

# des banques centrales



ÉTIENNE DE  
CALLATAY

Chief Economist,  
Orcadia Asset  
Management

Les banques  
centrales  
continuent  
de ne pas  
aimer  
le risque.

Qui a dit que l'histoire était un éternel recommencement? Le souvenir de la crise des années 30 a amené les banques centrales, Federal Reserve en tête, à prendre, au lendemain de l'éclatement de la grande crise financière, des mesures inouïes pour empêcher la répétition d'un tel drame, et avec succès. Taux d'intérêt au plancher, gonflement de la taille de leur bilan, achats de titres de qualité douteuse, engagements dans la durée, communication déterminée, les banques centrales ont pris tous les risques. Ce qu'elles ont fait n'a pas vraiment correspondu aux instruments et aux recommandations que l'on trouve dans les manuels d'économie monétaire des facultés d'économie, et pourtant elles l'ont fait!

De cette observation pourrait découler une vision métamorphosée des autorités monétaires. Le banquier central est a priori dépeint comme un fonctionnaire prudent, et ceci est déjà souvent vu comme un pléonasme: un fonctionnaire serait forcément prudent. La politique monétaire serait un paquebot. Pas de coup de barre, mais un cap que l'on se voit assigné et que l'on vise dans la durée. La gestion de la crise financière aurait radicalement changé la donne.

## Entre prudence et audace

Hier championnes de l'application, dans une continuité prudente, d'objectifs fixés par l'autorité politique, les banques centrales seraient aujourd'hui aux commandes de toutes les manettes de la sphère économique-financière, depuis la fixation des buts à atteindre jusqu'à la mise en œuvre et au contrôle de l'implémentation par les agents économiques.

A la prudence de celui qui applique aurait succédé l'audace de celui qui conçoit, et plus encore, l'audace de celui qui a pris les plus grands risques et à qui l'histoire a donné raison de l'avoir fait.

Puisque l'audace a été payante, l'égo flatté, l'instrumentarium élargi et le champ de compétences étendu, on imagine aisément des gouverneurs de banques centrales dopés à la testostérone, nouveaux maîtres bienveillants du monde. Forts de leur succès, ne devrions-nous pas nous attendre à les voir prendre de nouvelles initiatives majeures. De quoi pourrait-il s'agir?

Un premier axe serait qu'elles cherchent à aller plus vite et plus loin dans la macro-stabilisation financière. Ici, les opérateurs du secteur devraient s'attendre à se voir imposées des exigences accrues de fonds propres ou une limitation à la détention de titres souverains de leurs pays respectifs, ou encore une pondération non

nulle des titres de la dette publique.

Un second axe serait qu'elles se permettent de changer l'objectif de la politique monétaire, et en particulier de viser un objectif d'inflation plus élevé que 2%. Comme souligné par Olivier Blanchard (économiste français, NDLR.), l'expérience récente a montré que 2% d'inflation en temps normal, cela laisse trop peu de place à la contraction des taux d'intérêt en cas de nécessité. Dès lors, il pourrait être opportun de relever cet objectif à 3, voire 4%.

Malgré la nouvelle position de force des banques centrales et les mérites de ces deux axes de réforme, il ne faut pas s'attendre à une modification aussi radicale du paysage financier. Et la première raison pour cela et que les banques centrales continuent de ne pas aimer le risque.

Or, changer la donne est prendre un risque. Ainsi, comme Janet Yellen, sortie de charge, l'a clairement dit, s'éloigner de l'objectif d'inflation à 2%, c'est courir le risque de désancrer les attentes en matière d'inflation. 3% seraient mieux que 2%, mais quitter 2%, c'est potentiellement perdre le contrôle sur l'inflation. Un tiens vaut mieux que deux tu l'auras. Oui, l'autorité des autorités monétaires est sortie renforcée de la crise financière, mais pas au point de les rendre omnipotentes, et elles en ont conscience.

Si les banques centrales ne se sont mises que très graduellement à infléchir le laxisme de leur politique, c'est parce que, selon certains, tels Gaël Giraud, elles resteraient très inquiètes quant à la situation économique sous-jacente, en dépit de l'accélération de la croissance, du recul du chômage et de la bonne tenue des indicateurs conjoncturels.

## La crainte demeure

Une explication alternative, plus simple, est que les banques centrales seraient tout simplement craintives face à une altération trop marquée de leurs propres comportements. Le caractère accommodant de la politique monétaire ne serait pas le signe que «ceux qui savent le mieux s'inquiètent le plus», mais celui de la peur de générer de l'incertitude, et, éventuellement de la peur de flétrir l'excellent bulletin qui est le leur actuellement.

Alors, entre amour du risque et aversion pour le risque, où se situent les banques centrales? La réponse serait simple: elles n'ont pris des risques considérables qu'en situation désespérée, où la non-prise de risque apparaissait de plus en plus comme une condamnation à mort, mais, pour le reste, elles demeurent fœnicement prudentes. Les banquiers centraux savent être là pour gérer les chocs, pas pour en créer.

