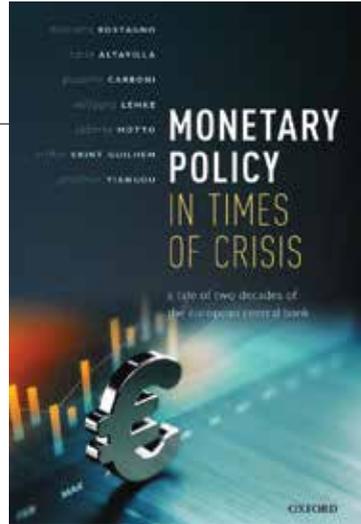


La science et l'art de la politique monétaire

LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE) a son lot de détracteurs et de sceptiques pour qui l'institution ne fait pas assez ou est trop souvent « à la traîne » pour parler en jargon du marché. *Monetary Policy in Times of Crisis* (La politique monétaire en temps de crise) est plus qu'un vigoureux plaidoyer. Rédigé par une équipe de la BCE, cet ouvrage présente de façon exceptionnelle et plus transparente que n'importe quelle autre banque centrale de pays avancé l'analyse fondée sur la théorie et les modèles qui guide les délibérations et mène aux décisions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Le lecteur sera impressionné par ce que cache la couverture : la science et l'art de l'élaboration de la politique monétaire.

Les auteurs procèdent à un examen magistral des enjeux inhérents à la politique monétaire auxquels a été confrontée cette jeune institution au cours de ses vingt premières années exceptionnellement mouvementées et en proie aux crises, et expliquent comment elle a géré les difficultés d'une union monétaire encore balbutiante. Nombreux sont ceux qui connaissent bien la devise de son président Mario Draghi « quoi qu'il en coûte » en 2012 pour faire face à la menace existentielle pesant sur l'euro, mais peu sont conscients des efforts déployés en coulisses par la BCE pour instaurer au plus tôt le mécanisme européen de stabilité, grâce auquel ses opérations monétaires sur titres (jamais utilisées) se sont avérées un instrument efficace pour résoudre la crise de la zone euro. La BCE revendique également la mise en place d'un mécanisme de surveillance bancaire unique qui a permis de réduire la fragmentation et d'accroître l'efficacité de sa politique monétaire dans l'ensemble de l'union monétaire.

La panoplie d'instruments utilisés par la BCE (taux d'intérêt négatifs, achats d'actifs, prêts subventionnés aux banques pour rétrocession et orientation future des taux directeurs) incite en général à se demander pourquoi sa stratégie est plus complexe que celle d'autres banques centrales. L'ouvrage démontre par de solides données empiriques que ces instruments sont complémentaires pour assurer une orientation monétaire accommodante, et prouve surtout comment leur association permet d'endiguer les pressions sur les coûts d'emprunt à plus long terme. Les détracteurs



Massimo Rostagno, Carlo Altavilla, Giacomo Carboni, Wolfgang Lemke, Roberto Motto, Arthur Saint-Guilhem, et Jonathan Yiangou

Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank

Oxford University Press
Oxford, Royaume-Uni, 2021,
448 pages, 115 dollars

citeront bien entendu les autres banques centrales qui parviennent à des résultats similaires tout en ayant un arsenal plus limité. Ce serait toutefois négliger une nuance primordiale : la BCE opère dans une union monétaire présentant des déséquilibres financiers très variés entre les États et les banques dans l'ensemble de la zone euro. Les faibles taux d'intérêt ne se transmettraient pas uniformément à l'ensemble de la zone euro si la BCE ne subventionnait pas les crédits aux banques plus fragiles.

La difficulté persistante de la BCE à atteindre son objectif de stabilité des prix reste préoccupante et plaide en faveur du maintien de son orientation monétaire accommodante. Mais, ici aussi, l'analyse est convaincante en démontrant que le recours à cette panoplie d'instruments a permis d'enrayer la baisse des anticipations inflationnistes à plus long terme ; autrement dit, la situation contrefactuelle aurait été pire.

Bien que l'analyse présentée dans cet ouvrage s'arrête à la fin de l'année 2018, les auteurs démontrent avec éloquence que les outils de politique monétaire élaborés ces dix dernières années ont été déterminants pour permettre à la BCE de faire face rapidement et énergiquement à la pandémie de COVID-19. La richesse de cette analyse n'intéressera pas seulement les experts, mais elle saura aussi captiver un public beaucoup plus large. **FD**

MAHMOOD PRADHAN, directeur adjoint, département Europe du FMI.