

La nouvelle normale à définir va donc au-delà des instruments de la politique monétaire. Elle concerne les cibles, les objectifs de la politique monétaire et, au-delà, le *policy-mix*, c'est-à-dire sa combinaison avec d'autres politiques, en l'occurrence la politique macroprudentielle.

Quelle action possible au niveau des cibles de la banque centrale ? Une proposition, formulée par Olivier Blanchard, lorsqu'il était économiste en chef du FMI, a d'abord concerné la cible d'inflation [Blanchard *et al.*, 2010]. Si la banque centrale

veut regagner des marges de manœuvre au niveau de son taux d'intérêt directeur, il faut rehausser sa cible d'inflation à 4 % (le taux directeur pourrait alors en théorie monter plus haut, et offrir ce faisant une marge de baisse plus importante en cas de menace déflationniste ou récessive). Cette proposition essuie toutefois un certain nombre de critiques. Comment rebâtir une crédibilité autour d'une cible à 4 % après l'avoir fait reposer sur une cible à 2 % ? Kenneth Rogoff [2017] ajoute un argument plus psychologique : une cible à 2 % est assimilée à la recherche d'une absence d'inflation (il parle d'« équivalent moral » de 0 %) alors que 4 % est une cible plus difficilement interprétable. De manière plus triviale, alors que la plupart des grandes banques centrales, dont la BCE, peinent encore à atteindre leur cible de 2 %, on peut douter de leur capacité à en atteindre une de 4 % ! À moins de croire dur comme fer qu'il suffit de fournir un ancrage nominal aux investisseurs pour qu'ils ajustent leurs anticipations dans le sens attendu !

Concernant l'écart de production, autre cible de la banque centrale, Claudio Borio, économiste en chef de la BRI, a quant à lui proposé d'intégrer le cycle financier dans les estimations du PIB potentiel, assurant que cela réduirait les erreurs de prévision en la matière [Borio *et al.*, 2013]. Cela reviendrait à définir le PIB potentiel non plus comme ce qui peut être produit sans entraîner de pressions inflationnistes, mais comme ce qui peut l'être en évitant aussi l'accumulation de déséquilibres financiers. Ce serait une manière de rendre le taux d'intérêt sensible à l'instabilité financière.

Autre proposition concernant les cibles de la politique monétaire : celle d'en ajouter une pour assurer la stabilité financière. Il s'agirait de faire réagir le taux directeur, non plus seulement à un écart à la cible d'inflation et à l'écart de production, comme le veut la règle de Taylor traditionnelle, mais à un écart à une cible de crédit ou de prix d'actifs définie par rapport à des valeurs de long terme compatibles avec la stabilité économique et financière. John Taylor, à l'origine du travail empirique sur lequel cette règle de politique monétaire prend appui, a fait remarquer que la politique monétaire d'avant crise était trop accommodante, et ce du strict point de vue de la règle standard. Autant dire qu'en restant aveugle au risque de crise financière, elle l'était davantage encore. Mais aurait-elle été plus appropriée en s'appuyant sur une règle élargie à une cible financière ?

Un tel élargissement de la règle de Taylor aurait conduit la Fed à remonter son taux directeur bien plus tôt qu'elle ne l'a fait avant la crise, évitant ou au moins dégonflant la bulle de crédit. La conclusion est moins évidente pour la BCE, dans la mesure où la zone euro ne se caractérise pas par « un » cycle financier synchrone mais par plusieurs [Couppey-Soubeyran et Dehmej, 2017]. Même en regroupant les pays, au moins trois sous-ensembles sont à distinguer [Aglietta, 2018] : ceux où le cycle financier présente une assez faible amplitude (l'Autriche, la Belgique, la Finlande, la France, l'Italie, les Pays-Bas et le Portugal), ceux où cette amplitude est forte au contraire (l'Espagne, la Grèce et l'Irlande), et l'Allemagne qui ne peut être rapprochée d'aucun de ces deux sous-ensembles. Autrement dit, ajouter à la règle de politique monétaire de la BCE une cible financière conçue pour un cycle moyen inexistant risquerait non pas d'améliorer la stabilisation économique et financière, mais au contraire d'amplifier les divergences entre membres de la zone euro.

Reste une autre proposition, celle d'un *policy-mix* qui articulerait la politique monétaire, affectée en priorité à la stabilité monétaire, et la politique macroprudentielle, affectée en priorité à la stabilité financière. Une interprétation pragmatique du principe de Mundell (affecter chaque instrument à l'objectif pour lequel il est le plus efficace) n'empêcherait nullement de conférer à chacune une orientation secondaire : la stabilité financière pour la politique monétaire qui ce faisant n'y serait plus aveugle ; la stabilité économique et monétaire pour la politique macroprudentielle qui, par la régulation du cycle financier et plus particulièrement celui du crédit, agirait nécessairement sur la croissance et l'inflation. Pour la zone euro, ce nouveau *policy-mix* pourrait même offrir, en supposant possible une action macroprudentielle contracyclique — c'est-à-dire à rebours du cycle financier — calibrée par pays et coordonnée au niveau européen, un nouvel instrument d'ajustement aux chocs ou aux conditions asymétriques, aidant à réduire les divergences dont souffrent les États membres de la zone euro.

Les politiques monétaires entrent dans une phase de normalisation, plus ou moins avancée selon les banques centrales. Le rythme de cette normalisation et les écarts de taux d'intérêt qui pourront en résulter entre les grandes zones monétaires vont être absolument déterminants pour la stabilité financière. Les

banques centrales cheminent sur le fil du rasoir : si la remontée des taux d'intérêt est trop rapide, le risque de déclencher une crise financière se fera plus grand et, si elle est trop lente, les fragilités financières seront accrues par la formation de bulles et un endettement excessif. La normalisation en cours ou à venir de la politique monétaire pose avec force la question de l'incidence de la politique monétaire sur la stabilité financière. Cette question n'est pas nouvelle, mais une forme d'aveuglement prévalait avant la crise. Elle a continué de se poser pendant la période de gestion de crise, l'accommodation de la politique monétaire cherchant à soigner l'économie de la crise financière passée en préparant peut-être celle d'après. Espérons que la normalisation ou la « nouvelle normale » qui reste à définir sera l'occasion d'ouvrir les yeux des banquiers centraux, pour qu'à l'avenir ils cherchent à voir aussi bien la stabilité financière que la stabilité monétaire. Cela renvoie fondamentalement à l'articulation manquante entre la politique monétaire, qui ne peut pas tout, et la politique macroprudentielle. Reste une autre articulation défailante en zone euro, plus traditionnelle pourtant, celle entre la politique monétaire unique et les politiques budgétaires. Elle importe tout autant. Si la politique monétaire de la Fed a davantage porté ses fruits que celle de la BCE, et que sa normalisation apparaît relativement plus aisée, c'est en grande partie parce que la politique budgétaire a été plus expansionniste aux États-Unis qu'en Europe.

### Repères bibliographiques

---

- ADRIAN T. et NATALUCCI F. [2019], « Weak spots in global financial system could amplify shocks », *IMF Blog*, 10 avril.
- AGLIETTA M. [2018], « Cycles financiers en zone euro. Une hétérogénéité forte », in BENSIDOUN I. et COUPEY-SOUBEYRAN J. (dir.), *Carnets graphiques*, CEPPII, Paris.
- BERNANKE B. S. et REINHART V. R. [2004], « Conducting monetary policy at very low short-term interest rates », *American Economic Review*, vol. 94, n° 2.
- BLANCHARD O., DELL'ARICCIA G. et MAURO P. [2010]. « Rethinking macroeconomic policy », *IMF Staff Position Note*, SPN/10/03, 12 février.
- BORIO C., DISYATAT P. et JUSELIUS M. [2013], « Measuring potential output : eye on the financial cycle », *Vox CEPR Policy Portal*, 9 avril.
- CAILLOUX J., LANDIER A. et PLANTIN G. [2014]. « Crédit aux PME : des mesures ciblées pour des difficultés ciblées », *Notes du Conseil d'analyse économique*, n° 8, p. 1-12.
- CHEYSSON A., TRIPIER F. et LHUISSIER S. [2016], « L'impact du resserrement monétaire américain sur les économies émergentes », *La Lettre du CEPII*, n° 366, juin.

- COUPEY-SOUBEYRAN J. et DEHMEJ S. [2017], « Réduire les divergences de la zone euro en régulant les cycles financiers », *La Lettre du CEPII*, n° 382, novembre.
- HOLLAND D. et PORTES J. [2012], « Self-defeating austerity ? », *Vox CEPR Policy Portal*, 1<sup>er</sup> novembre.
- KILEY M. T. [2018], « Quantitative easing and the “new normal” in monetary policy », *The Manchester School*, vol. 86, n° 51, p. 21-49.
- KREMP E. et SEVESTRE P. [2013], « Le crédit bancaire aux PME en France : d’abord la persistance d’une faible demande », in INSEE, *Les Entreprises en France*, INSEE, Paris.
- MOLTENI F. et UMANA DAJUD C. [2016], « Pays émergents : quelle protection face au risque de *sudden stop* ? », *La Lettre du CEPII*, n° 368, août.
- ROGOFF K. [2017], « Dealing with monetary paralysis at the zero bound », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 31, n° 3, p. 47-66.
- TURNER A. [2019], « What if zero interest rates are the new normal ? », *Project Syndicates*, 29 mars.
- WEIDEMANN J. [2018], « From extraordinary to normal : reflections on the future monetary policy toolkit », discours prononcé au European Banking Congress, Francfort-sur-le-Main, 16 novembre.
- WU J. C. et XIA F. D. [2016], « Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 48, n° 2-3, p. 253-291.

