



**T - A - C**

Applied Economic & Financial Research



## **THE BANKER'S VIEW**

Une analyse de Jean-Pierre Patat, Senior  
Advisor chez T-A-C



***Les politiques monétaires dans la  
crise .... et dans la sortie de crise :  
plusieurs défis.***

Par Jean-Pierre Patat  
Directeur Général Honoraire de la Banque de  
France & ex-banquier central

(rédigé le 20 mai 2009, révisé le 12 juin 2009)



## ***Les politiques monétaires dans la crise ... et dans la sortie de crise : plusieurs défis***

La crise qui secoue l'économie mondiale soumet les politiques monétaires à un triple défi :

- Le premier est celui de leur efficacité pour aider à la relance ou, au minimum, atténuer le choc récessif. Un contexte inédit contribue à l'affaiblir. Si on considère les canaux de transmission traditionnels de la politique monétaire, il apparaît que l'effet dit de « revenu », par amélioration de la solvabilité des agents économiques, est réduit avec l'incidence très partielle des baisses de taux, pourtant considérables, des banques centrales sur les taux des crédits bancaires. S'agissant de l'effet dit de « substitution » qui influe sur les arbitrages entre placements financiers et entre épargne et dépense, les ménages et les entreprises paraissent pour le moment, mais cela pourrait durer, à mille lieues de souhaiter accroître leur endettement et dépenser. Il y a à cela plusieurs raisons : des pertes financières considérables des ménages aux Etats-Unis ; partout les perspectives de chômage de masse ; mais aussi la perception que la crise a précisément eu pour origine un excès d'endettement ; enfin, la crainte devant les énormes déficits budgétaires, et sans avoir nécessairement lu Ricardo, d'un alourdissement prochain de la fiscalité.

En ce qui concerne l'effet sur le patrimoine ou effet de « richesse », il est douteux que les détenteurs d'actions dont la valeur a baissé de 50% en deux ans se considèrent de nouveau comme riches parce que la bourse reprend de timides couleurs. Plus efficace pourrait être la comparaison de la valeur boursière d'une firme et du coût de remplacement du capital (Q de Tobin) qui pourrait être bénéfique à terme lorsqu'il faudra bien reconstituer les stocks et répondre à une demande que les énormes relances budgétaires finiront bien par ranimer.

Les effets indirects sur les taux à long terme, qui seraient bienvenus pour relancer l'activité dans le secteur du logement, sont fortement atténués par un climat général d'inquiétude et, plus concrètement, par

des prélèvements sur les marchés obligataires massifs : il y a là un beau cas d'école de l'effet d'« éviction ».

En définitive c'est surtout sur la situation du secteur financier que les politiques monétaires pourraient être efficaces, en permettant aux banques, qui bénéficient de taux de refinancement proches de zéro et les répercutent peu sur les taux qu'elles demandent à leur clientèle, de reconstituer des marges et des fonds propres. C'est aussi coûteux pour le contribuable que des aides directes ou des subventions au secteur bancaire, mais c'est moins visible.

- Le deuxième défi pour les politiques monétaires est celui de la sortie de crise et de la nécessité de revenir, dans un avenir plus proche qu'on ne le pense, sur des mesures d'assouplissement sans précédent dont l'effet prolongé recréerait nécessairement les conditions qui ont été à l'origine de la crise. Ce ne sera pas facile comme le montre l'exemple du Japon où la banque centrale n'est pas parvenue à s'extraire de la politique de taux zéro devenue bientôt le degré zéro de la politique monétaire. Pourtant, il faudra bien remonter les taux d'intérêt et annuler les énormes quantités de liquidités mises sur les marchés et dans l'économie. Rappelons que le bilan de la Fed a triplé en quelques mois et que celui de la BCE a plus que doublé, avec, pour la première, des concours directs aux entreprises. La BCE a été plus mesurée dans ces errements mais elle a tout de même porté à un an la durée de ses refinancements et lancé un programme d'achats de créances hypothécaires.

Le sevrage le plus difficile à opérer sera celui des achats de titres publics dont la Fed et la Banque d'Angleterre se sont gorgés. Ces achats n'ont pas eu les effets espérés sur les taux, les marchés n'étant pas assez bêtes pour croire qu'ils allègeraient la dette, mais les Etats s'y sont d'ores et déjà habitués et les deux banques centrales citées qui, depuis



plusieurs mois, fonctionnent plutôt comme des agences gouvernementales, pourraient être soumises à des pressions. Rappelons qu'après la dernière guerre, et pendant de nombreuses années, la Fed a fonctionné comme un fonds de soutien des rentes davantage que comme une banque centrale.

- Le troisième défi n'est pas certain mais a de bonnes chances de s'imposer : ce sera le renouveau de la politique monétaire et de ses finalités. Le contexte actuel a, on l'a vu, affaibli les canaux de transmission traditionnels de la politique monétaire. La crise pourrait bien, non plus seulement affaiblir, mais modifier certaines voies de transmission en renforçant de manière durable les comportements d'épargne de précaution, voire en rendant inopérants, ou à tout le moins imprévisibles face à l'instabilité des marchés, certains mécanismes dont on faisait grand cas, tel l'effet dit de « richesse ». On voit bien que, pour le moment, l'efficacité des politiques monétaires s'est surtout concentrée sur la situation financière des banques qu'elles ont contribué à améliorer et sur le fonctionnement des marchés interbancaires que les interventions des banques centrales ont fini par « dégripper » : toutes actions qui relèvent plus de la préservation de la stabilité financière que de la stabilité des prix et de la gestion macroéconomique classique mais qui peuvent avoir un impact puissant en contribuant notamment à restaurer la confiance. Il est donc possible que les circonstances actuelles provoquent un tournant dans les priorités des banques centrales. Un tournant qui ne ferait pas disparaître la mission qui leur est traditionnellement impartie de contribuer aux grands équilibres macroéconomiques, mais qui les amènerait à considérer que la préservation de la stabilité des prix n'est pas le seul moyen pour y parvenir.