21/02/2019
9h00 – 10h30, 20 avenue de Ségur
75007 Paris

Les Matinales du Club

Le retour à l'orthodoxie monétaire ?

Compte-rendu

*SEANCE PRESIDEE PAR **CHRISTOPHE DESTAIS**, Directeur-adjoint du CEPII*

Intervenants

Fabien Tripier, *Conseiller scientifique, CEPII ; professeur d'économie, Université d'Evry*

William De Vijlder, *Directeur de la Recherche Economique du Groupe, BNP Paribas*

Depuis 10 ans, la politique monétaire mise en place par les banques centrales est ultra commandante. Aujourd'hui la Réserve Fédérale des Etats-Unis (Fed) s'est engagée dans un changement de politique monétaire alors que la Banque centrale européenne (BCE) est encore dans une politique monétaire non conventionnelle. Lors de cette présentation, plusieurs sujets vont être abordés :

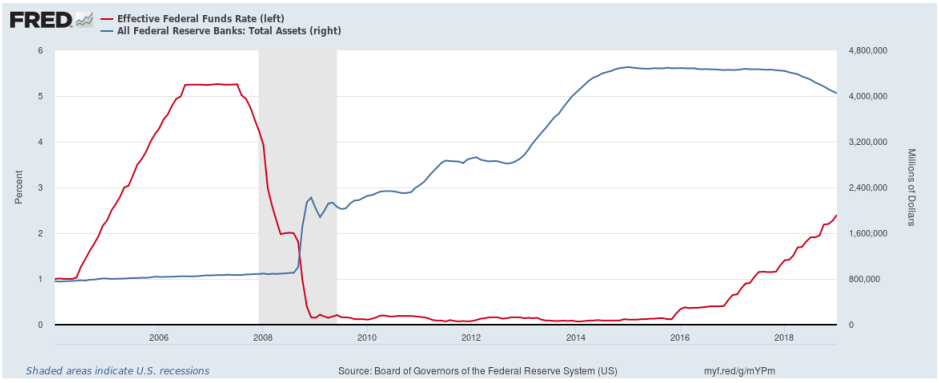
- Quel bilan tirer de cette politique monétaire non conventionnelle ?
- L'état réel de l'économie justifie la sortie des politiques monétaires non conventionnelles ?
- Quelle cible visée : retour à des politiques monétaires ou un modèle à réinventer ? Quel est le sentier de transition ?

Fabien TRIPIER

Etat des lieux de la situation

Normalisation de la politique monétaire américaine

On assiste à une normalisation de la politique monétaire américaine, qui est déjà engagée depuis quelques années. L'indicateur principal qu'il faut regarder quand on parle de politique monétaire c'est le taux d'intérêt. La cible de la politique monétaire américaine est de 2.25%/2.5%. On est sorti des taux négatifs et on est dans une période de croissance des taux aux Etats-Unis. Le fait le plus marquant de la politique monétaire américaine, c'est la contrainte de taux 0 qui a pesé sur la politique monétaire. On observe une ré-élévation des taux aux Etats-Unis depuis 2015 après 8 années où le taux était bloqué à 0. C'est la première fois que la politique monétaire américaine était confrontée à un taux 0, c'est une situation exceptionnelle. Les banques centrales ont donc utilisé une politique monétaire non conventionnelle pour résoudre ce problème, avec l'utilisation de nouveaux outils (notamment le rachat d'actifs par la BC). Le graphique suivant nous montre le lien entre le taux de la politique monétaire (courbe rouge) et le total des actifs de la Fed (courbe bleue).

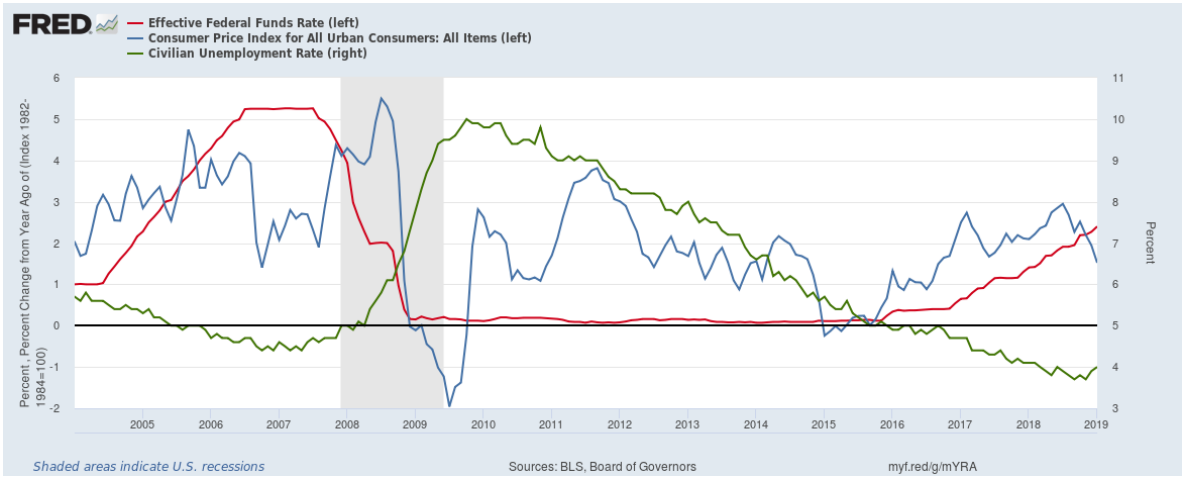


On observe une baisse du taux durant la période de récession servant à relancer l'économie qui atteint sa limite de 0 en 2009. La Fed met alors en place une politique de rachat d'actifs pour peser sur l'activité économique et faire baisser les taux car elle ne peut pas agir directement avec son taux directeur. On voit une première progression en 2008, puis en 2013, de la courbe bleue qui traduit une politique de rachat massif de titres. On voit à la fin du graphique, le début de la diminution de la taille du bilan de la banque centrale car les actifs sont arrivés à maturité et ne sont pas renouvelés.

Les décisions de politique monétaire sont liées aux fondamentaux.

Le graphique ci-dessous nous montre comment évoluent le taux d'inflation (courbe bleue), le taux de chômage (courbe verte) avec le taux directeur de la politique monétaire (courbe rouge). Depuis 2015, on a une élévation des taux de 0% à 2% qui accompagne l'évolution de l'inflation pour atteindre voire dépasser le chiffre cible de référence de 2%, en et même temps, on observe une baisse du taux de chômage (qui est de 4% ce qui est assez faible).

Du point de vue des fondamentaux, la situation est plutôt normale : les taux remontent, le taux d'inflation est à 2% et le taux de chômage est bas.

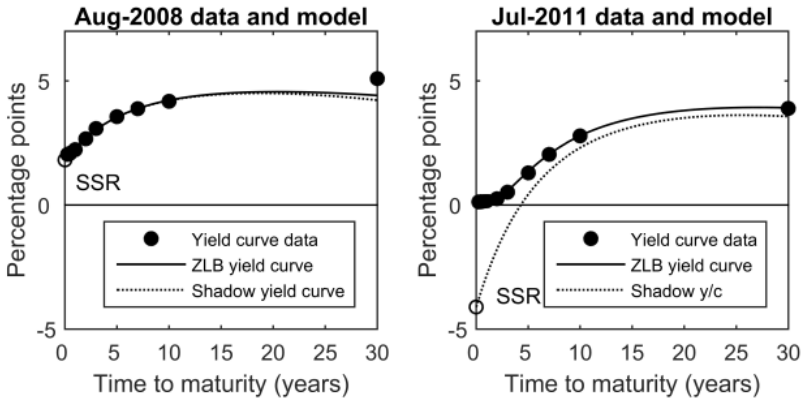


3 chiffres importants à retenir :

- **10 ans** que l'économie américaine est dans une phase d'expansion.
- **8 ans** que la Fed communique sur la sortie de la politique monétaire non conventionnelle.
- **7 ans** de contrainte à taux 0.

Analyse du comportement de la Banque centrale

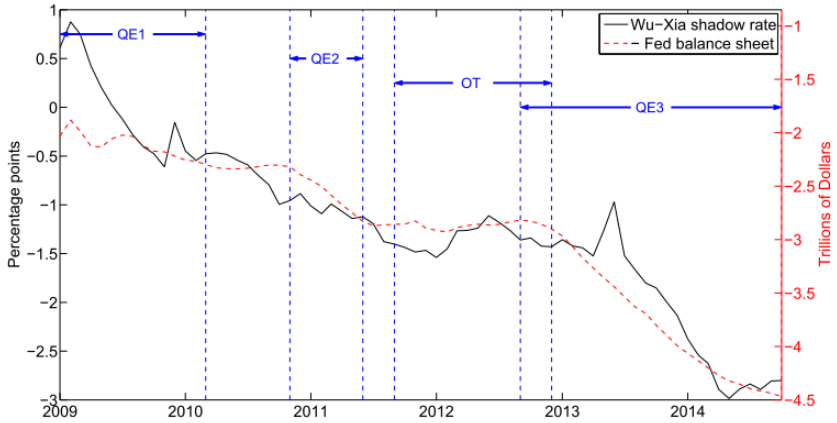
L'outil traditionnel pour décrire le comportement de la Banque centrale en économie : est-ce qu'elle est laxiste, pas laxiste, sensible à l'inflation, sensible au chômage, c'est la règle de Taylor. Cette règle nous indique comment le taux d'intérêt de la BC va dépendre des fondamentaux de l'économie. Quand on voit le changement du taux d'intérêt par rapport à l'inflation, on peut voir si la Banque centrale est plus au moins sensible à l'inflation. En cas de taux 0, la règle de Taylor ne peut pas être utilisée, une autre alternative peut alors être employée, c'est " *Shadow Taylor Rules* ". Cette pratique utilise des taux virtuels, les " *Shadow Rate* ". Pour les construire, il faut prolonger la courbe des taux dans le territoire des taux négatifs pour déduire le taux virtuel négatif qu'on n'observe pas mais qui est nourri par les effets des politiques monétaires non conventionnelles. Les deux figures suivantes montrent bien la logique de la construction de ces taux virtuels.



Chaque rond représente le taux d'intérêt pour une maturité et la courbe en pointillé représente la courbe des taux. On observe ce phénomène à deux dates différentes : en 2008 lorsque qu'on est en période normale et en 2011 lorsqu'on est dans un cas de contrainte de taux 0. On observe que dans ce cas-là, la courbe des taux décroit puis s'aplatit à cause de cette contrainte. L'objectif est d'extrapoler cette courbe en pointillé en territoire négatif et le point qu'on observe en bas (SSR) c'est le *Shadow Rate*. Cela permet

lorsqu'on est en contrainte de taux 0 de construire un équivalent taux de la politique monétaire.

Le graphique suivant met en relation ce "*Shadow Rate*" (courbe noire) et le bilan de la Fed (courbe rouge). Une baisse du bilan de la Fed correspond à un achat massif d'actifs (QE). On remarque les différents *Quantitative easing* mis en place par la banque centrale. A chaque programme d'achat d'actifs, le taux baisse. Mesure homogène qui permet de capter les effets des politiques monétaires conventionnelles et non conventionnelles.



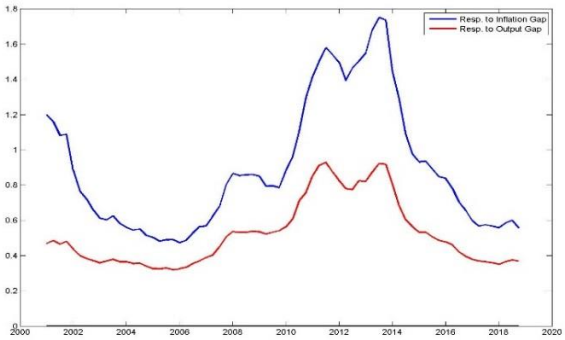
Taylor Rule

L'équation suivante permet d'étudier ce qui va déclencher une réaction de la BC : écart inflation à la cible, l'écart du chômage au taux d'équilibre et qui va ainsi avoir un impact sur la politique monétaire mise en place par la BC.

Shadow_Rate = Resp_to_InflationGap *x InflationGap* ***+ Resp_to_OutputGap x OutputGap*** *+ additional terms*

La question c'est comment la banque centrale réagit à ces écarts. Pour un même écart à la cible, la réaction sera plus au moins différente en fonction des coefficients « *resp_to* ». Le graphique suivant nous montre les écarts à la cible des fondamentaux et la réaction de la BC. La courbe bleue représente l'écart à la cible d'inflation et la courbe rouge représente l'écart au taux d'équilibre du chômage. On observe que non seulement l'écart à la cible a été énorme mais c'est la réaction face à cet écart est importante puisque son coefficient de réaction a été plus élevé. On voit la normalisation dans les taux mais aussi dans le comportement de la banque centrale. Les coefficients ont fortement augmenté en 2013 et on revient maintenant à des coefficients plus normaux, semblables à avant la crise.

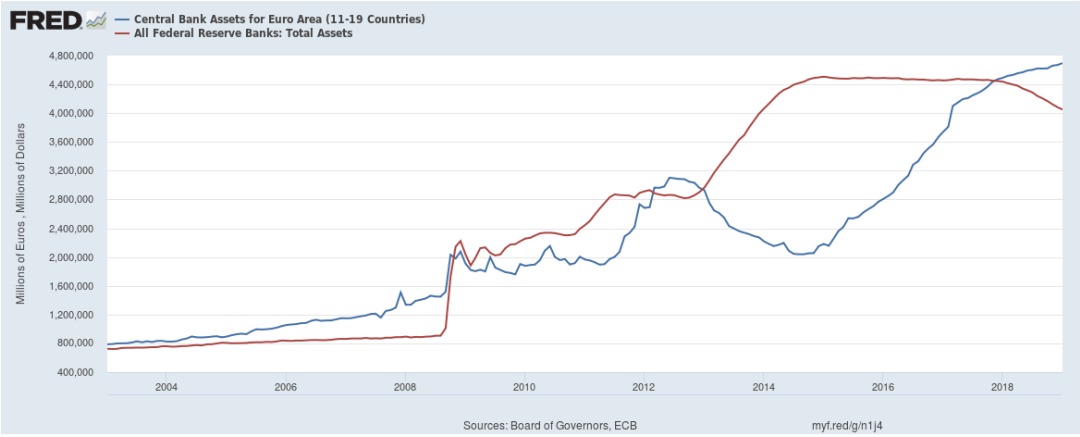
Normalization of the Fed conduct of monetary policy. Source: Ortmans (2019)



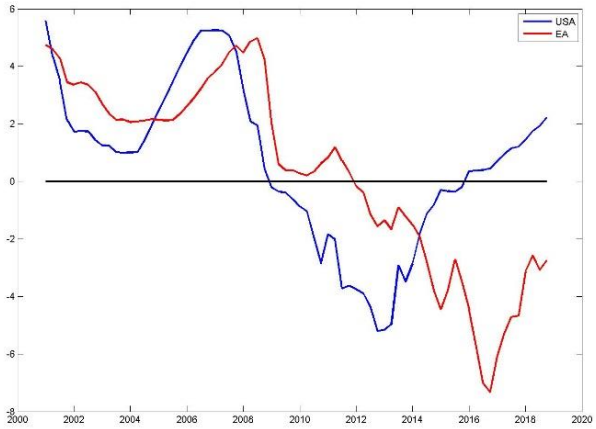
Que se passe-t-il dans la zone euro ?

Depuis 2016, les taux de la politique monétaire en zone Euro n'ont pas changé et sont négatifs depuis

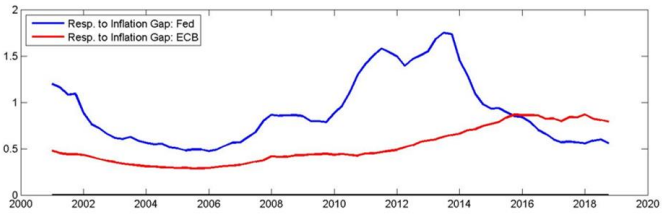
2013. Il n'y a pas eu de ré élévation des taux en Europe. Si on compare le bilan de la Fed et de la BCE, on voit la synchronisation de la réaction en 2009 puis un puzzle en 2014 2015, le moment où la Fed rachète massivement des actifs la taille du bilan de la BCE diminue, il y a eu un ralentissement des efforts de la PMNC en zone euro. L'explication est que le premier instrument utilisé portait sur les prêts à très long terme aux banques qui ont été remboursé, ce qui a fait baisser la taille du bilan et l'impact de cette politique MNC (décalage de l'intensité avec la PMNC aux Etats-Unis). La mise en place du QE en zone euro est plus tardive.

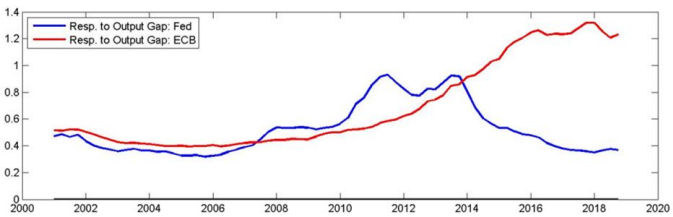


Depuis 2017, on a l'annonce du ralentissement de ce programme d'actifs, au départ il était calibré à 60 milliards puis il est remonté à 80 milliards et puis progressivement 60, 30, 15 milliards. Les actifs vont être gardés à maturité mais il n'y aura pas de nouveaux programmes d'achats d'actifs.
On utilise le taux virtuel pour comparer l'économie américaine et celle de la zone euro : on voit que la BCE a été plus loin en termes de taux négatif et on voit un décalage de 4 ans entre le pic atteint par la politique monétaire américaine en 2013 et celui de la BCE en 2016. Les Etats-Unis sont revenus en positif, ce qui n'est pas le cas de la Zone euro.



Si on raisonne en termes de comportement, on reporte les coefficients de réactions (bleu pour les Etats-Unis et rouge pour la zone euro), on voit que la BCE a été aussi réactive mais plus tardivement et plus progressivement. Aujourd'hui les coefficients de réactions semblent atteindre un plateau dans la zone euro annonçant un possible retournement de la politique monétaire semblable à celui opéré en 2013 aux Etats-Unis. Le chômage baisse (8%) en zone euro, on est encore en dessous de la cible de l'inflation qui est de 2% (contrairement aux Etats-Unis qui ont réussi à dépasser les 2%), la zone euro a encore du mal à dépasser les 2% donc les deux fondamentaux sont encore assez fragiles dans la zone euro.





La normalisation américaine est bien engagée mais au niveau de la zone euro, ce processus a un peu de retard mais on est au début de ce retournement des décisions de politique monétaire.

Trois scénarios : Normalisation vs new normal

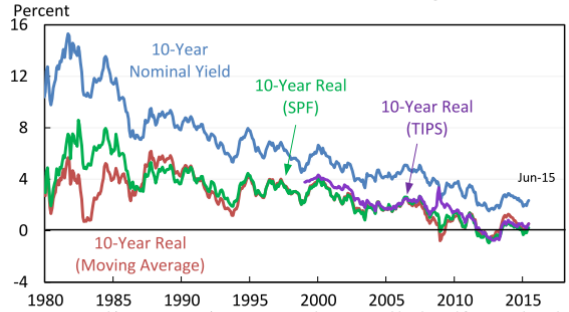
Nous nous demandons quelle politique future va se mettre en place dans le contexte que nous venons de décrire. Deux possibilités s'ouvrent à nous : la normalisation de la politique monétaire (on retourne à la situation antérieure) ou la création d'un nouveau cadre pour la politique monétaire avec des nouvelles normes.

1) Premier scenario : Normalization "Back to square one"

Dans un cadre où les fondamentaux se normalisent (2% d'inflation et 4% de chômage aux Etats-Unis), on s'attend à une normalisation de la politique monétaire. La période de taux 0 a été exceptionnelle dans l'histoire de l'économie américaine mais aujourd'hui il n'y a pas de raison de garder ses outils exceptionnels. C'est d'ailleurs le point de vue du président de la Bundesbank qui explique qu'il n'y a pas de raison de ne pas revenir à la normalisation. Seulement nous sommes face à un obstacle : les taux d'intérêt (taux longs, taux réels) ne se normalisent pas. En effet, nous sommes toujours dans un environnement de taux bas et on a l'impression que ça va rester comme ça. Il n'y a donc pas toute l'économie qui est normalisée. Le prochain graphique représente le taux sur les dettes de long terme.

Figure 3

10-Year Nominal and Real U.S. Treasury Rates



Note: 10-Year Real (Moving Average) rates are nominal Treasury yields adjusted for 5-year lagged moving average of CPI inflation. 10-Year Real (TIPS) rates are yields on Treasury Inflation-Protected Securities. 10-Year Real (SPF) rates are nominal 10-year Treasury yields adjusted using median 10-year CPI inflation expectations.
Source: Federal Reserve Board; Federal Reserve Bank of Philadelphia, Survey of Professional Forecasters

La courbe bleue représente le taux nominal qui baisse et les autres courbes représentent les taux réels. On remarque que depuis les années 80, il y a une tendance à la baisse des taux. En 2010 on voit que les taux sont faibles, proches de 0 voire négatifs. Si les taux restent bas, l'économie ne se normalise pas donc la politique monétaire non plus.
Le premier scénario est une normalisation stricte de la politique monétaire, un retournement à la case départ. Ce scénario semble peu probable car le taux d'intérêt ne s'est pas normalisé.

2) Second scenario : No return to "old monetary policy" because not everything is normalized

Dans le second scénario, on ne retourne pas à l'ancienne politique monétaire car nous prenons en compte le fait que les taux ne se sont pas normalisés.
Le taux naturel prend en compte la plupart des taux et permet d'équilibrer les marchés (comme le taux de chômage naturel). On est dans une économie où il y a beaucoup d'épargne, le taux d'intérêt pour équilibrer les marchés est très bas pour donner envie aux agents de consommer. Admettons par exemple que ce taux bas soit de 0.5 %, en prenant l'inflation de 2% et en ajoutant le taux naturel de 0.5%, on trouve un taux nominal de 2.5%. Ainsi si les taux restent bas (ce qui semble être le cas) le taux nominal de la politique monétaire sera de 2.5% alors que la moyenne depuis 1954 est de 4.8%.
La situation de taux zéro peut devenir un risque si les taux restent bas, ainsi cette contrainte deviendrait une norme ce qui laisserait moins de place pour les politiques de taux. Les banques centrales vont devoir garder les outils des PMNC. On va vivre dans un monde où la contrainte du taux 0 sera normalisée et les outils tels que le *Quantitative easing* deviendront normaux.

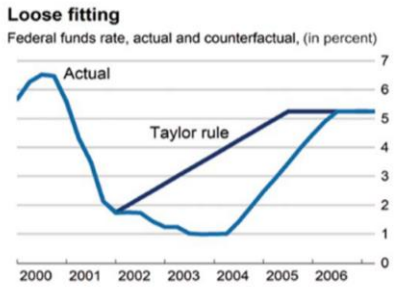
Si on regarde le tableau suivant, la première colonne nous donne le taux d'intérêt. Dans la première partie du tableau, nous sommes dans un cas sans QE et dans la deuxième partie avec QE.

Interest Rate	ELB frequency	Mean duration of ELB	mean(y)	mean(π) (π*=2)	RMSD(y)	RMSD(π)
Simple rule for nominal interest rate without QE						
6	5.3	4.5	-0.1	2	2.3	1.6
5	10	5.5	-0.1	1.9	2.4	1.6
4	20.2	7.8	-0.4	1.7	2.8	1.8
3	38.3	9.8	-1.1	1.2	3.4	2.2
2	60	11.2	-2	0.5	4.1	2.7
QE D: Initiation of purchases (AP(t)) when r(t)<0.25 & y(t)<-2.5 at a rate of $50 billion per quarter per unit of excess output gap						
6	4.4	4.1	0	2.0	2.3	1.6
5	7.9	4.6	0	2.0	2.3	1.6
4	13.9	5.7	0	2.0	2.4	1.6
3	23.3	7.4	-0.1	1.9	2.6	1.6
2	37.3	10.6	-0.4	1.7	2.8	1.7

On remarque que la mise en place des achats d'actifs avec un taux d'intérêt à 6% ne changent pas les fondamentaux (taux d'inflation et chômage). En revanche si le taux d'intérêt est de 2%, on sera à un niveau très loin de la cible d'inflation, avec une inflation de 0.5%. Et si on est dans le cas du QE on voit dans la seconde partie du tableau que la cible de l'inflation est pratiquement atteinte (1.7%). A ce moment-là, le QE devient un outil de la politique monétaire.
Dans le second scénario, on adapte les outils au nouveau monde ainsi les outils de la politique monétaire non conventionnelle seront utilisés.

3) Troisième scénario : No return to "old monetary policy" to address financial stability issue

Une des premières propositions de ce scénario est de modifier la cible d'inflation qui passerait à 4% (proposition faite par Blanchard au FMI). Le problème c'est que la crédibilité de ceux qui pensaient que 2% était la cible parfaite serait remise en cause. De plus, d'après Rogoff (2017), 2% est un équivalent moral de 0 alors que 4% est une cible moins arbitraire. La seconde proposition concerne la stabilité financière qui devrait être une cible de la politique monétaire. Selon Taylor, si vous voulez éviter une crise financière, il ne faut regardez uniquement l'inflation. Sur le graphique de gauche suivant, la courbe bleue représente la politique monétaire, si on avait écouté Taylor, on aurait remonté beaucoup plus tôt les taux d'intérêt et on n'aurait pas eu la bulle financière du graphique de droite (courbe rouge).



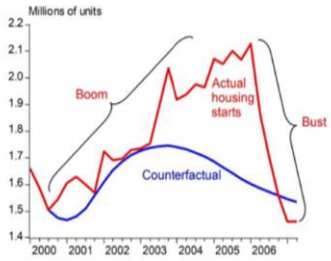


Figure 1. Chart published in *The Economist*, October 18, 2007. ure 2. The Boom-Bust in Housing Starts Compared with the Counterfactual (Source: Taylor (2007a))

2 arguments avant la crise pour la séparation entre la stabilité financière et politique monétaire :

- Les bulles : il faut activer les politiques monétaires pour réparer leurs effets et non pour les prévenir, en effet si les agents privés n'arrivent pas à identifier les bulles, les banques centrales ne le pourront pas non plus empêchant toute politique crédible de prévention des billes.
- Règle Tinbergen : Un objectif, un outil. Pour l'objectif d'inflation, l'outil est la politique monétaire et pour l'objectif de stabilité financière, l'instrument est la politique macro-prudentielle.

La BCE a deux pouvoirs dans les mains, l'*Eurosystem* pour la politique monétaire et la politique macro-prudentielle avec la *Banking* supervision. On a donc le même acteur qui est en charge à la fois de la politique monétaire et de la stabilité financière. La BCE va bien dissocier ces deux objectifs, s'engageant à éviter les conflits d'intérêt.

Conclusion

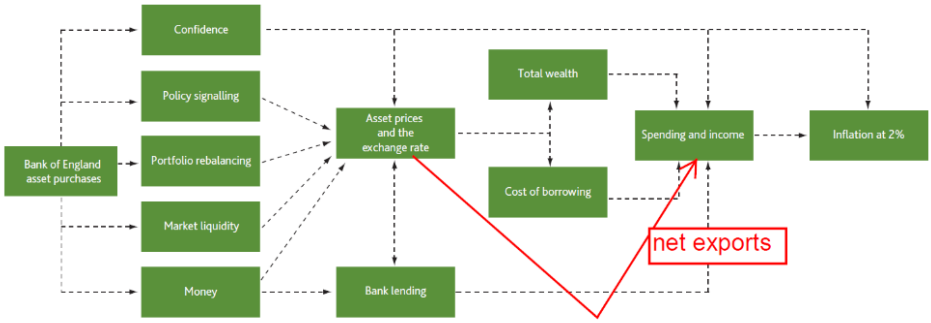
BCE a dans les mains deux pouvoirs : la politique monétaire et la politique macro-prudentielle. Si on suitle principe de Tinbergen, les coussins contracycliques doivent garantir la stabilité financière, pas besoin de jouer sur les taux. Avec les taux zéro et le problème de transmission des crises avec les marchés financiers, on est face à un risque de déflation important. Mon scénario est qu'on va garder une partie de la politique monétaire antérieure et qu'on va y ajouter des nouveaux outils. On va garder une cible d'inflation stricte de 2% et la pertinence de la courbe de Phillips existe toujours : même si vous ciblez l'inflation, ça peut avoir un impact sur les prix. Mais la nouveauté de l'orthodoxie monétaire est l'inclusion de la dimension financière dans la politique monétaire, en plus d'être flexible sur l'output gap, on le sera aussi sur les écarts financiers. Pour mener cette politique, on utilisera le taux habituel mais en cas de taux zéro, on utilisera les instruments de PMNC qui feront partie de la nouvelle politique monétaire normale !.

William De Vijlder

Je souhaiterais d'abord ajouter un point concernant la comparaison entre les coefficients de la fonction de réaction entre la Fed et la BCE : la réactivité sur l'écart d'inflation de la zone euro a été plus lente par rapport à la Fed, alors que cette réactivité à un output gap est un objectif de croissance. La BCE a mené une politique qui passe par une courbe de Philips, elle a mis l'accent sur sa réponse à l'output gap en espérant que l'inflation suive mais l'inflation n'a pas suivi. Le coefficient de la fonction de réaction est trop faible et en même temps, on a eu une période où les taux nominaux en dettes souveraines étaient négatifs, le spread a été déclassé, et ça a eu un impact sur le coût de la dette. On peut se demander si elle n'a pas essayé tout ce qu'elle pouvait mais juste cela n'a pas été suffisante.
La nouvelle orthodoxie, on ne sait pas où elle est, car elle dépend de plusieurs facteurs : la réaction des marchés, la stabilité financière, la divergence par rapport à l'objectif de la Banque centrale, les conséquences qui découlent du changement de régulation, l'aversion au risque des banques centrales et puis la marge de manœuvre de la politique monétaire.

Les Canaux de transmission

On est aujourd'hui dans un monde où la politique monétaire utilise la communication pour jouer un rôle de « Forward guidance ». Elle peut opérer à travers différents canaux de transmissions, ce qui diminue l'incertitude, cela donne une vue sur ce qu'on peut attendre des politiques monétaires.
Sur le schéma qui provient de la Banque d'Angleterre, on voit que le QE est un canal de transmission car il donne de la confiance, donne une idée de l'orientation future de la politique monétaire, cela crée un phénomène de re balancement de portefeuille, cela augmente à court terme la liquidité des marchés et ça injecte des réserves dans le système bancaire. Ce qui a des conséquences sur le taux de change, les prix des actifs, le coût de financement et puis l'inflation.



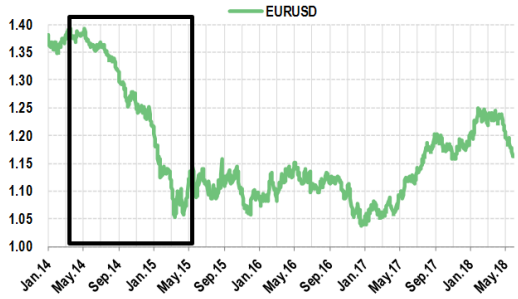
Ce qui est important lorsqu'on regarde l'efficacité de cette politique monétaire, c'est de regarder le bilan des banques. Si par exemple une banque vend du papier à la banque centrale, les réserves des banques augmentent et les positions du bon du Trésor baissent. Si c'est un client qui vend indirectement à la banque centrale, les réserves augmentent et les dépôts bancaires aussi. Ceci peut finir par provoquer une augmentation de la QE qui est donnée par les banques.

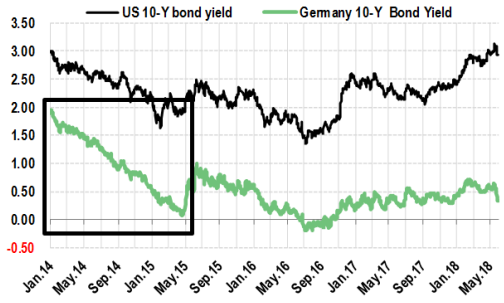
L'expérience avec la "Forward guidance"

Une étude de la Banque centrale hollandaise montre une efficacité de la « forward guidance » du côté des Etats-Unis, et notamment cela a permis de mieux contrôler la pente de la courbe des taux et d'éviter une sorte de repentification prématurée de la courbe qui finit par resserrer la condition financière et monétaire dans l'économie et du coup freine les dépenses. Pour éviter ce phénomène de paranoïa du marché qui pense que les taux vont remonter et que la Fed va vite réagir, il suffit de regarder la « forward guidance ». Mais l'impact sur la sphère réelle de la « forward guidance » a tendance à être faible. La « forward guidance » est utile que lorsque l'économie est déjà en accélération donc on ne peut pas l'utiliser pendant une récession car personne ne pense que la BC va remonter ses taux pendant une récession.

L'expérience avec le Quantitative Easing

Une étude de la Réserve Fédérale montre que le taux de chômage grâce au QE de la Fed a été nettement plus bas et a augmenté l'inflation. Il a aussi permis de retirer la crainte du risque extrême (« Tail risk »). La fermeté avec laquelle la banque centrale injecte des liquidités dans l'économie à travers le QE est un message rassurant car cela montre qu'elle soutient l'économie. Lorsqu'on fait du QE, les réserves augmentent donc la durée moyenne à l'actif baisse ce qui pousse les banques à réintroduire du risque dans leur bilan ce qui feront en octroyant plus de crédit.
Le graphique de gauche représente le taux de change EUR/USD, on remarque une baisse importante de l'euro dollar au mois d'avril juste après le rachat massif d'actifs qui a eu lieu au mois de mars. Ainsi on constate l'impact du QE sur le taux de change. Concernant les taux longs (graphique de droite), on constate la très forte influence étrangère, notamment des Etats-Unis sur l'Allemagne (ici).





Il ne faut pas oublier ces influences globales qui impactent le comportement du prix des actifs. Ce n'est pas vraiment la politique de la BCE qui a agi par les portfolios. Cela a été prouvé dans plusieurs études, notamment celle de la Banque de France qui a trouvé que la plupart des vendeurs à la BCE sont étrangers. Une étude de la banque centrale hollandaise suggère que, puisque les vendeurs d'obligations en réponse au QE dans la zone euro sont différents de ceux vendus à la Fed, à la Bank of England et à la Bank of Japon, les décideurs doivent accorder une attention particulière à la demande des investisseurs extérieurs à la zone euro, en particulier si la BCE prévoit de réduire son bilan.

Processus de normalisation politique

En 2013, les taux longs ont fortement augmenté. Si on regarde le schéma suivant pour savoir comment sont construits ces taux. On voit que le taux nominal dépend du taux réel et de l'inflation qui dépendent eux-mêmes des taux attendus et des primes de risque. Une étude menée par la Banque d'Angleterre montre que lorsque l'on analyse une politique de normalisation, il est important de regarder ce qu'il se passe avec la prime de risque. Les obligations servent à se couvrir contre un risque de fluctuation, on va acheter des actifs plus sûrs pour assurer un rendement et continuer à consommer, ainsi si le risque augmente l'attractivité pour ses actifs plus sûrs va aussi augmenter et cela va pousser les taux longs vers le bas. On est dans une situation de re-balancement de portefeuille très importante. Le Quantitative Tightening (QT) peut provoquer une augmentation de l'aversion au risque des investisseurs et ainsi une hausse de la demande des actifs sans risque.

Composition du bilan des banques

Le QT provoque une baisse des réserves ce qui augmente l'actif des banques, on réinjecte du risque dans le bilan des banques parce que les réserves baissent donc le risque pondéré augmente. L'évolution du cadre réglementaire joue aussi sur les réservent des banques. Le blog de la Fed a fait une estimation des besoins en réserves en liquidité dans le cas extrême où les 9 plus grosses banques seraient en manque. Il faudrait 900 milliards de dollars, il n'y a aucun marché qui peut gérer ça donc les banques ont besoin de réserves. La Fed a donc annoncé qu'elle va réduire la taille de son bilan.

Le rôle de la politique monétaire pendant la prochaine récession

Le point le plus important pour éviter la panique est la réactivité. Un papier récent de Janet Yellen et Jackson Hole (2016) montre que si le taux arrivait à 3% et si le bilan de la Fed diminuait suffisamment, il suffirait de baisser les taux à 0 et d'augmenter le bilan pour stabiliser le cycle.
Un autre point important est de savoir si l'objectif d'inflation doit être symétrique ou asymétrique. Nos graphiques montrent à quel point un objectif asymétrique d'inflation prenne la réactivité d'une banque centrale. Du côté de la BCE, il y a plusieurs problèmes notamment l'interprétation du mandat de Draghi et le risque sur le budget de la banque centrale. En effet, s'il y a des pertes sur le QE c'est l'Etat qui va indemniser la Banque d'Angleterre alors que la BCE n'a aucun sauvetage fiscal. Forcément une banque centrale voudrait éviter d'avoir un problème avec ses fonds propres qui l'obligerait à demander de l'aide à l'Etat.
Un autre point important c'est la « Zero lower bound » de la politique monétaire conventionnelle et la « Upper bond » de la politique monétaire non conventionnelle. Celle-ci a un impact sur beaucoup de

variables notamment le prix des actifs et la stabilité financière mais aussi sur la liquidité des marchés. Le Japon est en situation de « Upper bond » au niveau du QE, est ce qu'il faut changer la cible d'inflation ? Ce que préconise Bernanke c'est d'arriver un accord entre BC et gouvernement. Le gouvernement s'engage à mettre en place un nouveau programme de réduction des dépenses et d'impôts et la banque centrale s'engage à agir, en cas de besoin pour compenser les éventuels effets du programme sur le ratio dette publique japonaise / PIB.

Questions & Réponses

Pierre Jaillet, *Banque de France* :

- **Un point sur le taux d'intérêt** : on ne peut pas considérer que le taux d'intérêt naturel est totalement indépendant de la politique monétaire. Il y a quand même un élément de circularité, la politique très accommodante de la banque centrale a quand même joué sur le taux d'intérêt à travers deux canaux : d'une part à travers l'épargne et le revenu d'autre part par l'argument sur la dés incitation de l'investissement à long terme sur le fait d'avoir des primes de terme qui sont extrêmement basse. Le taux d'intérêt naturel est un indicateur mais il y en a d'autre. Fisher dit qu'on va passer d'une politique exceptionnellement accommodante à extrêmement accommodante.
- **Un point sur la relation macro-prudentielle et politique monétaire** : je ne suis pas persuadé que la règle Tinbergen, c'est-à-dire un objectif, un instrument soit totalement pertinente. Il y a 4 instruments du point de vue de la politique monétaire : le taux d'intérêt, les achats d'actifs, la « Forward guidance » et l'alimentation en liquidité. Du côté de la politique prudentielle, il y a aussi beaucoup d'instruments et donc ça serait presque du Tinbergen inversé. On a finalement beaucoup d'instruments pour un objectif qui est mal défini.