

Budapest, le 18 janvier 2007

NOUVEAUX DEFIS POUR LA POLITIQUE MONETAIRE DANS UN MONDE QUI SE GLOBALISE

par Jacques de LAROSIERE,
Membre de l'Institut

Je suis reconnaissant au gouverneur de la Banque nationale de Hongrie de m'avoir invité à présenter quelques remarques sur ce sujet à la veille du symposium qu'il a organisé sur l'expérience des Banques Centrales ayant choisi d'axer leur politique monétaire sur un objectif d'inflation (« inflation targeting »).

J'ai été témoin de trois périodes principales dans l'évolution de la politique monétaire :

- Avant les années 1980, les gouvernements étaient convaincus qu'il y avait un équilibre à rechercher entre "un peu plus d'inflation" et moins de chômage. L'objectif était donc d'avoir des taux d'intérêt bas et d'engager les Banques Centrales dans ce qu'on a appelé le « réglage fin » (« fine tuning ») de la politique monétaire. Cette politique a abouti à exacerber l'inflation qui a fini par atteindre deux chiffres dans les économies développées et des « taux galopants » dans un certain nombre de pays en voie de développement. Ces hauts taux d'inflation ont été finalement reconnus comme pénalisant la croissance et comme une source d'inégalités sociales. En 1979-80, le jeu consistant à favoriser systématiquement la croissance de l'emploi au détriment de la stabilité des prix a pris fin. Cette phase avait entraîné des coûts économiques et sociaux très élevés ;

- Au cours des années 1980 et des années 1990, la politique monétaire a réussi à réduire l'inflation. Non seulement l'inflation réelle, mais aussi l'inflation attendue. La plupart des Banques centrales ont été graduellement rendues indépendantes des gouvernements et ont acquis une crédibilité renouvelée. Cela fut la période "du triomphe de Banquiers centraux". L'inflation américaine (prix à la consommation) est descendue de 13 % en 1979-80 à 2,2 % en 1999;

- La troisième période, que nous connaissons aujourd'hui, est caractérisée par des changements considérables dans le fonctionnement des marchés financiers, par la mondialisation et l'explosion de nouvelles modalités de

financement de plus en plus sophistiquées. Ce nouvel environnement pose des défis sérieux aux Banques centrales.

Je dirai un mot de ces nouveaux défis.

I. Comme les marchés mondiaux deviennent de plus en plus globalisés, les indicateurs traditionnels perdent un peu de leur signification :

- L'inflation semble moins sensible aux indices traditionnels d'utilisation des capacités. En effet, dans un monde de plus en plus intégré, la réserve globale de ressources (« global slack »), pourrait bien être une mesure plus significative des pressions inflationnistes que les taux nationaux d'utilisation des capacités. Quand environ quarante millions de personnes à bas salaires entrent chaque année dans la concurrence mondiale, on peut comprendre que l'augmentation des rémunérations des pays avancés soit contrainte. C'est une des raisons qui expliquent que "le taux de chômage qui n'accélère pas l'inflation" (NAIRU « non-accelerated inflation rate of employment ») a tendance à baisser¹. Cette modération globale des coûts salariaux² a joué un rôle significatif dans la détermination de la politique monétaire d'un certain nombre de Banques centrales depuis quelques années ; elle leur a permis de conserver leur objectif de stabilité des prix sans réduire pour autant la croissance;
- La relation traditionnelle entre la monnaie et l'inflation - qui reste sans aucun doute valable à long terme - est plus difficile à vérifier à court terme en raison du fait que les institutions financières ont développé des substituts monétaires qui, à leur tour, rendent la demande de monnaie plus instable. C'est une des raisons pour lesquelles un certain nombre de Banques centrales ont abandonné leur objectif quantitatif de création monétaire (sans parler des objectifs de parités fixes) en faveur d'un objectif d'inflation (« inflation targeting ») ;
- Les facteurs cités ci-dessus - aplatissage de la courbe de Philips, faiblesse des salaires dans un monde de plus en plus compétitif et interprétation plus difficile des agrégats monétaires - a rendu plus complexe la conduite de politique monétaire et a pu conduire certaines Banques centrales à une politique

¹ Voir : 2006 BRI Rapport annuel, page 77.

² Mais si -du fait de la hausse des prix des matières premières causée en partie par les économies émergentes à croissance rapide- les termes de l'échange des pays avancés devaient se détériorer au-delà des gains actuellement réalisés du fait des importations à bas coûts, l'indice des prix à la consommation pourrait, en fin de compte, augmenter et les travailleurs des pays avancés pourraient faire pression pour obtenir des augmentations de salaires. Cela changerait des conditions monétaires.

plus accommodante que celle qui aurait pu être justifiée autrement. Une politique monétaire nationale doit être déterminée dans son cadre national (en fonction notamment des politiques budgétaires et structurelles, aussi bien que de la croissance potentielle à moyen terme), mais elle est aussi lourdement influencée par l'inflation mondiale et par la convergence des taux d'intérêts observée dans un monde financièrement intégré. Cette dualité n'est pas facile à gérer.

II. Des inquiétudes à l'horizon :

Comme l'inflation des prix à la consommation - particulièrement l'inflation sous-jacente (« core inflation ») - apparaît maîtrisée (en partie pour des raisons de mondialisation, mais aussi à cause des gains élevés de productivité de ces dernières années) et comme, d'autre part, la hausse des prix de l'énergie et des matières premières (qui sont aussi un reflet de la mondialisation) n'a pas encore "contaminé" l'inflation nominale, la politique monétaire a été relativement accommodante depuis quelque temps, malgré le resserrement graduel initié par la Banque fédérale de Réserve en juin 2004 quand son taux directeur était à 1 % (il est à 5,25 % aujourd'hui). La BCE (Banque Centrale Européenne) a aussi, plus récemment, (à la fin 2005) entamé un processus de relèvement de ses taux directeurs.

Mais, étant donné les effets retardés de l'expansion monétaire passée et la position actuelle dans le cycle économique, peut-on dire que les conditions monétaires soient réellement « neutres » ?

Bien qu'il soit difficile de donner une réponse sans nuances à cette question, quelques observations me paraissent importantes :

1. La liquidité globale reste élevée : la masse monétaire et les moyens de financement sont si abondants que les prix de presque tous les actifs (actions, immobilier, obligations, matières premières...) ont augmenté, signalant la possibilité de bulles dans le système. N'oublions pas que, lorsqu'elles ne sont pas justifiées par des raisons structurelles « réelles » permettant d'escompter une croissance à long terme des rendements, les hausses des prix d'actifs sont le signe d'attentes inflationnistes.

- Des instruments financiers modernes ont contribué à cette expansion de la liquidité et du crédit. Je mentionnerai seulement deux d'entre eux : la titrisation et les dérivés de crédit. La première est une méthode utilisée par les institutions financières pour réduire leurs risques de crédit en les cédant à des investisseurs (en général non, ou moins réglementés). Ainsi, des véhicules financiers comme les CLO (« collateralized credit

obligations ») achètent aux banques des crédits afin de les revendre à des investisseurs financiers. Les crédits bancaires sont donc désormais commercialisables comme des obligations. Un nombre croissant de banques ont tendance -contrairement à la pratique traditionnelle- à ne pas conserver les crédits qu'elles ont accordés, à les céder sur le marché et donc à faire « tourner » plus vite leurs bilans, ce qui augmente, sur un plan global, la capacité de générer de nouveaux financements. Quant aux dérivés de crédit, ils ont littéralement explosé : dans la mesure où les banques sont des acheteurs nets de protection auprès d'entités moins rigoureusement contrôlées (comme les fonds d'investissement, les fonds de pension ou même les compagnies d'assurance ...), cela libère du capital réglementaire bancaire pour de nouveaux prêts et contribue donc à l'augmentation des actifs nets³. Les fonds d'investissement spéculatifs (hedge funds) et les fonds de capital privé (private equity) sont des entités fortement endettées (qui ont eu recours à « l'effet de levier »). Leurs multiples risque/capital sont nettement plus élevés que ce n'était le cas à l'époque où les banques étaient la source principale des financements. Ce glissement de pouvoir - en termes de création de moyens de financement - des banques vers le marché a tendance à relâcher les mécanismes de transmission classiques des Banques Centrales qui, pour des raisons réglementaires, ne peuvent agir que sur le secteur bancaire.

- La rémunération du risque est basse : trop d'argent à la recherche d'actifs trop rares conduit à la faiblesse des marges et à la sous-évaluation des risques⁴. Ce phénomène est dû, en partie, à la liquidité stimulée par les instruments dérivés. Mais, si les choses devaient s'inverser, comment des institutions financières feraient-elles face à la situation ? Quelle serait l'incidence de faillites encourues par des fonds d'investissement spéculatifs ou des fonds d'investissements en capital sur les banques prêteuses (provisions accrues) ? Comment les autres prêteurs (« non-banques ») et les investisseurs ayant acquis de « crédits collateralisés » se comporteraient-ils en cas de crise et résisteraient-ils aux chocs ? Sortiraient-ils précipitamment en prenant leurs pertes ? Comment comparer cette situation à la réaction plus "institutionnelle" des banques quand elles étaient pratiquement les seules à prêter ? Comment celles-ci –malgré la sortie des crédits de leurs bilans- approcheraient-elles la question du « risque de réputation » ?

³ En termes notionnels, le stock des dérivés de crédit s'est élevé de 4 trillions de \$ fin 2003 à 27 trillions en juin 2006. Il faudrait évidemment prendre la valeur nette de ces montants et déduire les positions de « trading » pures pour déterminer « l'impact de crédit » de ces instruments. Mais cet exercice n'est pas encore statistiquement assez robuste.

⁴ Les marges sont à de taux historiquement bas et encore à la baisse.

2. Malgré un certain resserrement des politiques monétaires, les taux d'intérêt à long terme restent obstinément bas et la courbe des rendements plate. Cette "énigme" s'explique par un certain nombre de facteurs :

- Surliquidité,
- Raisons structurelles : les compagnies d'assurance et les fonds de pension doivent faire correspondre leur passif à long terme avec des obligations à long terme de même durée ;
- La crédibilité gagnée par les Banques centrales peut aussi expliquer que les attentes inflationnistes restent remarquablement basses⁵;
- L'acquisition massive de bons du Trésor américains par les Banques centrales de pays émergents est aussi une raison majeure influençant à la baisse les taux d'intérêt à long terme au cours des années passées. Une récente étude du National Bureau of Economic Research (NBER) montre que de tels mouvements de capitaux en provenance de l'étranger ont "un impact économiquement important et statistiquement significatif sur des taux d'intérêt américains à long terme"⁶. On peut ajouter que la difficulté qu'éprouvent les Banques centrales des pays émergents à stériliser entièrement leurs interventions entraîne un relâchement de leur politique monétaire.

3. Mais la question reste posée : pouvons-nous durablement vivre dans un monde où le niveau des taux d'intérêt à long terme est bas (autour de 2 % à prix constants) et reste en grande partie indifférent aux mouvements restrictifs des Banques centrales, compromettant ainsi, en partie, l'efficacité de la politique monétaire ? Est-ce, comme certains suggèrent, la manifestation d'une productivité globale trop faible, d'une trop basse rémunération marginale du capital dans un contexte « d'excès d'épargne » et d'insuffisantes opportunités d'investissement (ce qui signifierait que le taux d'intérêt d'équilibre global a baissé et qu'en conséquence, l'on pourrait considérer la politique monétaire actuelle comme trop restrictive) ? Mais cette thèse ne semble pas compatible avec la vigueur actuelle des taux de croissance mondiaux (4-5 %), avec la hausse des prix des actifs et avec la forte performance de la productivité et des profits entreprises. C'est pourquoi j'ai tendance à croire que la situation présente

⁵ Le 4 décembre 2006, un bon du Trésor français à 25 ans indexé sur l'inflation européenne implique une « inflation attendue » annuelle jusqu'à 2034 de 2,32 % (2,13 % pour une obligation de 5 ans).

⁶ "Flux de capitaux Internationaux et taux d'intérêt américains" par François et Veronica Warnock (NBER Document de travail n ° 12560), 2006. "Dans le cas hypothétique d'une accumulation étrangère zéro d'obligations du gouvernement américain pour la durée d'une année entière, les taux à long terme américains s'élèveraient de 100 points de base". Voir le Sommaire NBER, novembre 2006

est davantage le résultat de l'excès de liquidité et d'une reprise de l'illusion monétaire.

Selon cette interprétation, la politique monétaire a permis une trop forte expansion du crédit et de la valeur des actifs, et, donc, à l'horizon, en cas de ralentissement sensible de la conjoncture, le scénario classique risque de réapparaître : baisse du prix de actifs, problèmes de liquidité ou de solvabilité pour certaines des institutions trop endettées, réapparition de créances douteuses, réévaluation du prix du risque, élargissement des marges, effets de contagion... Ce processus pourrait être d'autant plus dommageable si les conditions monétaires et l'endettement par effet de levier devaient s'emballer. D'où, l'importance d'adopter une approche raisonnablement vigilante et prudente en matière de politique monétaire et de stabilité financière.

Maintenir la stabilité des prix sous contrôle est, en toute hypothèse, essentiel : un retour d'inflation entraînerait, en effet, une hausse plus marquée des taux d'intérêt qui pourrait déclencher le scénario que je viens d'évoquer.

Nous savons tous qu'il est difficile de conduire une politique monétaire prudente quand l'inflation reste apparemment basse. Les hommes politiques sont particulièrement sensibles à cette question. Peut-être l'insistance spectaculaire mise par les décideurs américains, il y a quelques années, sur les dangers de la déflation a-elle marqué les attitudes présentes à l'égard de la politique monétaire. Après tout, dans un monde croissant à 4 à 5 %, où les coûts de la main-d'œuvre sont contraints du fait des bas salaires des économies émergentes et où les progrès techniques et les gains de productivité sont élevés, on ne devrait pas considérer un taux d'inflation de l'ordre de 2 % comme un minimum absolu (il faut se souvenir que forte croissance et prix à la baisse étaient souvent combinés en Europe au XIX^{ème} siècle).

**

Je conclurai.

La titrisation et des mécanismes à effet de levier prospèrent (l'explosion des fonds de « LBO » (rachats d'entreprises financés par l'endettement) - en particulier ceux concernant des entreprises à risques (n'ayant pas atteint l'"investment-grade") - en est un exemple⁷ : les acquisitions faites - à prix

⁷ La valeur des transactions de LBO à effet de levier a atteint presque 80 milliards d'euros pendant les trois premiers trimestres de 2006.

élevés- par ces fonds entraînant de plus en plus des strates de dette⁸ au détriment des capitaux propres. Certes, du fait des titrisations, le risque de crédit a été réparti, ce qui renforce sans doute le système bancaire, mais augmente aussi les incertitudes sur le comportement des acteurs du marché en cas des crises. Des valeurs élevées d'actifs combinées à une faible rémunération des risques sont, comme cela a toujours été le cas, une source de vulnérabilité le jour où les choses se renversent. L'explosion des valeurs immobilières aux Etats-Unis a été utilisée et abusée pour en "extraire du cash" : cela a favorisé la consommation et l'emprunt des ménages. Dans le même temps, alors que la consommation s'accroissait, particulièrement aux Etats-Unis, les profits des entreprises ont eu tendance à être restitués aux actionnaires soit par rachats d'actions⁹, soit par distribution de dividendes supplémentaires (ce qui a stimulé aussi la consommation et les valeurs d'actifs) au détriment de l'investissement. En effet, les économies développées ont investi (en termes de formation de capital fixe) relativement peu au cours des dernières années. Les marchés émergents sont les épargnants nets du monde, mais aussi les investisseurs les plus dynamiques (grâce, en partie, aux flux de capitaux en provenance des pays avancés).

Les déficits de la balance courante des Etats-Unis sont massifs (6,6 % de PIB) et sont reflétés par d'énormes excédents et l'accumulation de réserves extérieures dans les pays émergents¹⁰ qui veulent souvent fixer leur parité au dollar pour préserver la forte compétitivité de leurs exportations.

C'est là une situation dangereuse qui ne saurait durer, et qui rend le dollar et le système en général plus vulnérables. Si la reprise, nécessaire, de l'épargne par les ménages américains et la baisse du dollar - deux facettes du processus d'ajustement des Etats-Unis-, devaient être excessives ou trop abruptes, elles pourraient entraîner des perturbations économiques et financières en chaîne, notamment à travers le marché immobilier.

⁸ Les coefficients de dettes sur revenus (EBITDA) pour les crédits à effet de levier ont atteint des maximums record.

⁹ Les rachats d'actions ont atteint un niveau maximal en 2006 (près de 120 milliards de dollars des Etats-Unis contre moins de 40 milliards par an dans la période 2000-2004).

¹⁰ Les réserves internationales des pays émergents ont connu une forte croissance. Elles s'élèvent à 3 trillions de \$ (de 800 milliards en 2000) et représentent 70 % de réserves internationales mondiales.

Dans un tel monde globalisé, où les économies émergentes ne sont pas dotées de marchés financiers développés, les défis sont énormes. Des défaillances de débiteurs et les questions d'insolvabilité pourraient, en effet, être plus difficiles à traiter que dans un environnement plus traditionnel et moins internationalisé.

L'intégration financière globale est-elle vraiment réalisée ? Y a-t-il en place des mécanismes de traitement de crises qui permettent de faire collaborer des institutions financières de plus en plus concentrées avec des investisseurs et des emprunteurs très dispersés ? La surveillance du FMI sur les pays qui sont à l'origine des grands déséquilibres répond-elle aux défis actuels ? N'oublions pas que la charte du FMI lui a donné la responsabilité de juger du caractère adéquat ou non des politiques économiques sous-jacentes suivies par les pays en déséquilibre et de leur comportement en matière de taux de change. Mais on sait que cette mission est loin d'être pleinement remplie.

Ma conclusion est donc que les responsables de la politique monétaire qui ont moins d'influence sur le développement du crédit (pour les raisons expliquées ci-dessus) doivent prendre en considération - en plus de l'inflation (avec toutes les incertitudes et les variations attachées à la définition choisie)- les agrégats monétaires et l'expansion du crédit, les prix d'actifs, les déséquilibres globaux, les mouvements de taux de change, l'évolution du potentiel de croissance, l'innovation financière, le comportement possible en cas de crise des « non-banques » et son impact sur des banques, la vulnérabilité accrue des entreprises surendettées aux développements cycliques défavorables ... Je sais que les Banques centrales approfondissent leur analyse de ces risques et conduisent des tests de crises (« stress tests »). On ne peut que s'en réjouir. On pourrait aussi envisager l'établissement d'une nouvelle liste d'indicateurs différenciés afin de mieux couvrir le concept de « stabilité financière » dans un monde changeant et mondialisé. Il me semble également opportun de demander aux fonds à fort endettement de publier régulièrement l'état de leurs engagements- aussi bien que leur « valeur à risque »- afin de les amener à fournir une image exacte de leurs risques.

Comme Henry Kaufman l'a souligné récemment dans un lumineux discours: "nous nous sommes déplacés bien au-delà du point où nous pouvions naviguer sur les marchés financiers avec la simple boussole des taux directeurs de la Réserve Fédérale. La boussole a bien servi de premiers navigateurs, mais aujourd'hui nous avons besoin de mécanismes aussi précis et perfectionnés que les marchés dans lesquels nous voyageons¹¹".

¹¹ "Inflation Rampante, Tactique Monétaire et Implications à plus long terme", Table ronde, de Greenwich, le 21 septembre 2006.