



# Nouvelles règles du jeu pour les banques centrales

## Les banques centrales doivent tirer les leçons de la crise mondiale et procéder à des réformes concrètes

Duvvuri Subbarao

**L**ES BANQUES centrales sont au cœur de la crise mondiale. On les juge responsables des politiques qui l'ont déclenchée et on les félicite d'y avoir mis fin, ce qui est légitime : elles ont effectivement contribué à la crise et à sa résolution.

Au moment où la crise prend fin et où la reprise s'installe, les banques centrales sont confrontées à maints problèmes; j'en évoquerai cinq.

### Politique monétaire et mondialisation

La crise a montré les difficultés de la gestion macroéconomique dans un cadre mondialisé. Bien que les gouvernements et les banques centrales aient agi avec une vigueur inhabituelle, ils n'ont pu maîtriser la situation à cause de l'interdépendance du système financier et des effets, positifs et négatifs, des évolutions externes sur les mesures internes. Plus important encore, ils ont découvert une étonnante corrélation psychologique entre les pays.

Les événements extérieurs agissent sur l'activité interne de façon complexe, incertaine et même capricieuse. Les banques centrales doivent améliorer leur compréhension de ces interactions. Certains des canaux de transmission internationale sont bien connus : les prix mondiaux, notamment les fluctuations des matières premières; la synchronisation des cycles conjoncturels; les flux de capitaux; le parallélisme marqué des prix d'actifs; les taux de change des principales devises; les politiques de taux d'intérêt des grandes banques centrales. D'autres le sont moins. Ainsi, la crise a montré que même les différences de réglementation pouvaient entraîner des arbitrages et réduire l'efficacité des politiques internes.

Considérons la gestion des flux de capitaux. Pendant la crise, les pays émergents ont vu soudain s'interrompre les entrées et les sorties, en raison du désendettement général. La situation s'est maintenant inversée et beaucoup d'entre eux renouent avec des entrées nettes. La gestion de ces flux, surtout s'ils sont instables, met à l'épreuve l'efficacité des banques centrales dans les économies émergentes semi-ouvertes. Un pays dont la banque centrale n'intervient pas subit les effets d'une appréciation du change sans rapport avec les facteurs

fondamentaux. Si elle intervient pour s'y opposer, elle est confrontée à un surcroît de liquidités et à d'éventuelles tensions inflationnistes. Si elle stérilise la liquidité ainsi créée, elle risque de faire monter les taux d'intérêt au détriment de la croissance.

La volatilité des flux de capitaux peut aussi compromettre la stabilité financière. La manière dont les économies émergentes gèrent l'impossible trinité de la liberté des mouvements de capitaux, de la fixité du change et d'une politique monétaire indépendante influe sur les perspectives de croissance ainsi que sur la stabilité des prix et la stabilité financière.

### Redéfinir la mission des banques centrales

La crise a suscité un débat vigoureux et de grande portée sur le rôle et les responsabilités des banques centrales en posant trois questions majeures :

**Les banques centrales doivent-elles continuer à pratiquer le ciblage de l'inflation?** Avant la crise, il y avait un profond accord intellectuel en faveur de cette méthode, qui consiste à axer la politique monétaire sur la réalisation d'un objectif portant habituellement sur les prix à la consommation. Même quand les banques centrales ne visaient pas un taux d'inflation précis, leur politique était imprégnée, voire dominée, par la stabilité des prix. Cette orientation semblait donner de bons résultats. Il y a eu une longue période de stabilité des prix, conjuguée à une croissance régulière et à un chômage faible. Dans le monde d'avant la crise, les banques centrales triomphaient. La fin de la «grande modération» a remis en question le consensus à propos du seul ciblage de l'inflation. Auparavant, l'opinion dominante était que stabilité des prix et stabilité financière se renforçaient mutuellement. La crise a montré qu'il n'en était rien : la stabilité des prix ne garantit pas la stabilité financière. La crise a donné une nouvelle impulsion à l'«hypothèse d'un nouveau contexte» : le pur ciblage de l'inflation serait à déconseiller et il faudrait étendre la mission des banques centrales au-delà de la stabilité des prix; elle devrait englober la réglementation et le contrôle des banques, la stabilité financière et la prévention des bulles de prix d'actifs.

**Quel est le rôle des banques centrales dans la prévention des bulles de prix d'actifs?** On en vient à penser qu'elle devrait être de leur ressort. Mais on se divise sur la question de savoir si les banques centrales devraient empêcher la formation de bulles au moyen de la politique monétaire ou de la réglementation. Tout le monde convient néanmoins que, pour les enrayer, les banques centrales ont besoin non seulement de capacités analytiques, mais aussi d'apprécier la nature du risque au regard de l'expérience.

**Les banques centrales doivent-elles aussi se charger de la réglementation et du contrôle bancaires?** Dans de nombreux modèles réglementaires, la banque centrale est purement une autorité monétaire, tandis que la réglementation et le contrôle relèvent d'une autre agence. L'idée se fait jour que la crise a été causée, au moins en partie, par une absence de coordination et de communication entre banques centrales et organes de supervision. Dans l'intérêt de la stabilité financière, la meilleure solution serait de confier la réglementation et le contrôle bancaires aux banques centrales. Toutefois, le débat n'est pas clos. Il n'y a pas de réponse valable en toutes circonstances, comme le montre la diversité des modèles réglementaires. Chaque pays et chaque banque centrale devront trouver une solution conforme à leurs particularités.

## Bankes centrales et stabilité financière

On s'accorde à reconnaître que la stabilité financière n'est ni automatique, ni inévitable, mais l'idée de l'inclure spécifiquement dans la mission des banques centrales est loin de faire l'unanimité. Selon certains, le faire explicitement serait superflu, la stabilité financière étant une condition nécessaire, sinon suffisante, pour réaliser les objectifs classiques des banques centrales en matière d'inflation, de production et d'emploi. En revanche, on estime de plus en plus que, sauf à inclure explicitement la stabilité financière dans la mission des banques centrales, elle sera probablement perdue de vue.

Pour ne rien arranger, il s'avère difficile de la définir de façon précise, exhaustive et mesurable. Mais nous savons maintenant que l'instabilité financière a deux attributs :

- une volatilité excessive de macrovariables comme les taux d'intérêt et le change, qui ont une incidence directe sur l'économie réelle;
- une menace d'illiquidité des établissements et des marchés financiers, pouvant aller jusqu'à la crise systémique.

Les banques centrales disposent-elles des instruments nécessaires pour remplir leur mission de stabilité financière? La fonction de prêteur en dernier ressort en fait clairement partie. Pendant la crise, les banques centrales ont ainsi injecté énormément de liquidités pour débloquer le système. Si cela a assuré la liquidité des différents établissements, le marché lui-même est resté illiquide, révélant les limites de cet instrument. Une banque centrale peut apporter des liquidités, mais il lui est difficile de faire en sorte que cet argent bon marché et abondant serve à acquérir des actifs qui perdent rapidement de la valeur. La seule solution pourrait être qu'elle les achète elle-même. La banque centrale devrait donc être non seulement le prêteur en dernier ressort, mais le teneur de marché ultime. Il reste encore à bien définir ces problèmes avant de les résoudre, mais ils doivent l'être sans tarder.

## Gérer les coûts et les avantages de la réglementation

Pour sauvegarder la stabilité financière, la banque centrale indienne a recouru à diverses mesures prudentielles, dont la fixation de normes d'exposition ainsi qu'un durcissement préventif de la pondération des risques liés aux actifs et des obligations de provisionnement. Or, ces mesures ont souvent un coût. Ainsi, le resserrement des pondérations est de nature à freiner le flux de crédit à certains secteurs, mais, s'il est excessif, prématuré ou superflu, il peut ralentir la croissance. De même, les normes d'exposition assurent une protection contre le risque de concentration; néanmoins, il est possible qu'elles restreignent le crédit à des secteurs importants pour la croissance. Comme pour les prix, les banques centrales doivent arbitrer entre stabilité et expansion.

Après une crise, et avec l'avantage du recul, toutes les mesures de précaution paraissent prudentes. Cependant, un excès de précaution peut gêner la croissance et l'innovation. Il faut savoir quel prix nous acceptons de payer ou, à l'inverse, à quels avantages nous acceptons de renoncer pour pouvoir faire face à un événement grave imprévu. L'expérience montre qu'équilibrer les avantages et les inconvénients de la réglementation est plus une question de sagacité que de technicité. Les banques centrales, surtout celles de pays en développement comme l'Inde, doivent affiner leurs capacités de jugement dans leur quête de croissance et de stabilité financière.

## Autonomie contre responsabilité

Pendant la crise, gouvernements et banques centrales ont coordonné leurs actions pour lancer des mesures budgétaires et monétaires expansionnistes sans précédent. Au moment où les pays envisagent d'y mettre fin, la tension habituelle entre politiques monétaire et budgétaire réapparaît. Un éventuel retour à la domination budgétaire pourrait compromettre l'indépendance des banques centrales.

La responsabilité de la stabilité financière doit être partagée entre le gouvernement, la banque centrale et les autres organes de contrôle. Sans être un problème en soi, cela soulève deux difficultés. D'abord, le renflouement des institutions financières est un acte intrinsèquement politique, la participation de la banque centrale à cette décision risquant de compromettre sa crédibilité technocratique. Ensuite, la coordination avec le gouvernement, dans l'intérêt de la stabilité financière, risque de s'étendre à d'autres domaines du ressort de la banque centrale, remettant en cause son indépendance.

Les conséquences de la crise amènent à contester davantage l'indépendance des banques centrales. Celles-ci doivent la défendre, non pas avec des arguments de poids, mais en faisant délibérément plus d'efforts pour être transparentes, réactives et responsables.

La liste des questions abordées ici n'est nullement exhaustive et on n'en a pas présenté toutes les nuances. Mais les banques centrales doivent mieux comprendre comment les traiter et, à partir de là, s'adapter et changer leur mode de fonctionnement. ■

*Duvvuri Subbarao est le Gouverneur de la Banque centrale de l'Inde.*