

# **LES BANQUES CENTRALES DANS LA TEMPÊTE**

**Pour un nouveau mandat de stabilité financière**



collection du

**C E P R E M A P**

---

CENTRE POUR LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE ET SES APPLICATIONS

# **LES BANQUES CENTRALES DANS LA TEMPÊTE**

**Pour un nouveau mandat de stabilité financière**

**XAVIER RAGOT**

**ÉDITIONS NSRU ÉD'ULM**

© Éditions Rue d'Ulm/Presses de l'École normale supérieure, 2012  
45, rue d'Ulm – 75230 Paris cedex 05  
[www.pressens.fr](http://www.pressens.fr)  
ISBN 978-2-7288-0471-9  
ISSN 1951-7637

Le Cepremap est, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005, le Centre Pour la Recherche Economique et ses Applications. Il est placé sous la tutelle du ministère de la Recherche. La mission prévue dans ses statuts est d'assurer *une interface entre le monde académique et les décideurs publics et privés.*

Ses priorités sont définies en collaboration avec ses partenaires institutionnels : la Banque de France, le CNRS, le Centre d'analyse stratégique, la direction générale du Trésor et de la Politique économique, l'École normale supérieure, l'INSEE, l'Agence française du développement, le Conseil d'analyse économique, le ministère chargé du Travail (DARES), le ministère chargé de l'Équipement (DRAST), le ministère chargé de la Santé (DREES) et la direction de la recherche du ministère de la Recherche.

Les activités du Cepremap sont réparties en  *cinq programmes scientifiques* coordonnés par sa direction : Politique macroéconomique en économie ouverte ; Travail et emploi ; Économie publique et redistribution ; Marchés, firmes et politique de la concurrence ; Commerce international et développement.

Chaque programme est animé par un comité de pilotage constitué de trois chercheurs reconnus. Participent à ces programmes une centaine de chercheurs, cooptés par les animateurs des programmes de recherche, notamment au sein de l'École d'économie de Paris.

La coordination de l'ensemble des programmes est assurée par *Philippe Askenazy*. Les priorités des programmes sont définies pour deux ans.

L'affichage sur Internet des documents de travail réalisés par les chercheurs dans le cadre de leur collaboration au sein du Cepremap tout comme cette série d'opuscules visent à rendre accessible à tous une question de politique économique.

Daniel COHEN  
Directeur du Cepremap



# Sommaire

|   |    |
|---|----|
| <b>Introduction</b> .....   | 11 |
| <b>1. Les banques centrales ont-elles favorisé la crise ?</b> .....                       | 15 |
| <i>Une politique monétaire expansionniste</i> .....                                       | 15 |
| <i>L'effet de la remontée non anticipée des taux d'intérêt</i> .....                      | 23 |
| <i>« Put option »</i> .....   | 26 |
| <b>2. Le jour où le marché s'arrêta</b> .....   | 29 |
| <i>Système bancaire parallèle et bulle immobilière</i> .....                              | 29 |
| <i>La production d'une quasi-monnaie privée aux États-Unis</i> .....                      | 31 |
| <i>La concentration des problèmes sur le marché interbancaire en Europe</i> .....         | 36 |
| <i>Crise de la liquidité et banques centrales</i> .....                                   | 41 |
| <b>3. Les banques centrales doivent-elles aider les États à se financer ?</b> .....       | 43 |
| <i>La doctrine du passé : la lutte contre la dominance fiscale</i> .....                  | 43 |
| <i>Banques centrales et budgets publics dans la crise : il faut agir et le dire</i> ..... | 47 |
| <i>Les banques centrales peuvent aider les États sans risques inflationnistes</i> .....   | 51 |
| <i>Politique monétaire et croissance après la crise</i> .....                             | 55 |

|   |    |
|---|----|
| <b>4. Banques centrales et réglementation financière :</b>        |    |
| <b>un mandat à faire évoluer</b> .....                            | 59 |
| <i>Principe de la réglementation financière</i> .....             | 59 |
| <i>Les nouvelles formes de la réglementation financière</i> ..... | 63 |
| <i>Faire évoluer le mandat des banques centrales</i> .....        | 65 |
| <i>Conséquence organisationnelle</i> .....                        | 67 |
| <b>Conclusion : les banques centrales</b>                         |    |
| <b>et la stabilité financière</b> .....                           | 69 |
| <b>Bibliographie sélective</b> .....                              | 71 |



## **EN BREF**

Les banques centrales ont le monopole d'émission des billets et des réserves détenues par les banques. Elles peuvent créer autant de monnaie qu'elles le veulent, pour acheter une quantité théoriquement illimitée de titres ou éteindre toute dette. L'utilisation de cette formidable capacité d'action a évolué au long du  $xx^e$  siècle, du fait des leçons tirées des crises et des périodes d'inflation élevée. Le consensus actuel, hérité des années 1980, a conduit à l'indépendance opérationnelle des banques centrales, qui s'occupent de la stabilisation de l'inflation à moyen terme et, pour la Réserve fédérale américaine, de la stabilisation de l'activité économique.

Sur le plan fiscal, la doctrine actuelle consiste à affirmer l'indépendance des banques centrales par rapport aux institutions politiques et au financement de la dette publique. Le but est d'éviter l'emploi de la taxe inflationniste ou de la rente de seigneurage comme outil fiscal. L'équilibre du budget de l'État doit revenir à la politique fiscale qui permet un débat démocratique sur l'impôt et des effets redistributifs maîtrisés. Cette doctrine provient aussi d'expériences extrêmes comme l'hyperinflation de l'Allemagne sous la République de Weimar, suite à une création monétaire massive destinée à payer les dépenses publiques.

Une telle doctrine, fruit des leçons du passé, a permis des succès certains, parmi lesquels une inflation faible depuis trente ans et une intervention des banques centrales pour soutenir les systèmes bancaires lors des crises. Mais cette conception de la politique monétaire n'est pas adaptée à un environnement financier libéralisé et instable. Elle est en partie responsable de la myopie des banques centrales face à l'accumulation des déséquilibres financiers avant la crise de 2007. Celles-ci se sont fiées aux marchés financiers pour évaluer les risques sans penser que ces marchés pouvaient engendrer des erreurs dans leur appréciation des risques

macroéconomiques. Par ailleurs, le mandat actuel des banques centrales limite leur capacité d'action. La Banque centrale européenne ne peut aujourd'hui afficher comme objectif en soi la stabilisation des marchés des titres de la dette publique, si cela n'a pas d'effet sur l'inflation.

Le mandat des banques centrales doit donc changer. Elles doivent non seulement maîtriser l'inflation, mais aussi être responsables de la stabilité financière au sens large. Leur rôle particulier dans la stabilité financière devra être de superviser la liquidité, en surveillant les risques systémiques qui entraînent le dysfonctionnement de marchés cruciaux pour le financement des banques et des entreprises. Cette responsabilité devra s'adapter à l'évolution de l'environnement réglementaire en cours de définition. Dans tous les cas, la capacité de création illimitée de monnaie restera toujours un aspect essentiel du rôle des banques centrales.

Cet opuscule décrit d'abord comment les banques centrales ont contribué à la constitution de la fragilité financière avant la crise apparue en 2007. Il présente ensuite leur action au cœur de la crise, avant d'en venir à la crise des dettes publiques en Europe. L'appréciation du rôle de la Banque centrale européenne sous l'angle de la stabilité financière permet de différencier le cas de la Grèce de celui de l'Italie. Des arguments solides peuvent être avancés pour justifier une intervention visant à diminuer les taux de financement publics italiens, afin de permettre la mise en place de mesures fiscales dans un environnement stabilisé.

**Xavier Ragot** est professeur associé à l'École d'économie de Paris et chercheur au CNRS. Il a été économiste senior à la Banque de France pendant trois ans. Ses recherches actuelles portent sur l'économie monétaire et la macroéconomie financière.

## Introduction

Les banques centrales sont en principe les gardiennes silencieuses de la stabilité économique : stabilité des prix, stabilité du système de paiement et stabilité du système bancaire. Ces différentes fonctions sont apparues crise après crise. La pratique moderne des banques centrales est le fruit des leçons chèrement payées des crises bancaires du XIX<sup>e</sup> siècle et du début du XX<sup>e</sup> siècle. La Réserve fédérale américaine, la FED, a été créée en 1913 pour mettre fin à des crises bancaires cycliques. L'objectif actuel d'inflation faible visé par les banques centrales est une leçon des années 1970 pendant lesquelles l'inflation était forte et la croissance faible. Dans les années 1980, le coût en termes de chômage et de croissance de l'effort de diminution de l'inflation a fait prendre conscience des mérites d'une inflation stable et modérée. À n'en pas douter, la crise financière commencée en 2007 sera une nouvelle étape de la définition du rôle des banques centrales dans l'économie. Il est peu probable en effet que les démocraties acceptent une nouvelle fois de consacrer autant d'argent à sauver des acteurs financiers qui ont été à l'origine de la crise<sup>1</sup>. La réglementation financière va changer, tout comme le rôle des banques centrales.

Avant la crise, la fonction des banques centrales pouvait paraître assez simple. Elles modifiaient leurs taux directeurs, c'est-à-dire les taux auxquels les banques se prêtent de l'argent entre elles, en fonction de l'inflation anticipée et de l'activité économique, suivant leur mandat. La crise a tout bouleversé. Les banques centrales ont mis en place, dans l'urgence, de nouveaux outils pour éviter la désagrégation du système financier. Elles ont dû gérer à la fois des crises bancaires, l'implosion de certains marchés essentiels au fonctionnement de l'économie, les difficultés de financement de la Grèce et de l'Irlande, les risques de récession et, évidemment, les

---

1. Voir J.-P. Trichet, *Wall Street Journal*, 26 décembre 2010.

risques de déflation ou d'augmentation de l'inflation. Reconnaissons que cela fait beaucoup pour une seule institution.

Aujourd'hui que le rôle des banques centrales, notamment leur détention des dettes publiques, est devenu plus visible, nombre d'économistes se demandent si leur mandat ne devrait pas évoluer. Ainsi, la Banque centrale européenne (BCE) est principalement la gardienne de la stabilité des prix, avec une inflation faible, proche de 2 % ; or son action durant la crise a eu une portée bien plus large, comme nous le verrons plus loin. Cependant, un rapport récent du Centre d'analyse économique<sup>1</sup> sur les banques centrales et la stabilité financière montre des divergences entre les économistes. Si certains continuent d'insister sur le rôle clé de la stabilité des prix dans le mandat des banques centrales, d'autres estiment qu'elles doivent peser sur la stabilisation macroéconomique et financière.

Les marchés financiers étant aujourd'hui instables, on ne peut écarter l'idée qu'ils développeront de nouveau les germes d'une crise future. Face à un tel risque, les banques centrales doivent désormais être en charge de la stabilité financière et de la stabilité globale de la liquidité dans l'économie. Même si de nouvelles institutions sont en cours de création afin d'assurer la stabilité financière et le financement des États, les banques centrales auront toujours un rôle décisif dans cette stabilité par leur capacité à créer de la monnaie et donc de la liquidité.

Ce constat se fonde sur trois observations :

- Les marchés financiers sont instables et leur liquidité peut brusquement disparaître, entraînant des effets réels profondément déstabilisants. La politique des banques centrales peut affecter, en positif ou en négatif, la stabilité financière. Par ailleurs, elles peuvent coordonner les anticipations pour éviter les crises de dettes autoréalisatrices.
- Les banques centrales peuvent créer de la liquidité de manière générale ou ciblée, vers certains marchés ou vers certaines institutions. En effet,

---

1. J.-P. Betbèze *et alii*, *Banque centrale et stabilité financière*.

la nature de la « liquidité manquante » n'est pas la même aux États-Unis et en Europe, par exemple. Les banques centrales ont su définir les outils adaptés pour cela.

- Les banques centrales auront toujours un rôle à jouer pour assurer le fonctionnement normal des marchés financiers, avant, pendant et après les crises. Il convient donc de faire évoluer leur mandat. Les coûts éventuels d'un tel changement sont inférieurs au gain qui en résultera : le renforcement de la compétence des banques centrales en matière de compréhension du fonctionnement des marchés financiers.

Quelle a été l'action récente des banques centrales ? Avant la crise de 2007, elles ont contribué à augmenter les déséquilibres produits par le système financier. Cette période est analysée dans la première partie de notre étude.

Le cœur de la crise financière a consisté en une implosion du secteur bancaire aux États-Unis et en Europe. Aux États-Unis, la liquidité produite par le secteur bancaire parallèle s'est évanouie ; en Europe, la liquidité échangée sur le marché interbancaire a disparu. Dans les deux cas, la réaction des banques centrales a été de fournir des liquidités en quantité presque illimitée. Nous décrivons ce moment de la crise dans une deuxième partie.

La troisième période de la crise est celle des dettes publiques en Europe. La BCE fournit très partiellement de la liquidité aux États pour leur donner le temps nécessaire à la mise en place d'une consolidation fiscale. Les montants sont probablement trop faibles. Un incident de paiement de la part de certains grands pays européens comme l'Italie aurait des conséquences très déstabilisatrices sur les marchés financiers. Il faut donc envisager la relation entre BCE et États sous l'angle de la stabilité financière et non directement sous celui de la contribution fiscale. Notre troisième partie étudie l'utilité d'un financement de certains États européens et les risques associés.

Dans une quatrième partie, nous montrons la nécessité de faire évoluer le mandat des banques centrales pour qu'elles assument leur rôle clé dans

la stabilité financière. Ce rôle est à penser au sein d'une nouvelle architecture financière où de nouvelles institutions seraient aussi en charge de la stabilité des marchés financiers. Dans tous les cas, les banques centrales demeurent les institutions qui ont le monopole de la création de billets de réserve, donc de la liquidité. Ce qui leur donnera toujours un rôle décisif en matière de stabilité financière.

# 1. Les banques centrales ont-elles favorisé la crise ?

La période de constitution de la « fragilité financière » a lieu aux États-Unis entre 2003 ou 2004 et 2007. Ce terme de « fragilité financière » désigne un endettement et une exposition aux risques macroéconomiques sans précédent de la part des intermédiaires financiers. Il ne s'agit pas d'un choc extérieur qui a fait vaciller l'ensemble des marchés financiers internationaux, mais, au contraire, de mécanismes produits au sein des marchés américains, profondément déstabilisants et non apparents pour la plupart des observateurs.

Aujourd'hui encore, la nature des facteurs qui ont rendu possible l'élaboration d'un tel château de cartes fait débat. L'enjeu est de taille : comment modifier les outils publics pour atteindre trois objectifs, c'est-à-dire éviter la constitution de déséquilibres financiers, agir efficacement en cas de crise et limiter les conséquences les plus négatives des crises financières et bancaires sur l'activité économique.

Le rôle des banques centrales dans la constitution de la fragilité financière a été largement débattu et trois arguments ont été avancés. Tout d'abord, les banques centrales et notamment la FED ont conservé trop longtemps une politique monétaire accommodante et ont tardé à remonter les taux d'intérêt. Ensuite, les changements non anticipés de politiques monétaires ont accru la prise de risque des institutions financières en 2004. Enfin, les banques centrales ont eu le tort de laisser penser qu'elles déploieraient un filet de sécurité efficace si une crise advenait, ce qui a entraîné des prises de risque excessives. Ces arguments présentent une part de vérité. Ils sous-estiment cependant le rôle essentiel des innovations financières dans la constitution des déséquilibres financiers. La politique monétaire a accru des déséquilibres préexistants et non identifiés.

## **UNE POLITIQUE MONÉTAIRE EXPANSIONNISTE**

La critique la plus fréquente de la politique monétaire américaine est connue. Elle affirme que la FED a mené une politique monétaire expansionniste

pendant trop longtemps après l'éclatement de la bulle Internet, ce qui a conduit à des coûts de financement à court terme extrêmement faibles et à une injection substantielle de liquidités dans l'économie. Ces liquidités ont permis aux intermédiaires financiers de faire massivement crédit aux ménages qui achetaient des maisons, gonflant ainsi la bulle immobilière.

Cette explication peut sembler séduisante, car elle est simple et repose sur des constatations empiriques. Cependant, elle manque la question centrale : pourquoi les acteurs financiers ont-ils si mal apprécié les risques ?

### ***Des taux d'intérêt historiquement faibles***

Les taux d'intérêt de court terme décidés par la Réserve fédérale ont été historiquement bas après 2001. John Taylor a montré que l'on pouvait se représenter le comportement de la FED comme répondant à l'inflation et à la dynamique de la production. Cette estimation, appelée règle de Taylor, est donc une règle simple de comportement pendant une période où l'inflation s'est révélée stable et pendant laquelle les fluctuations de la production étaient considérablement inférieures à celles des périodes antérieures. Cette réduction des fluctuations macroéconomiques a amené les économistes à appeler cette période la « grande modération ». L'écart entre les taux de la FED et les taux impliqués par la règle de Taylor après 2001 a atteint plusieurs pourcents en 2005 : le taux décidé par la FED était de moins de 2 % en 2005, alors que le taux de la règle de Taylor était supérieur à 5 %. La FED a choisi des taux bas comparés à son comportement moyen pendant la grande modération.

Ces faibles taux d'intérêt sont effectivement associés à une croissance rapide du crédit au-delà de sa moyenne historique. Ce dynamisme n'a pas entraîné une hausse des prix des biens consommés par les ménages. L'inflation mesurée par le prix du panier de bien des ménages est restée stable, autour de 2 %. En revanche, les prix immobiliers se sont considérablement accrus. Le prix des maisons au États-Unis a quasiment doublé entre 2000 et 2007.



L'affirmation d'une relation entre taux bas et bulle financière existe dans une version affinée. En effet, il est difficile de comprendre comment les taux d'intérêt bas de court terme peuvent expliquer à eux seuls la création d'une instabilité financière. Les taux d'intérêt bas induisent généralement une demande de crédit qui se solde par des pressions inflationnistes. Si tel n'a pas été le cas, c'est que les taux d'intérêt bas se sont conjugués à une vague d'innovation financière entraînant une demande de crédit essentiellement immobilier, qui a eu un impact faible sur le niveau général des prix. Les prix immobiliers ont augmenté car la demande de maisons a augmenté, ce qui a entraîné un accroissement de la demande de crédit immobilier. Ce premier mécanisme a été rendu possible par des innovations financières qui se sont largement répandues dans les années 2000 et qui sont des titres financiers adossés à des crédits immobiliers : les fameux *subprimes*, ou encore les RMBS.

Ainsi, une première critique de l'action des banques centrales montre qu'elles n'ont pas remonté leurs taux d'intérêt suffisamment vite pour freiner la hausse de la demande de crédit immobilier induite par les innovations financières.

La réponse des banquiers centraux à cette critique est simple. La demande de crédits immobiliers était d'abord alimentée par des innovations financières et des mouvements de capitaux internationaux qui rendaient la recherche de crédit peu dépendante de la politique monétaire. Cette politique ayant peu d'effets sur les taux de long terme, elle n'est donc pas responsable de la dynamique du crédit.

Cet argument de l'inefficacité de la politique monétaire est exagéré. Car les crédits distribués étaient titrisés et revendus à des institutions financières qui se finançaient à très court terme sur le marché monétaire. Ainsi, si une hausse des taux courts pouvait avoir un effet limité sur la demande de crédit par les ménages, ils auraient considérablement réduit la demande de produits titrisés par les intermédiaires financiers. D'un point de vue théorique, O. Loisel, A. Pommeret et F. Portier montrent que de petites

variations de taux d'intérêt peuvent entraîner des effets importants sur les portefeuilles des agents, lorsque les agents ont des comportements mimétiques et essaient d'extraire de l'information des actions des autres<sup>1</sup>.

La seconde réponse à cette mise en cause est plus profonde car elle concerne le fonctionnement même des marchés financiers. Au fond, personne ne savait vraiment quel était le niveau raisonnable du prix des actifs immobiliers. Les débats actuels sur les prix de l'immobilier parisien montrent bien la difficulté d'évaluation du prix de ces actifs, ce qui est d'ailleurs une conclusion simple de la théorie économique. Comme les banques centrales n'ont pas pour mandat d'évaluer les prix des actifs ou d'essayer de détecter des bulles financières, elles se sont reposées sur les marchés financiers pour évaluer les risques des prix immobiliers. C'est cette externalisation trop importante de l'évaluation du risque au niveau global qui a posé problème, et qui remet en cause aujourd'hui cette réponse.

### ***Une mauvaise appréciation du risque par les marchés***

L'évaluation du risque par les intermédiaires financiers a été un échec, ce qui constitue une leçon financière de la crise, même pour A. Greenspan. Les innovations financières et comptables, l'opacité des bilans, la créativité technique n'ont pas abouti à une division et à une répartition efficiente des risques, mais ont rendu impossible leur évaluation par les acteurs financiers. Ces évolutions financières conjuguées avec le bas niveau des taux d'intérêt peuvent expliquer une prise de risque excessive.

Cette mauvaise évaluation du risque peut être mise en lumière en considérant différentes mesures du risque de crédit sur la dette des intermédiaires financiers. Ces mesures captent l'appréciation portée par les acteurs de marché sur le risque de faillite des intermédiaires financiers. Ces mesures restent désespérément plates jusqu'en juillet 2007, lorsque les premiers

---

1. O. Loisel, A. Pommeret et F. Portier, « Monetary policy and herd behavior in newtech investment ».

fonds sont fermés. De manière plus fine, en écart par rapport aux autres secteurs et mesuré par les Credit Default Swap (CDS), le secteur financier n'a pas connu d'augmentation de primes de risque. Ces dernières augmentent de manière inédite en septembre 2008 après la faillite de Lehman Brothers'. Ces primes de risque ont donc largement suivi les effets et ne les ont nullement anticipés.

La prise de risque des intermédiaires était-elle le résultat du bas niveau des taux d'intérêt ? Des travaux universitaires montrent empiriquement et théoriquement la possibilité que de faibles niveaux de taux d'intérêt accroissent la prise de risque des intermédiaires financiers. Cet effet est aujourd'hui appelé « canal de prise de risque de la politique monétaire »<sup>1</sup>. Pour montrer cela de manière empirique, se rencontre tout d'abord une redoutable difficulté. En effet, les bas niveaux de taux d'intérêt peuvent être le résultat de la prise de risque et de la fragilité des acteurs financiers. Dans ce cas, ils seraient une conséquence et non une cause de la fragilité financière. Pour résoudre ce problème de causalité, V. Ioannidou, S. Ongena et J. Peydro ont étudié le cas de la Bolivie de 1999 à 2003<sup>2</sup>. Durant cette période, la politique monétaire bolivienne était ancrée sur celle du dollar, alors que les choix de la politique monétaire des États-Unis ne considéraient pas la situation bolivienne. Le problème de l'exogénéité de la causalité peut donc être résolu dans ce cas. Les auteurs montrent que la qualité des nouveaux crédits a sensiblement diminué et que les banques ont donc pris plus de risques. Une série de travaux empiriques utilisant d'autres stratégies d'identifications tendent à confirmer l'existence d'un canal de la prise de risque.

---

1. C. Borio et H. Zhu, « Capital regulation, risk-taking and monetary policy : a missing link in the transmission mechanism ? ».

2. V. Ioannidou, S. Ongena et J. Peydró, « The impact of short-term interest rates on risk-taking : hard evidence ».

Après tout, cette prise de risque additionnelle est-elle nuisible ? Il n'est pas étonnant que les banques financent plus de projets lorsque les coûts de refinancement sont faibles, et que les projets additionnels soient plus risqués. Des travaux récents concluent que la prise de risque additionnelle peut être déstabilisatrice, lorsqu'elle interagit avec d'autres frictions financières. Les travaux d'A. Shleifer et R. Vishny étudient le comportement des banques lorsque celles-ci peuvent titriser leur crédit et lorsqu'il existe une bulle sur les prix des actifs, que les banques perçoivent<sup>1</sup>. Dans ce cas, les banques essaient de profiter au maximum de cette opportunité de profits car elles savent que les prix d'actifs sont différents de leur valeur fondamentale. Elles augmentent considérablement leur levier, font crédit et revendent les crédits. Les facilités d'endettement de court terme accroissent l'ampleur de la prise de risque. C'est donc la rationalité des banques face à une erreur de marché qui les conduit à prendre sciemment des risques importants pour maximiser leurs profits. Les problèmes financiers qui aboutissent à un effet négatif des taux d'intérêt bas tiennent à la présence initiale d'une erreur d'évaluation du risque et aux innovations financières qui permettent la titrisation. Pourquoi les acteurs se sont-ils à ce point trompés sur le risque agrégé ? En d'autres termes, d'où provient la bulle initiale ?

Les travaux que nous avons menés avec S. Dubecq et B. Mojon apportent un élément de réponse à cette question et montrent le rôle de l'opacité financière dans la formation de la bulle<sup>2</sup>. Les innovations financières des années 2000 coïncident avec l'évolution du cadre réglementaire, avec le passage aux normes Basel 2 et l'introduction de nouvelles règles comptables. Ces évolutions conjointes ont rendu extrêmement difficile la compréhension des contraintes réglementaires pesant effectivement sur les banques et les intermédiaires financiers en général. V. Acharya et

---

1. A. Shleifer et R. Vishny, « Unstable banking ».

2. S. Dubecq, B. Mojon et X. Ragot, « Fuzzy capital requirements, risk-shifting and the risk taking channel of monetary policy ».

P. Schnabl soulignent que les intermédiaires financiers ont joué avec les contraintes réglementaires pour diminuer au minimum le montant de leur capital et pour maximiser ainsi leur levier<sup>1</sup>. Quant à J.-C. Rochet, il insiste sur la technicité des modèles d'évaluation du risque des acteurs financiers, qui rend impossible l'appréciation de leur robustesse<sup>2</sup>. Cette évolution de la contrainte réglementaire facilite la prise de risque et augmente donc la demande d'actifs risqués comme les crédits immobiliers, ce qui accroît leur prix. Si les épargnants ne comprennent pas vraiment le jeu des intermédiaires financiers et leur réelle contrainte réglementaire, ils ne font qu'observer la hausse du prix des actifs risqués et peuvent ainsi croire que les banques, tout comme eux, sont plus riches qu'ils ne le sont vraiment. Cet effet de richesse fallacieux tend à dissimuler la fragilité des intermédiaires financiers, ce qui explique les primes de risque faibles avant 2007 et le bas taux d'épargne des ménages, lesquels se croyaient riches. Dans ce cadre, une politique monétaire accommodante conduit à une demande encore plus grande d'actifs risqués par les intermédiaires et augmente l'ampleur de cet effet de richesse fallacieux.

Les deux études que nous venons de citer insistent sur le comportement relativement sophistiqué des intermédiaires financiers en présence d'acteurs moins bien informés. Cependant, un doute est difficile à dissiper : ces intermédiaires ont-ils été aussi perspicaces que cela dans l'appréciation du risque en période d'innovations financières ? Sans citer de noms, nous nous souvenons de discussions avec d'excellents économistes soutenant l'allocation optimale des risques par les marchés financiers en 2007. Et nous étions nous-même loin de prévoir l'ampleur des déséquilibres financiers. Ainsi il s'agit peut-être d'une intoxication collective après ingestion déraisonnable d'innovations financières. Cette hypothèse peut être qualifiée de

---

1. V. Acharya et P. Schnabl, « How banks played the leverage game ? ».

2. J.-C. Rochet, « The future of banking regulation ».

minskyenne et est défendue par les économistes André Orléan ou Michel Aglietta<sup>1</sup>.

Il faut reconnaître que les analyses d'Hyman Minsky semblent particulièrement pertinentes pour la crise actuelle. Il insiste sur le caractère intrinsèquement instable de la dynamique financière. Par temps calme, les acteurs financiers ont tendance à minimiser les risques économiques et à produire des innovations financières qui permettent de contourner les contraintes existantes pour prendre plus de risques. Un réseau d'intermédiaires financiers différent du système bancaire classique et moins réglementé se développe, que les régulateurs comprennent mal. Les risques s'accumulent là où on ne regarde pas. On peut voir certaines des études citées plus haut comme des explicitations de mécanismes partiels décrits par Minsky.

Ainsi, optimisme, innovation et opacité financière ont pu créer des effets inédits de taux d'intérêt faibles. De faibles coûts de financement ont augmenté la demande de crédit d'acteurs financiers. Ces derniers utilisaient de nouveaux instruments pour acheter massivement des actifs risqués, augmentant leur prix sans avoir d'effet manifeste ni sur les primes de risque, ni sur l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation.

Alors, la politique monétaire apparaît dans le pire des cas comme ayant un effet multiplicateur sur des déséquilibres financiers préexistants. Ceux-ci sont avant tout le fruit gâté des innovations financières, en avance sur la réglementation concernée. Ce sont donc bien les lacunes de la réglementation qui ont permis à certains acteurs d'utiliser toutes les ressources disponibles pour augmenter leur exposition au risque. Ainsi, si l'on reconnaît un rôle à la politique monétaire, c'est la croyance plus générale des régulateurs dans la pertinence de l'évaluation du risque et dans la stabilité des marchés financiers qui est en cause. Cette conclusion conduit naturellement à discuter prioritairement la réforme de la réglementation

---

1. Voir A. Orléan, *De l'euphorie à la panique. Penser la crise financière* ; M. Aglietta, *La Crise : pourquoi en est-on arrivé là ? Comment en sortir ?*

financière, mais il nous faut d'abord analyser d'autres critiques de la politique monétaire.

## **L'EFFET DE LA REMONTÉE NON ANTICIPÉE DES TAUX D'INTÉRÊT**

Des travaux récents sur le lien entre politique monétaire et instabilité financière insistent sur la remontée non anticipée des taux d'intérêt effectuée par la FED, plutôt que sur le niveau faible de ces derniers. L'anticipation du comportement de la banque centrale et donc la transparence des débats au sein de cette institution seraient alors une condition essentielle de la stabilité financière.

C'est ce qu'avancent par exemple A. Landier, D. Sraer et D. Thesmar en étudiant en détail le cas d'un intermédiaire financier, New Century, qui a eu un rôle important dans l'émission des titres de crédits *subprimes* et qui a fait faillite début 2007<sup>1</sup>. L'intérêt additionnel de ce travail est de montrer concrètement le comportement des intermédiaires dans la bulle.

Dans un premier temps, New Century a conservé à son actif une partie importante des titres de crédits risqués émis. Il est donc erroné de croire que les acteurs au cœur de l'émission des actifs financiers les plus risqués se sont totalement débarrassés du risque. Puis New Century a changé de comportement de manière brutale en 2004 en finançant des crédits de plus en plus risqués. Cette année-là sont introduits de nouveaux contrats de crédits à taux variables où les emprunteurs ne paient que les intérêts sur les crédits pendant une période fixée contractuellement (contrat *interest only*). Ensuite, en 2005, apparaît une autre sorte de contrats à taux variables pour lesquels le montant du capital n'est pas totalement remboursé à la fin du contrat de crédit. Ce qui permet de financer des ménages au revenu encore plus faible par rapport au prix de la maison achetée (contrat *Balloon*).

---

1. A. Landier, D. Sraer et D. Thesmar, « Going for broke : New Century Financial Corporation, 2004-2006 ».

Pour les auteurs de l'étude citée, le changement de comportement en 2004 est lié à la hausse non anticipée des taux d'intérêt qui a amené l'entreprise à prendre plus de risques. La hausse des taux d'intérêt a entraîné une fragilisation des bilans et une probabilité de faillite plus grande. Dans un tel cas, il peut être rationnel de prendre encore plus de risques pour jouer le tout pour le tout. Cette stratégie de *gambling for resurrection* a pu être observée pour des entreprises proches de la faillite. Quand on sait que l'on est au bord du gouffre, il n'y a plus qu'à sauter le plus loin possible pour espérer arriver de l'autre côté.

Cette explication met donc en avant la hausse non anticipée des taux d'intérêt dans le changement des comportements des intermédiaires financiers en 2004. Il semble cependant difficile d'adhérer vraiment à cette explication. Car l'année 2004 est celle de la diffusion des innovations financières. Il y a peut-être une simple corrélation entre développement des innovations et modification de la politique monétaire. Par ailleurs, c'est aussi l'année des débats réglementaires sur les contraintes en capital retenues pour les produits titrisés. Ainsi, changement de la réglementation et innovations financières sont des explications plus crédibles.

De manière plus générale, la fin des périodes de bulles spéculatives coïncide avec une hausse des taux d'intérêt. Ces hausses rendent plus évidentes encore la surévaluation des prix des actifs risqués en faisant diminuer la demande et donc leur prix, du fait de l'augmentation des coûts de refinancement. H. Minsky notait ainsi que les bulles spéculatives étaient dynamiques car les acteurs anticipaient une hausse permanente des prix. Plus que les rendements des actifs, ce sont les gains en capital (la hausse des prix) qui justifiaient les stratégies. Lorsque le coût de financement à court terme augmente, la demande et les prix baissent. Les acteurs financiers spéculatifs vendent leurs actifs pour diminuer leur endettement, ce qui contribue à une chute brutale des prix. T. Adrian et H. Shin ont montré que les banques d'investissement avaient une demande d'actifs qui



augmentait avec les prix et donc diminuait lorsque les prix baissaient<sup>1</sup>. Ce comportement anormal (la demande devrait augmenter lorsque les prix baissent !) conduit à des mouvements déstabilisants de spirale à la vente après une chute initiale des prix.

Ainsi, si l'on peut observer que la hausse des taux d'intérêt coïncide avec la chute du prix des actifs financiers, cette relation atteste plutôt l'existence d'une bulle spéculative que le caractère dangereux d'une hausse des taux. Cependant, l'analyse du comportement des intermédiaires financiers indique l'importance de la prévisibilité de la politique monétaire. Ces acteurs prennent des positions qui les rendent très dépendants du risque de hausse des taux d'intérêt court, essentiellement un endettement à court terme pour un placement à plus long terme, pour jouer la pente de la courbe des taux. Les banques centrales peuvent créer un risque additionnel en changeant leur taux d'intérêt de manière non anticipée.

La prévisibilité de la politique monétaire peut donc contribuer à une plus grande stabilité financière. Cette réflexion est au cœur d'un vaste débat sur la communication des banques centrales. Doivent-elles être plus transparentes pour être plus prévisibles ? Doivent-elles suivre des règles simples ou s'accorder le droit à des mouvements discrétionnaires des taux d'intérêt ? Sur ce dernier point, un consensus émerge dans les pratiques des banques centrales pour suivre des règles flexibles. Suivre une règle sauf quand on a un intérêt manifeste et justifiable à dévier de la règle (par exemple de la règle de Taylor). En effet, il peut y avoir des situations non prévues qui justifient des déviations. Sur le premier point, celui de la transparence, les pratiques sont plus différentes.

Le degré de transparence des débats est tout d'abord très variable. Certaines banques centrales rendent publics les débats de manière nominative, comme la Riksbank (la Banque centrale de Suède). D'autres les rendent publics de manière non nominative. D'autres encore, comme la BCE, ne les

---

1. T. Adrian et H. Shin, « Liquidity and leverage ».

communiquent pas. Ensuite, certaines banques centrales rendent publiques les règles simples sur lesquelles se fondent les décisions de politique monétaire, comme la Banque centrale du Canada. Enfin, et c'est peut-être là le plus intéressant pour les débats sur la stabilité financière, d'autres publient chaque mois le sentier de taux d'intérêt de court terme qu'elles prévoient. Elles annoncent donc tous les mois ce qu'elles pensent être leurs décisions futures. Ces annonces ne les engagent pas, mais communiquent au marché l'évolution anticipée des taux par les banques centrales elles-mêmes. Les banques centrales de Suède, de Nouvelle-Zélande, de Norvège, d'Islande et de République tchèque annoncent ainsi les sentiers de taux.

Des évolutions en terme de transparence des banques centrales permettront à n'en pas douter au marché financier de mieux anticiper les évolutions de politique monétaire. Cependant, il est difficile d'affirmer que la crise financière a quelque chose à voir avec l'absence de transparence des banques centrales.

### **« PUT OPTION »**

L'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000 a marqué la fin de l'ancienne « nouvelle économie ». La FED a baissé substantiellement ses taux d'intérêt afin de limiter les effets de la récession. L'inflation étant restée faible, les taux sont demeurés bas pendant plusieurs années. La politique contracyclique de la banque centrale a joué comme un filet de sécurité pour les acteurs financiers qui ont pris des risques excessifs lors de la bulle Internet, en leur permettant de se refinancer à un coût faible. L'action des banques centrales fournit l'assurance que les choses ne vont pas trop mal tourner si le système devient instable. Cette description de leur action en cas de crise possède une part de vérité pour les grandes institutions financières qui se savent trop importantes pour faire faillite.

Si les banques centrales interviennent pour limiter les conséquences des crises financières, elles rassurent, certes, les acteurs financiers, mais elles les incitent aussi indirectement à prendre des risques, puisqu'ils seront aidés

en cas de récession. Ce problème d'aléa moral standard est formalisé par E. Farhi et J. Tirole dans le cas des crises financières<sup>1</sup>. Ils montrent que les intermédiaires financiers peuvent avoir intérêt à choisir des investissements pour être sûrs de bénéficier de l'aide de la banque centrale en cas de crise. Ils aboutissent donc à une corrélation des risques pour bénéficier tous de l'aide publique. Ainsi, ce sont les stratégies d'aide au secteur financier menées par les banques centrales qui sont les racines de la prise excessive de risque suivante et donc de la prochaine crise. Plus particulièrement, les auteurs critiquent les interventions très générales en cas de crise qui aident toutes les institutions financières, comme une baisse des taux directeurs. Des interventions plus ciblées, si elles sont possibles, sont plus efficaces.

Cet argument est différent d'une autre forme d'aléa moral, souvent citée en économie bancaire, qui est le « trop gros pour faire faillite ». Les acteurs systémiques, dont la faillite mettrait en péril tout le système financier, savent qu'ils bénéficieront de l'aide publique dans tous les cas et sont donc incités à prendre trop de risques. L'argument de Farhi et Tirole concerne aussi les institutions de petite taille.

Il est difficile de confronter cette explication de la prise de risque aux données. À ce stade, on ne voit pas comment mesurer l'anticipation de l'aide des banques centrales et des crises. Apprécier les croyances en l'intervention des banques centrales en cas de crise est déjà difficile. Mesurer les anticipations quant à la probabilité d'une crise est un peu plus facile. La discussion menée plus haut sur la mesure du risque par les intermédiaires financiers montre plutôt une sous-estimation globale du risque qu'une juste appréciation de celui-ci et de l'intervention des banques centrales.

L'approche en terme d'aléa moral est à l'opposé d'une approche que l'on a qualifié de minskyenne, reposant sur une dérive optimiste des anticipations. Au contraire, c'est la très grande rationalité des anticipations en

---

1. E. Farhi et J. Tirole, « Collective moral hazard, maturity mismatch, and systemic bailouts ».

cas de crise qui explique les comportements de prise de risque. Les deux explications sont opposées mais peuvent coexister : sous-estimation des probabilités de crise et croyance en l'action efficace des banques centrales lorsque ces probabilités se confirment.

Dans tous les cas, même si l'aléa moral engendré par l'action des banques centrales n'est pas la cause première de la crise, il semble aujourd'hui évident que l'action publique ne doit pas donner de filets de sécurité trop importants (financés par l'argent du contribuable) à des acteurs financiers qui empochent les profits sans payer toutes les pertes. Les efforts d'évolution de la réglementation financière vont dans ce sens.

La critique que l'on peut adresser aux banques centrales comme à beaucoup d'institutions publiques est d'avoir pris trop au sérieux l'efficacité de l'évaluation des risques par les acteurs financiers. Auraient-elles pu mieux faire ? La réponse est évidemment aujourd'hui affirmative. Cependant, concentrer les critiques sur la seule politique monétaire, c'est trop limiter la réflexion sur la constitution de l'instabilité financière. Si les causes profondes des déséquilibres financiers sont produites par les marchés financiers eux-mêmes, il ne faut pas demander à la politique monétaire d'assurer à elle seule la stabilité financière. Un autre outil réglementaire directement concentré sur les zones d'instabilité doit être mis en place. C'est la raison profonde de l'émergence des outils d'une politique macroprudentielle. Mais ces nouveaux outils laisseront toujours un rôle majeur aux banques centrales en cas de problème, comme le montre la crise actuelle.

Après l'étude des effets de la politique monétaire avant la crise, nous entrons dans la crise elle-même. Celle-ci permet de mieux comprendre ce qu'est au fond la politique monétaire : l'injection de liquidité et la modification des coûts de refinancement à très court terme. L'action des banques centrales dans cette crise marque le début d'une nouvelle période.

## 2. Le jour où le marché s'arrêta

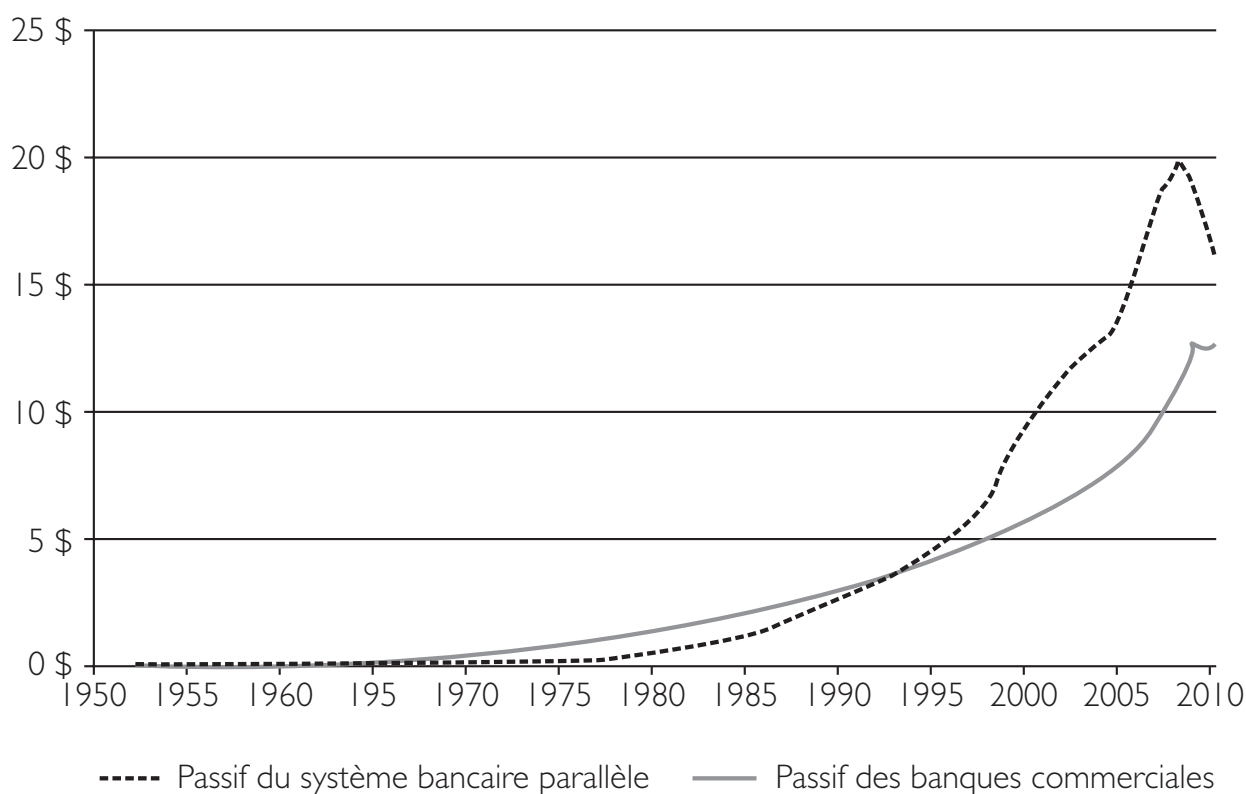
Les études récentes permettent d'avoir une vision un peu synthétique du système financier américain avant la crise et de comprendre les principaux mécanismes de la crise du système financier après la faillite de Lehman Brothers'. Pour résumer, le système financier américain a produit en son sein un « système bancaire parallèle », parfois appelé fantôme, en marge des réglementations existantes. Le terme ne doit pas être pris en un sens trop métaphorique : ce système émettait des titres très liquides et jugés sans risque, qui étaient utilisés comme de la quasi-monnaie par les ménages, les entreprises et des acteurs publics, telles les municipalités américaines. Le problème est que cette liquidité émise finançait des titres risqués, adossés aux prix immobiliers américains, et donc soumis à un risque macroéconomique important. Le cœur de la crise est l'évaporation de la liquidité produite par le système bancaire parallèle.

### **SYSTÈME BANCAIRE PARALLÈLE ET BULLE IMMOBILIÈRE**

La bulle immobilière est en grande partie une conséquence du développement du système bancaire parallèle, qui a masqué la réalité des risques pris par une longue et complexe chaîne d'intermédiation dont on comprend mieux maintenant le fonctionnement. Pour illustrer l'absorption de l'épargne mondiale par le système bancaire parallèle la figure 1 montre l'évolution des ressources allouées au secteur bancaire traditionnel et au secteur bancaire parallèle dans les années récentes. L'unité est le millier de milliards de dollars. Ainsi, le passif du système bancaire parallèle aux États-Unis, c'est-à-dire l'argent qui lui a été prêté, était proche de 20 000 milliards de dollars, alors que le passif du système bancaire traditionnel était de 13 000 milliards de dollars.

L'implosion du système bancaire parallèle est la conséquence de l'explosion de la bulle immobilière qu'il a contribué à engendrer. Ce processus touche à une question profonde, développée plus loin, qui est l'instabilité

de la monnaie privée. Une réglementation et une garantie publique sont nécessaires pour assurer l'existence d'un système bancaire stable. Comme il a été rappelé en introduction, les banques centrales modernes proviennent justement des leçons des crises bancaires.



**Figure 1 – Passif du secteur bancaire traditionnel et du secteur bancaire parallèle en milliers de milliards de dollars.**

*Source : Z. Pozsar et alii, « Shadow banking ».*

La crise en Europe est de nature différente. Elle ne touche pas le secteur bancaire parallèle mais directement le secteur bancaire réglementé, du fait de son exposition aux risques des actifs américains, puis au risque sur les dettes publiques européennes. Cette différence s'explique parce que les banques sont très importantes pour le financement de l'économie européenne, ce qui n'est pas le cas aux États-Unis. Dans ce pays, le crédit bancaire représente 40 % du financement des entreprises. Ce montant est

de 75 % en Europe. L'action des banques centrales de la zone euro et de la BCE a donc été plus directement concentrée sur le secteur bancaire.

## **LA PRODUCTION D'UNE QUASI-MONNAIE PRIVÉE AUX ÉTATS-UNIS**

Le système bancaire parallèle peut être représenté par une chaîne complexe d'intermédiaires financiers, qui réalisaient des prêts immobiliers risqués à long terme et émettaient des dettes à très court terme considérées comme sûres. Cette possibilité repose sur deux innovations que sont la titrisation et le découpage en tranche des risques. Ce n'est pas le détail de cette chaîne d'intermédiation qui nous intéresse ici, mais les maillons finaux de la chaîne d'intermédiation qui émettaient de la quasi-monnaie. Cette chaîne d'intermédiation est décrite par exemple par Z. Pozsar<sup>1</sup>.

La production de quasi-monnaie a été principalement réalisée par deux structures. La première est le réseau des fonds monétaires américains, *Money Market Funds* (MMFs), qui ressemblent aux OPCVMs français. Les fonds américains sont cependant allés bien plus loin que leurs homologues européens en émettant des titres de valeur constante garantie à 1 dollar. Avant la crise financière, les montants investis dans les MMFs atteignaient 6 000 milliards de dollars environ, et étaient donc très proches des 6 200 milliards de dollars des dépôts bancaires aux États-Unis. La seconde structure est le marché du *repurchase-agreement*, ou marché du repo, qui est estimé à 10 000 milliards de dollars par G. Gorton et A. Metrick<sup>2</sup>.

### **Les fonds monétaires MMFs**

Pourquoi le passif du système bancaire parallèle était-il considéré comme de la monnaie ? La nature des MMFs permet de comprendre le processus. Les MMFs émettent aux États-Unis des actions d'une valeur de 1 dollar,

---

1. Z. Pozsar *et alii*, « Shadow banking ».

2. G. Gorton et A. Metrick, « Securitized banking and the run on repo ».

et gèrent activement le cours de leur action de sorte que ce dernier reste à 1 dollar. Les détenteurs d'action des MMFs ne font donc aucun gain en capital, ce qui simplifie les déclarations fiscales, et reçoivent un gain en dividendes. Détenir une action d'un MMF, c'est comme détenir de la monnaie rémunérée car lorsque l'on a besoin de fonds, on vend ses actions à 1 dollar, on récupère son argent et on empoche au passage les dividendes distribués. Rémunération et liquidité sans risque : on comprend que ces titres aient attiré les ménages, les entreprises qui plaçaient leur trésorerie et les institutions publiques comme les villes américaines qui accroissaient ainsi le rendement de leur liquidité. Il existe différents types de MMFs, certains s'engagent à ne détenir que des titres publics, d'autres détiennent des titres adossés à de l'immobilier et proposent des rendements plus élevés.

L'engagement de maintenir la valeur de l'action à 1 dollar n'était pas un engagement contractuel mais un engagement implicite des MMFs qui fondaient leur stratégie de vente sur leur capacité à maintenir une valorisation constante. Les MMFs utilisaient leurs fonds pour investir en titres adossés sur les crédits hypothécaires, dont le rendement était donc indexé *in fine* sur l'évolution des prix immobiliers, et en titres de court terme des entreprises, c'est-à-dire en papier commercial.

Lorsque la crise est survenue, les MMFs adossés à des titres immobiliers n'ont pas pu tenir leur engagement de 1 dollar pour la valeur de l'action, simplement du fait que la valeur de leur actif, adossé sur l'immobilier, s'est effondrée. Ils vécurent alors une décollecte massive. Dans la seule semaine du 15 septembre 2008, après la faillite de Lehman Brothers', ils perdirent 300 milliards de dollars de valeur. La suspicion envers les MMFs devint générale. Les investisseurs placèrent leur argent dans d'autres supports pour minimiser leur exposition aux risques immobiliers.

Cependant, comme les MMFs investissaient aussi dans les titres à court terme des entreprises, celles-ci se sont retrouvées brutalement sans financement et on assista à une disparition presque complète du marché du papier commercial. Nombre d'entreprises ne pouvant s'endetter à court



terme se sont alors retrouvées au bord de la faillite pour des raisons qui ne concernaient nullement leur santé économique.

Pour éviter des faillites massives d'entreprises du fait de la disparition du marché du papier commercial, la FED a dû se substituer précipitamment aux marchés et acheter des titres privés. Cela a été possible grâce au *Commercial paper funding facility* (CPFF). La banque centrale a pu dès lors acheter pour 350 milliards de dollars de papier commercial en janvier 2009.

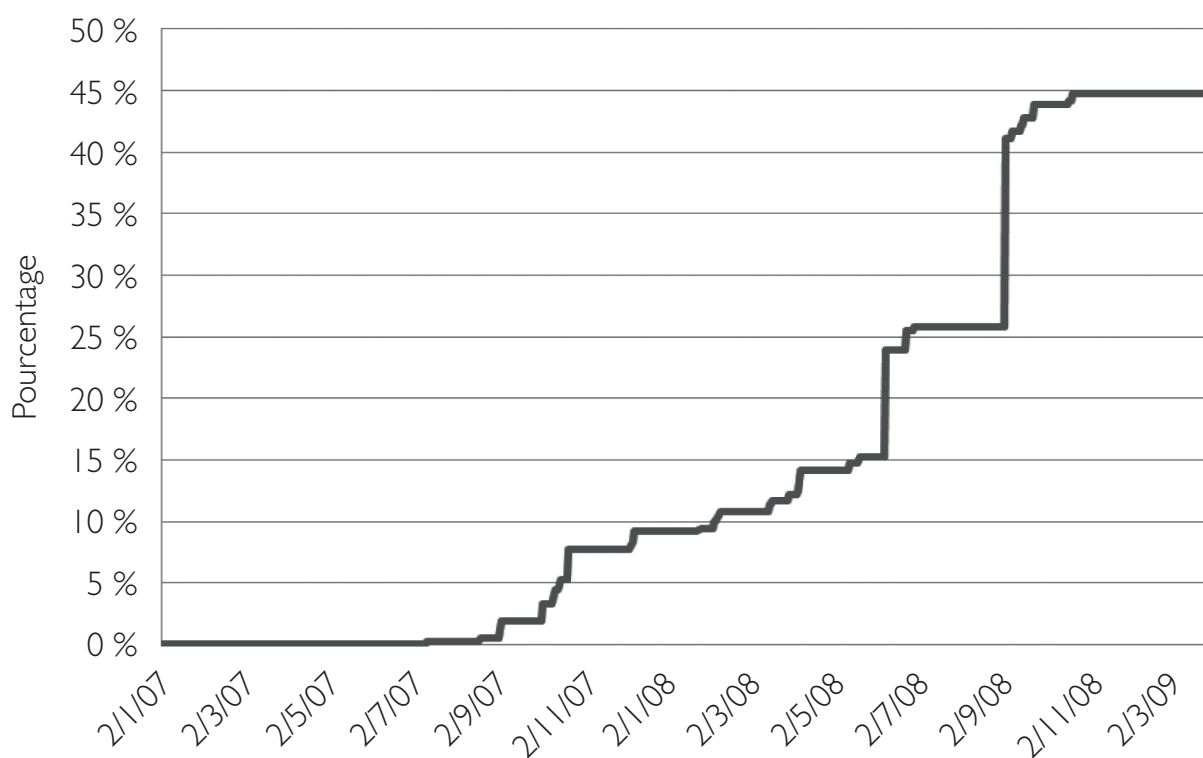
La réalisation des risques immobiliers et la difficulté de bien comprendre la localisation de ces risques ont suscité une méfiance des épargnants envers le marché des MMFs. Le problème collatéral a été l'assèchement du financement de court terme des entreprises. Les MMFs sont une première forme de création d'une quasi-monnaie, une seconde est le marché du *repo*.

### **Le marché du repo**

Le marché du *repo* est presque un substitut du marché monétaire dans son principe avec en plus l'avantage de prêts de court terme sécurisés du fait de l'emploi d'un collatéral. Imaginons que j'aie 1 000 dollars disponibles pendant une période de trois mois, période après laquelle je veux acheter un nouvel ordinateur. Je peux placer ces 1 000 dollars sur un dépôt à terme dans ma banque. Je peux aussi les prêter à un acteur financier en espérant que ce dernier ne fasse pas faillite dans les trois mois. Pour me dédommager du risque de crédit, je demande alors une rémunération supplémentaire. Une troisième option est d'aller sur le marché du *repo* qui est sécurisé. L'idée est qu'en échange du prêt de 1 000 dollars en trois mois, l'acteur financier me donne des titres financiers d'une valeur sûre, le collatéral. Dans trois mois, il me rembourse 1 000 dollars plus des intérêts et reprend ses titres. Pendant ces trois mois les titres financiers sont ma propriété : donc si l'acteur fait faillite je peux revendre les titres pour récupérer de l'argent. Cependant, le titre financier peut avoir une valeur fluctuante dans les trois mois, je dois donc me couvrir contre les risques de variation de valeur du collatéral.

Pour me couvrir des risques de faillite et de variation du collatéral, je demande un *haircut*. Si la valeur des titres mis en collatéral est de 500 dollars au moment du prêt, je peux décider de ne prêter que 480 dollars – le *haircut* est alors de 20 dollars.

Les acteurs du système bancaire fantôme se finançaient essentiellement sur le marché du *repo*. Ils empruntaient en fournissant comme collatéral des titres financiers hypothécaires supposés de bonne qualité. Lorsque les doutes sur la valeur de ces titres sont apparus en juillet 2007, la valeur des *haircuts* a considérablement augmenté. La figure 2 montre l'évolution du *haircut* moyen.



**Figure 2 – Évolution des *haircuts* sur le marché du repo.**

Source : G. Gorton et A. Metrick, « Securitized banking and the run on repo ».

Deux périodes apparaissent nettement : avant juillet 2007 le *haircut* est proche de 0 ; le début de la crise des *subprimes* datée de juillet 2007 se marque par une hausse sensible des *haircuts*. La hausse spectaculaire est contemporaine de la faillite de Lehman Brothers' en septembre 2008.

Le marché du *repo* est de l'ordre de 10 000 milliards de dollars. On ne connaît pas le montant du marché du *repo* qui sert au refinancement d'acteurs non bancaires. Il semble que des entreprises plaçaient leur trésorerie sur ce marché. La révélation des risques sur les collatéraux a considérablement réduit son attractivité et les entreprises ont placé ailleurs leurs liquidités. C'est donc le risque final sur le secteur immobilier qui a fait considérablement décroître le rôle de ce quasi-marché monétaire qu'est le marché du *repo*.

L'étude des Money Market Funds et du marché du *repo* montre que c'est, au final, le risque immobilier qui a fait s'effondrer le système. La complexité des intermédiaires a caché l'exposition au risque final. La bulle immobilière permettait des rendements artificiellement élevés, la complexité des interconnexions a caché le risque et donné l'illusion de la production d'une liquidité alternative à la monnaie. L'histoire des crises financières montre que l'existence d'un système bancaire stable est le fruit d'une réglementation complexe pour les faillites et les prises de risque excessives. C'est la leçon renouvelée de la crise des *subprimes*.

### **La réaction de la FED**

La réaction de la FED s'est faite en deux temps. Tout d'abord, du début de la crise à la faillite de Lehman Brothers', la FED a principalement aidé le système bancaire traditionnel. Après la faillite de Lehman Brothers', elle a dû aider globalement le système bancaire parallèle et racheter des titres privés, comme du papier commercial pour soutenir les entreprises. L'aide a été réalisée avec la mise en place de nouveaux dispositifs après septembre 2008.

Cette évolution s'observe dans le bilan de la FED (Bulletin mensuel de la BCE d'octobre 2009, par exemple). Jusqu'à septembre 2008, la FED fait tout pour intervenir dans l'économie en gardant constante la taille de son bilan. À partir de septembre 2008, son bilan a plus que doublé.

La dernière action de la FED est le programme QE2, pour *quantitative easing 2*, commencé en novembre 2010. Soucieuse de la faiblesse de la reprise aux États-Unis, la FED a décidé d'essayer de faire baisser les taux d'intérêt de long terme afin de stimuler l'investissement. Pour ce faire, début novembre 2010, elle a acheté pour 600 milliards de dollars de titres publics de maturité longue, en espérant que la hausse de la demande ferait baisser les taux d'intérêt. Le résultat d'une telle action a plutôt été une hausse des taux d'intérêt, ce qui est le contraire de l'action désirée. Différents effets ont contribué à cela, que nous ne détaillerons pas dans cet opuscule, consacré plus généralement aux banques centrales.

Pour résumer, la taille de la FED est passée de 800 milliards de dollars début 2007 à 2 400 milliards de dollars aujourd'hui, soit une multiplication proche de trois. Le montant de titres privés en lien avec le marché hypothécaire (*mortgage back securities*) est aujourd'hui estimé à 1 250 milliards de dollars. Les titres publics détenus dépassent 1 000 milliards de dollars et vont donc s'accroître encore.

Ainsi, l'implosion du système bancaire parallèle a obligé la FED à jouer un rôle d'intermédiaire financier en dernier ressort en prêtant à la fois aux banques, à l'État et aux entreprises afin d'empêcher des faillites en série.

## **LA CONCENTRATION DES PROBLÈMES SUR LE MARCHÉ INTERBANCAIRE EN EUROPE**

L'éclatement de la bulle immobilière américaine a affecté différemment l'Europe et les États-Unis. En Europe, le doute s'est porté assez tôt sur la solidité des banques commerciales elles-mêmes. La BCE et les États ont d'abord réagi en les aidant avant de se concentrer sur certains segments de marché.

La crise immobilière a initialement affecté le système bancaire européen par deux canaux. Tout d'abord des banques européennes ont placé

de l'argent dans le système bancaire parallèle américain ou en ont même fait partie. Elles ont donc essuyé des pertes importantes. Z. Pozsar et ses coauteurs indiquent que les Landesbank allemandes qui sont des banques régionales publiques étaient très présentes au sein du système bancaire parallèle<sup>1</sup>. Le premier canal est donc l'exposition aux prix immobiliers américains. Le second canal est l'exposition aux prix immobiliers européens des banques européennes. Les prix immobiliers espagnols et anglais notamment ont subi d'amples variations.

Comme on va le voir, à ces deux premiers canaux se sont ajoutés de nouveaux mécanismes provenant des conséquences de la crise financière. Le dernier mécanisme est le problème posé par la dette souveraine des pays européens comme la dette publique de la Grèce et celle de l'Irlande, ainsi que quelques autres. Il est difficile de revendre ces dettes publiques à un prix élevé aujourd'hui car les acteurs économiques redoutent un défaut des pays concernés. Les banques qui détenaient un grand nombre de ces titres de dettes voient donc leur bilan très fragilisé.

La figure 3 montre l'étendue des problèmes et représente l'écart entre deux taux d'intérêt pour les mêmes maturités auxquels les banques se prêtent. Le premier taux est le taux *swap* qui est un taux de couverture des variations des taux courts et est considéré comme pratiquement sans risque. Le second est le taux Euribor 3 mois qui est le taux auquel les banques se prêtent en blanc, c'est-à-dire sans mettre de titres en collatéral. En d'autres termes, le taux Euribor est soumis à des risques de crédit alors que le taux *swap* ne l'est pas. Ainsi la différence des deux taux est une bonne mesure du risque perçu sur le système bancaire européen par les banques elles-mêmes.

Avant le début de la crise, l'écart entre les deux taux est nul. Avec le début de la crise des *subprimes*, il augmente de 75 points de base, car les banques ne connaissent pas l'exposition des autres banques au risque

---

1. Z. Pozsar et *alii*, art. cité.

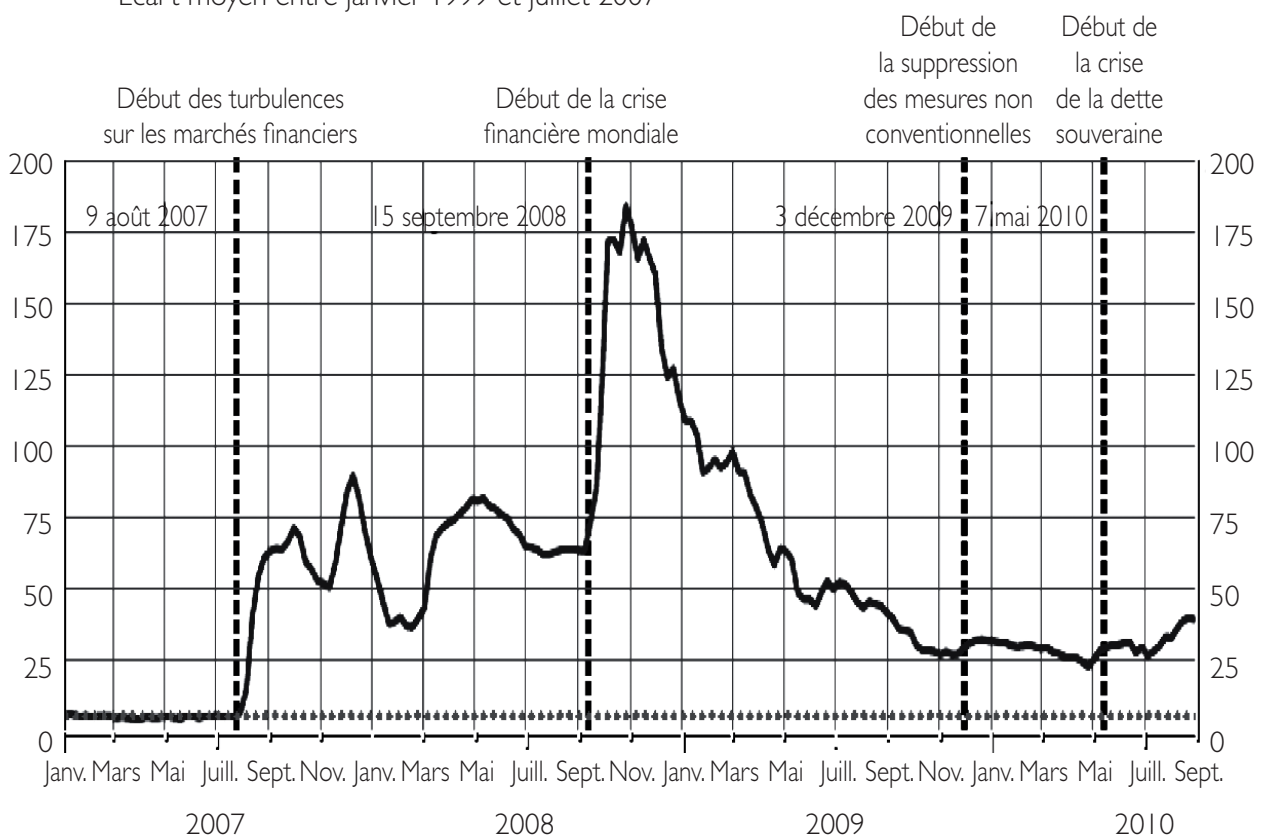
immobilier. La faillite de Lehman Brothers' conduit à une nouvelle hausse brutale de la prime de risque sur le secteur bancaire européen. L'action de la BCE sous différentes formes décrites plus loin a contribué à rassurer les marchés et à faire baisser les primes de risque.

Enfin, la crise financière a aussi eu des répercussions sur certains segments de marché comme celui des obligations sécurisées (*covered bonds* en anglais) ou celui des OPCVM. Cependant, l'ampleur des déséquilibres est restée bien plus faible en Europe qu'aux États-Unis.

(en points de base)

..... Écart

— Écart moyen entre janvier 1999 et juillet 2007



**Figure 3 – Écart entre le taux Euribor 3 mois et le taux *swap* indexé au jour le jour.**

Source : *Bulletin mensuel de la BCE*, octobre 2010.

## ***Réaction de la BCE et des banques centrales nationales***

La réaction de la BCE et des banques centrales de la zone euro a été d'abord dirigée vers les banques et, dans un second temps, vers certains segments de marché. Les banques centrales ont joué leur rôle de prêteur en dernier ressort en inventant dans le tourbillon de la crise de nouveaux instruments pour injecter massivement des liquidités dans le secteur bancaire. « Injecter des liquidités » signifie prêter de l'argent à des banques relativement solides pour qu'elles n'aient pas de problème de refinancement à court terme.

La principale innovation a été d'ouvrir un nouveau guichet pour prêter de l'argent à un horizon relativement long (de six mois à un an) et à un taux fixe, contre une gamme élargie de collatéral incluant des titres privés de qualité suffisante. La demande de collatéral permet de s'assurer que les banques sont solides, la gamme élargie de collatéral utilisé permet de financer largement les banques. Ces prêts ont été réalisés à un taux fixe, très bas, et égal au taux au jour le jour, la totalité des soumissions étant servie, c'est-à-dire que la BCE a fourni autant de crédit que ce qui était demandé par les banques à ce taux d'intérêt. Avec un tel mécanisme, les banques peuvent acquérir la certitude qu'elles n'auront plus de problèmes de liquidité.

Comme la FED américaine, les banques centrales de la zone euro ont racheté des titres privés, les obligations sécurisées, mais pour un montant « faible », à savoir 60 milliards d'euros. Ainsi la BCE est devenue un intermédiaire central en Europe dans la crise mais principalement entre les banques et pas entre les acteurs privés comme aux États-Unis.

Que sont devenues les liquidités injectées ? La BCE a permis aux banques d'acquérir des fonds en quantité illimitée à un taux d'intérêt faible. Elles ont massivement demandé des liquidités mais continuaient à se méfier les unes des autres. Dès lors, plutôt que de prêter aux autres banques les nouveaux fonds reçus de la BCE, elles les ont gardés pour elles, sur leur compte bancaire. Le compte bancaire des banques correspond aux facilités

de dépôts de la BCE. En effet, la BCE accepte de recevoir l'argent des banques et le rémunère à un taux extrêmement faible. Ainsi, la monnaie créée par la BCE à son actif s'est retrouvée en grande partie à la BCE à son passif. L'excès de liquidité dans le marché interbancaire s'est traduit par une chute du taux auquel les banques se prêtent leur liquidité au jour le jour, appelé EONIA, et celui-ci a diminué pour atteindre des niveaux proches des taux de rémunération des facilités de dépôts. Si l'on cumule les outils de politique monétaire, la taille du bilan des banques centrales de l'eurozone est passée de 400 milliards en janvier 2007 à 1 000 milliards en janvier 2009. Là encore, l'augmentation du bilan des banques centrales est très importante.

### ***Les nouveaux problèmes***

La première phase de la crise a donc été la réaction à l'incertitude posée par l'exposition aux risques du marché immobilier. Après le problème de la Grèce, la crise bancaire est entrée dans une nouvelle phase : un autre risque est apparu, celui qu'un pays européen fasse défaut sur sa dette publique. Une nouvelle incertitude se fait alors jour et concerne l'exposition des banques européennes à un défaut d'un pays de la zone euro.

Cette incertitude a entraîné une segmentation du marché européen. D'un côté, les banques solides possèdent des liquidités importantes et n'ont pas réellement besoin du financement de la BCE. De l'autre, des banques moins solides opérant en Irlande, au Portugal, en Espagne ou en Grèce dépendent fortement du financement de la BCE car les autres banques plus solides refusent de leur prêter leur liquidité. Selon L. Clerc, entre 60 et 70 % des opérations de refinancement de la BCE concernent ces banques<sup>1</sup>. Celles-ci sont appelées *banques persistantes* ou *banques dépendantes* car leur refinancement dépend de manière persistante de

---

1. L. Clerc, « How to deal with addicted banks ? ».



l'action de la BCE. Ainsi, la crise généralisée du marché interbancaire s'est transformée en une segmentation de ce dernier où la banque centrale continue à jouer son rôle d'intermédiation permettant le financement des banques les plus fragiles.

## **CRISE DE LA LIQUIDITÉ ET BANQUES CENTRALES**

D'une manière générale, les marchés sont capables de créer des actifs liquides, c'est-à-dire des actifs de court terme et sans risque, mais cette liquidité est éminemment instable. La disparition de la liquidité, lorsque les acteurs ne peuvent plus mesurer les risques de faillite des contreparties, entraîne des conséquences générales comme de possibles faillites en série d'institutions solides.

Les banques centrales ont trouvé des moyens pour assurer la liquidité des marchés cruciaux pour le fonctionnement de l'économie en prêtant parfois directement aux agents privés comme aux États-Unis. L'existence de la liquidité et le fonctionnement cohérent du système de paiement doivent donc être assurés par la banque centrale et les autorités publiques.



### **3. Les banques centrales doivent-elles aider les États à se financer ?**

La nature des relations entre les banques centrales et les États a suscité de très vifs débats en macroéconomie. La doctrine actuelle qui fonde l'indépendance opérationnelle des banques centrales aux débuts des années 1980 est issue des épisodes d'inflation élevée du  $xx^e$  siècle. Cette doctrine peut se résumer ainsi : la politique monétaire s'occupe de la stabilité des prix ; la politique fiscale est en charge du budget de l'État ; la politique monétaire ne doit pas contribuer directement à diminuer la charge de la dette des États, cela est du ressort du débat démocratique sur l'impôt. Cette doctrine porte la sagesse du passé. Elle n'est cependant plus adaptée à un environnement où l'instabilité financière affecte la capacité même des États à se financer sur les marchés financiers. La crise de la dette publique dans la zone euro restera comme un cas d'école pour montrer les difficultés de l'évolution des pratiques des banques centrales. Elles peuvent contribuer à stabiliser le marché des dettes publiques sans effets importants sur l'inflation, comme elles l'ont fait pour le financement des banques et des entreprises. Cependant, pour être efficaces, elles doivent définir une doctrine qui tienne compte de l'instabilité des marchés financiers. Cette nouvelle doctrine ne revient pas à défendre l'idée que la politique monétaire doit être utilisée de manière générale pour réduire l'endettement de l'État. La dette publique est d'abord un problème fiscal et il est souhaitable d'utiliser les outils fiscaux. Cependant, dans un environnement financier instable, la banque centrale peut acheter des titres publics, éventuellement directement à l'État, pour éviter une panique ou une crise autoréalisatrice et pour laisser aux États le temps de trouver des solutions fiscales.

#### **LA DOCTRINE DU PASSÉ : LA LUTTE CONTRE LA DOMINANCE FISCALE**

Les banques centrales modernes sont indépendantes des États sur le plan opérationnel : la mise en œuvre de la politique monétaire ne répond pas

aux demandes fiscales des États. Cette indépendance permet d'éviter que la politique fiscale n'affecte directement l'inflation. L'effet déterminant du budget de l'État sur la dynamique de l'inflation est appelé *dominance fiscale*. L'histoire monétaire fournit une multitude d'exemples où l'inflation est de fait déterminée par des contraintes fiscales. La séquence récurrente est la suivante : l'État doit faire face à des dépenses importantes, par exemple des dépenses militaires, qu'il finance par émission de dettes publiques. Lorsque la dette publique atteint des sommets, l'État fait pression sur les autorités monétaires. Celles-ci créent alors de la monnaie pour que l'État puisse honorer ses engagements, ce qui conduit à une hausse de l'inflation. Les déterminants de l'inflation sont donc *in fine* fiscaux.

Des études empiriques anciennes ont estimé le rôle prédictif des déficits publics pour l'inflation future en considérant les comportements des banques centrales<sup>1</sup>. Pour la FED ou la Bundesbank, le déficit public n'a pas de rôle dans la période récente alors qu'il semble en avoir un en Italie et aux Pays-Bas. Une version moderne de la détermination fiscale des prix est appelée *théorie fiscale du niveau des prix*<sup>2</sup>. L'idée est que le gouvernement fixe une politique budgétaire nominale exogène en termes de dépenses et de recettes. Dès lors il n'existe qu'un seul niveau des prix qui satisfasse la contrainte budgétaire de l'État. C'est la contrainte fiscale qui fixe le niveau des prix<sup>3</sup>.

---

1. G. Demopoulos, G. Katsimbris et S. Miller, « Monetary policy and central-bank financing of government budget deficits ».

2. Voir les travaux de C. Sims, « A simple model for study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy », ou de N. Kocherlakota et C. Phelan, « Explaining the fiscal theory of the price level ». Cette théorie fait cependant l'objet de critiques, notamment par W. Buiter, « The theory of the price level : a critique ».

3. Ces approches font l'hypothèse que les États sont assez solides pour pouvoir honorer leurs dettes. Pour les pays concernés par un risque de défaut sur les dettes publiques, la politique monétaire peut perdre le contrôle de l'inflation, comme le montrent les travaux d'O. Blanchard, « Fiscal dominance and inflation targeting : lessons from Brazil ».

Si la politique monétaire a souvent été utilisée pour réduire le poids des dettes publiques, le refus de l'emploi de la création monétaire pour des objectifs fiscaux provient du bilan qui a été tiré de ces épisodes.

### ***Les coûts de la monétisation des dettes publiques***

L'intérêt principal de la monétisation de la dette publique est qu'il est difficile de ne pas payer la taxe inflationniste : alors que les contribuables peuvent échapper à certains impôts par l'évasion fiscale, on ne peut contourner facilement une hausse généralisée des prix.

Le coût principal de l'inflation est qu'elle induit une redistribution entre les agents, une sorte de politique fiscale non maîtrisée. Une hausse de l'inflation est un phénomène très complexe qui redistribue de la richesse entre des ménages riches et pauvres, sans que l'on maîtrise très bien les montants en jeu. Qui perd et qui gagne lorsque l'inflation augmente ? Les ménages très pauvres détiennent essentiellement de la monnaie. Ces ménages voient le pouvoir d'achat de leur monnaie diminuer. Les ménages un peu plus riches et jeunes se sont endettés pour acheter leur maison et bénéficient de l'inflation car la valeur de leur dette diminue lorsque les prix augmentent. Les ménages riches ont une épargne dont le rendement décroît lorsque l'inflation augmente. Enfin les ménages très riches peuvent avoir une épargne diversifiée sur la planète et ne pas voir le rendement de leur portefeuille affecté par l'inflation d'un pays.

Dans un article récent, M. Doepke et M. Schneider ont ainsi reconstitué la nature de l'épargne de la population américaine en différentes catégories pour identifier qui perd et qui gagne<sup>1</sup>. Leur conclusion est que l'inflation non anticipée est une taxe portant sur les vieux ménages riches américains au profit des jeunes ménages pauvres. C'est un accroissement rapide des recettes publiques et elle taxe aussi les étrangers qui détiennent des titres américains.

---

1. M. Doepke et M. Schneider, « Inflation and the redistribution of nominal wealth ».

Les économistes sont en général réticents à utiliser l'inflation comme substitut à la politique fiscale. Tout d'abord, autant faire clairement les choses par l'impôt, ce qui permet le débat démocratique. Ensuite, ces effets de redistribution sont de court terme. Après la hausse initiale de l'inflation, les épargnants modifient leur comportement pour ne pas être victime deux fois de l'inflation. De même, les salariés demandent des hausses de salaire pour que le coût de la vie n'augmente pas pour eux. Ainsi, tous les acteurs réajustent leur comportement pour s'adapter à l'inflation. C'est ce qui rend très difficile de la faire baisser : cette diminution serait alors un transfert des jeunes pauvres vers les vieux riches. Qui prendrait une telle décision ? Une hausse durable de l'inflation fait donc disparaître les gains redistributifs éventuels et ne laisse apparents que les coûts pour les plus pauvres qui ne peuvent pas demander de hausse de salaire ou de hausse de la rémunération de leur épargne.

Un cas extrême de l'évolution des prix est l'hyperinflation. Ces périodes d'inflation de plus de 50 % par mois sont très souvent le fruit d'une monétisation de dettes publiques d'un État fiscalement fragile. Pour payer ses dépenses, l'État doit créer de manière continue et accélérée de la monnaie, ce qui fait augmenter les prix. L'Allemagne a par exemple connu une période d'hyperinflation sous la République de Weimar du fait de la mauvaise gestion internationale des suites de la Première Guerre mondiale. La BCE a hérité de la Bundesbank sa volonté farouche d'empêcher le financement monétaire des dettes publiques, qui avait été la cause de l'hyperinflation allemande.

Cette doctrine de lutte contre la dominance fiscale a connu des succès indéniables comme la stabilité de l'inflation à 2 % pendant de nombreuses années. La contrepartie d'un tel succès est une concentration exclusive sur le risque inflationniste et une farouche volonté d'indépendance par rapport aux États. Dans un environnement de grande instabilité financière, le risque inflationniste n'est pas le risque principal. La relation entre banques centrales et budgets des États doit être pensée au sein d'une autre doctrine, qui place en son centre l'instabilité financière.

## BANQUES CENTRALES ET BUDGETS PUBLICS DANS LA CRISE :

### IL FAUT AGIR ET LE DIRE

La crise financière puis économique a déstabilisé les États très endettés. La réponse de la BCE a été de mettre en place un programme d'achat de titres publics appelés SMP<sup>1</sup>. Ce programme lui a permis d'acheter des titres grecs, irlandais ou portugais, dont les montants ne sont pas publics. Pourquoi la BCE a-t-elle acheté des titres publics alors qu'elle défend si vigoureusement son indépendance ? Son argument principal est que son action est nécessaire pour « restaurer les canaux de transmission de la politique monétaire » (*Bulletin mensuel de la BCE*, août 2011). En effet, si l'instabilité des marchés crée des problèmes de financement très sévères pour les banques européennes, la politique monétaire devient totalement inefficace pour modifier la distribution des crédits, l'activité économique et donc l'inflation. Comme la BCE a pour mandat principal la stabilité des prix (en plus de la stabilité du système de paiement qu'il est difficile d'évoquer ici), la référence à l'inflation est nécessaire pour justifier l'achat de titres publics. Cet argument n'a pas convaincu les économistes les plus enclins à la discipline monétaire : les démissions d'Axel Weber et de Jürgen Starck ne sont pas étrangères au choix de racheter les dettes publiques dans le cadre du SMP. Car l'argument des canaux de transmission n'est pas très convaincant : la BCE est intervenue pour stabiliser les marchés financiers de manière plus générale. Cependant, sans doctrine clairement exprimée et discutée, ses interventions sont trop timides et n'ont pas toujours été cohérentes. Pour résumer, au moment où nous écrivons ces lignes, la BCE

---

1. En octobre 2011, la Banque centrale d'Angleterre crée de la monnaie pour porter à 275 milliards de livres le volume de dettes publiques qu'elle détient. La BCE a acheté plus de 180 milliards d'euros de titre public en novembre 2011 dans le cadre du programme pour les marchés de titres (*Securities markets programme, SMP*). Le FED a acheté plusieurs centaines de milliards de dollars de titres publics dans le cadre du programme de *quantitative easing*.

a trop aidé la Grèce et n'aide pas assez l'Italie. Ces actions auraient pourtant des effets limités sur l'inflation.

Pour comprendre la différence entre la Grèce et l'Italie le tableau 1 résume quelques grandeurs macroéconomiques.

**Tableau 1 – Indicateurs fiscaux (en pourcentage du PIB).**

|                  | Déficit budgétaire |      | Surplus primaire |      | Dettes publiques |       |
|------------------|--------------------|------|------------------|------|------------------|-------|
|                  | 2010               | 2012 | 2010             | 2012 | 2010             | 2012  |
| <b>Italie</b>    | 4,6                | 2,4  | -0,1             | 2,6  | 118,4            | 121,4 |
| <b>Allemagne</b> | 4,3                | 1,1  | -1,8             | 0,8  | 83,2             | 81,9  |
| France           | 7,1                | 4,6  | -4,6             | -2,1 | 82,3             | 89,4  |
| Espagne          | 9,3                | 5,2  | -7,4             | -3,1 | 61               | 70,2  |
| Grèce            | 10,6               | 6,9  | -5               | 0,8  | 144,9            | 189,1 |
| Portugal         | 9,8                | 4,5  | -6,8             | 0,1  | 93,3             | 111,8 |
| Irlande          | 31,3               | 8,6  | -28,2            | -4,4 | 94,9             | 115,4 |
| <b>Zone euro</b> | 6,2                | ...  | ...              | ...  | 85,4             | ...   |
| Royaume-Uni      | 10,3               | 7    | -7,3             | -4,1 | 79,9             | 84,8  |
| États-Unis       | 10,3               | 7,9  | -8,4             | -6,3 | 94,4             | 105   |
| Japon            | 9,2                | 9,1  | -8,1             | -7,7 | 220              | 238,4 |

Source : Banque d'Italie, Financial Stability Report.

Ce tableau présente les grandeurs fiscales en 2010 et les estimations de la Banque d'Italie pour 2012, qui semblent un peu optimistes. La Grèce a fait face à un déficit public de 10,6 % en 2010. Le déficit primaire est de 5 %, les 5,6 % restants proviennent de la charge d'intérêt de la dette. La Grèce ne pouvait soutenir un tel déficit public sans que sa dette s'envole. La prévision de 2012 ne tient pas compte de plans d'allégement de la dette grecque. Le déficit public n'est « que » de 4,6 % en Italie en 2010 alors que



celui de l'Allemagne est de 4,3 %. De manière essentielle, le déficit primaire est très faible en Italie – moins 0,1 % du PIB contre moins 1,8 % en Allemagne. Ainsi, le déficit public italien provient essentiellement des charges de la dette publique. Si le taux d'intérêt sur la dette publique italienne est faible, alors l'Italie peut rembourser sa dette sans difficultés. Si le taux est élevé, alors l'Italie ne pourra rembourser sa dette qui représente environ 120 % de son PIB. La valeur du taux d'intérêt qui fait basculer la dette italienne vers le défaut dépend des hypothèses de croissance. Une valeur de 7 % semble réaliste.

Alors que le défaut grec était prévisible et peut-être inévitable, la BCE a acheté un montant élevé de titres grecs qui pèsent sur son bilan. L'Italie est un tout autre cas de figure. La situation semble être celle d'équilibres multiples : le pays rembourse sa dette ou fait défaut suivant les anticipations des acteurs qui sont autoréalisatrices<sup>1</sup>. Dans un tel cadre, la banque centrale peut avoir un rôle-clé à jouer en coordonnant les anticipations sur le niveau des taux d'intérêts pour lesquels l'Italie ne fait pas défaut. Elle peut le faire en annonçant qu'elle achètera toute nouvelle émission de dette italienne sur le marché, si le taux dépasse une valeur limite fixée à l'avance. Si l'engagement de la BCE est crédible, le taux italien ne devrait jamais dépasser cette valeur (car l'Italie ne fera pas défaut) et la BCE ne devrait donc jamais acheter de titres italiens ! De manière plus réaliste, la BCE devrait acheter des titres italiens pour montrer son engagement.

Cette politique de la BCE n'est effective que si l'État aidé par la banque centrale ne profite pas de ce refinancement monétaire pour laisser filer son déficit public. L'État doit donc avancer de manière crédible un programme de stabilisation de sa dette à un taux faible. La possibilité d'un laxisme fiscal entretenue par la politique monétaire est un problème d'aléa moral, qui ne peut être résolu qu'avec une gouvernance européenne efficace.

---

1. Un article important à propos des crises de la dette autoréalisatrice est celui de H. Cole et T. Kehoe, « Self-fulfilling debt crisis ».

Cependant, la dette publique italienne qui arrive à maturité en 2012 représente 23,5 % du PIB italien. Avec de tels montants, il serait dangereux de laisser les anticipations s'ancrer sur un risque élevé de défaut italien.

Des décisions ont maintenant lieu au niveau européen pour mettre en place une structure permettant l'aide aux pays en difficulté avec des responsabilités claires pour chacun d'eux. Un Fonds européen de stabilité financière (FESF) a été mis en place en mai 2010 avec un budget de 440 milliards d'euros, pour une durée de trois ans. Ce fonds peut émettre des titres de dettes adossés à la solidité financière des pays européens et notamment de l'Allemagne. Il est déjà intervenu pour aider la Grèce et l'Irlande. Des débats sont en cours pour faire éventuellement évoluer son budget et sa durée de vie. Une possibilité serait de transformer le fonds en banque, ce qui lui donnerait accès aux liquidités créées par la BCE. Cette option est défendue par la France, elle revient certes à autoriser indirectement la BCE à aider les pays. Seul l'engagement de la BCE et sa capacité de création illimitée de monnaie permettent une stabilisation crédible des taux de financement.

La Grèce n'est pas l'Italie et la BCE peut contribuer à la résolution de la crise des dettes publiques en rachetant les titres européens solides avec une communication claire envers les investisseurs. Ce qui n'est pas possible dans le cadre de son mandat actuel.

### ***Les modalités d'une aide de la banque centrale à un État***

Une caractéristique essentielle des banques centrales est qu'elles ont le monopole d'émission des billets et des réserves que doivent détenir les banques commerciales. Si une banque centrale veut payer une dette, elle peut toujours émettre les billets nécessaires pour la payer. Ainsi, les banques centrales peuvent très simplement aider les États en achetant de la dette publique en émettant de la monnaie. Dans ce cas, l'actif des banques centrales augmente du montant des titres achetés tandis que le passif augmente du montant de monnaie créé. En d'autres termes, la taille

de la banque centrale augmente. Dans le cadre actuel, la BCE n'a pas le droit d'acheter directement de la dette publique aux États. Elle en achète indirectement aux agents privés qui l'ont achetée aux États (achat sur le marché secondaire)

Une manière plus directe encore est un prêt de la banque centrale aux États. À ce jour, cette possibilité est plus théorique que pratique en Europe car la BCE n'a pas légalement le droit de faire un tel prêt. Les États pourraient-ils rembourser ce prêt supplémentaire ? Oui, si le taux d'intérêt n'est pas trop élevé. Les États peuvent rembourser de manière presque certaine si le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance moyen des économies. En effet, les revenus fiscaux des États croissent à peu près comme le taux de croissance moyen des économies car les ressources fiscales sont une fraction constante de la richesse produite (les impôts sont proportionnels à cette richesse). Si le taux de croissance de la richesse est supérieur au taux d'intérêt des crédits, alors le ratio des dettes sur la richesse produite va décroître mécaniquement si le déficit public est proche de 0. Un prêt direct des banques centrales aux gouvernements donne plus de flexibilité qu'un rachat de titre sur le marché secondaire, car la banque centrale peut directement fixer le taux d'intérêt du crédit au gouvernement.

## **LES BANQUES CENTRALES PEUVENT AIDER LES ÉTATS SANS RISQUES INFLATIONNISTES**

Le soutien monétaire aux États n'est pas forcément générateur d'inflation, même en cas de défaut partiel sur les dettes publiques. Prenons le cas d'une banque centrale, par exemple la BCE, qui achète massivement la dette d'un État fiscalement fragile, par exemple la Grèce, lequel fait partiellement défaut. Même si le capital de la banque centrale est limité, les risques inflationnistes sont faibles.

En effet, le capital de la BCE est de l'ordre de 10 milliards d'euros en octobre 2011, et si l'exposition directe à la dette grecque n'est pas

connue, elle est probablement supérieure. L'exposition indirecte est quant à elle largement supérieure : la faillite des banques grecques amènerait indirectement la BCE à supporter une part bien plus importante de la dette publique grecque. Pour une banque commerciale, ou une entreprise privée, une dépréciation d'actif supérieure au capital s'appelle une faillite. Ce n'est pas le cas pour une banque centrale : on la désigne seulement comme une banque centrale qui opère avec un capital négatif. Et cela ne crée pas forcément de l'inflation.

Une banque centrale peut toujours émettre des billets (ou créer la monnaie sous forme électronique en créditant les comptes) pour payer ses dettes. De nombreuses banques ont fonctionné ou fonctionnent avec un capital négatif. Les banques centrales du Chili, de la République tchèque ou d'Israël ont fonctionné avec du capital négatif, sans difficultés particulières. Comment les banques centrales peuvent-elles retrouver un capital positif ? Les États peuvent décider de les recapitaliser avec des ressources fiscales. Elles peuvent aussi se recapitaliser « toutes seules » en gardant leurs profits.

Le profit des banques centrales provient de la création monétaire. Les banques centrales peuvent créer de la monnaie et la prêter à un taux d'intérêt qu'elles décident (taux directeurs) aux banques ou aux États. Le profit engendré par ces opérations est appelé rente de seigneurage et est reversé aux États. En Europe, le profit est reversé aux pays proportionnellement à la part du capital qu'ils détiennent. Au lieu de redistribuer ses profits, la banque centrale peut les conserver pour reconstituer progressivement son capital. Cette possibilité est en fait une mesure fiscale cachée : comme si les banques centrales redistribuaient leurs profits et que les États recapitalisaient les banques avec l'argent du contribuable à hauteur des profits versés ; dans tous les cas, c'est de l'argent qui ne va pas dans la poche des contribuables. Néanmoins, reconnaissons que cette mesure est plus discrète, et les processus politiques de prises de décision différents.

## ***Quelle perte en capital la banque centrale peut-elle subir, sans créer de risques inflationnistes ?***

Les banques centrales peuvent donc subir des pertes en capital et utiliser leurs profits pour se recapitaliser. Pour penser la perte en capital maximale qu'elles peuvent subir, il faut considérer le capital total des banques centrales européennes. Cette notion de capital total est complexe pour deux raisons. D'une part, il ne faut pas seulement considérer la BCE (qui possède un capital comptable), mais aussi le capital comptable des banques centrales nationales. Si l'on agrège l'ensemble du capital comptable des banques centrales européennes, on obtient un montant de l'ordre de 80 milliards d'euros. Cette notion de capital comptable n'est pas la plus pertinente économiquement : le système européen des banques centrales pourrait décider de se recapitaliser en ne distribuant plus ses profits et en les conservant. Le montant total de capital qu'il peut atteindre est donc la valeur actualisée des flux de profits futurs des banques de la zone euro<sup>1</sup>. Avec des hypothèses de croissance réalistes, W. Buiters<sup>2</sup> trouve une valeur actualisée des profits du système européen de banques centrales supérieure à 3 000 milliards d'euros. Pour donner un ordre de grandeur, la dette italienne est de 1 840 milliards d'euros et celle de la Grèce de 320 milliards en 2010. Le système des banques centrales peut ainsi absorber une perte substantielle sans hausse de l'inflation et donc de la taxe inflationniste. En effet, ce calcul a été réalisé avec des hypothèses de taux

---

1. Pour calculer le profit agrégé des banques centrales européennes, voici une manière détournée : le montant des billets en circulation est 867 milliards d'euros en novembre 2011. L'émission de ces billets a été réalisée par achat de titres financiers (*open market*) dont le rendement est de l'ordre de 3 à 5 %. Cela signifie que les banques centrales reçoivent autour de 25 milliards de profits.

2. W. Buiters, « Games of chicken between monetary and fiscal authority : who will control the deep pockets of the central bank ».

d'inflation autour de 2 %. Si les banques centrales veulent absorber une perte en capital plus importante, elles devront accroître l'inflation.

### ***Monnaie et inflation***

L'approche que nous venons de décrire est très financière. Une approche monétariste plus directe pourrait insister sur le risque inflationniste du fait de la création de monnaie par la banque centrale. La relation entre la quantité de monnaie créée et l'inflation est l'objet de nombreux travaux et débats<sup>1</sup>. À des niveaux d'inflation faible, on n'observe pas de corrélation entre la création monétaire et l'inflation<sup>2</sup>. Monnaie et inflation évoluent de concert seulement dans les cas de forte inflation et de déflation. Il est donc difficile de prévoir le risque inflationniste associé à la création monétaire. Cela dépend essentiellement des anticipations des ménages et des entreprises. Si ceux-ci pensent que l'inflation future sera faible car les banques centrales seront efficaces demain, alors la création monétaire actuelle peut ne pas être inflationniste. Si les acteurs privés pensent que les banques centrales seront peu efficaces demain, alors ils peuvent demander dès maintenant des hausses de rémunération pour compenser l'inflation à venir, ce qui crée de l'inflation aujourd'hui. Par exemple, malgré la crise et le doublement de la taille de la BCE, les anticipations d'inflation à moyen terme, entre cinq et dix ans, restent à un niveau proche de 2 %.

Pour résumer, la BCE peut contribuer de manière décisive à la stabilité financière en prenant un risque très limité sur l'inflation. Pour ce faire, elle doit avoir une communication claire envers les marchés, fondée sur un mandat crédible de stabilité financière.

---

1. Voir notamment P. Teles et H. Ulhig, « Is quantitative theory still alive ? ».

2. Cette absence de corrélation a amené nombre d'économistes à critiquer le second pilier de la BCE qui repose sur l'analyse de la quantité de monnaie et qui contient peu d'information.

## **POLITIQUE MONÉTAIRE ET CROISSANCE APRÈS LA CRISE**

Le déterminant fondamental de la capacité de remboursement des États est la croissance réelle des économies. Une politique monétaire expansionniste peut-elle contribuer à augmenter la croissance réelle à court terme et ainsi aider les États ? Tout dépend des capacités de croissance des économies après la crise : si la croissance est sensiblement plus faible qu'avant la crise, une politique active de la banque centrale peut avoir pour conséquence une hausse des prix d'actifs sans effet important sur la croissance. Et il pourrait y avoir un effet sur la prise de risque des intermédiaires financiers comme nous l'avons vu dans la première partie de cet opuscule, voire sur la constitution de bulles sur certains marchés.

Ce débat est le même que dans les années 1970. A. Orphanides, le gouverneur de la Banque centrale de Chypre, avance l'idée que la hausse de l'inflation dans ces années-là, alors que la croissance était très faible, n'a pas été la conséquence d'une politique anormalement accommodante, mais une surestimation de la croissance potentielle de l'économie<sup>1</sup>. Les banques centrales n'ont pas pris la mesure du ralentissement de la productivité en cours.

La croissance potentielle est une notion clé pour la politique monétaire. Elle désigne la croissance maximum qu'une économie peut atteindre sans engendrer de tensions sur l'inflation ou les prix d'actifs. Quelle est la croissance potentielle dans les pays développés après la crise ? Doit-on attendre un rattrapage des années perdues de croissance, un retour à une croissance d'avant la crise sans rattrapage ou encore une croissance plus faible qu'avant la crise ? Évidemment, personne ne connaît vraiment la réponse. Cependant, des études de nature historique, comparative et économétrique peuvent donner des indications.

---

1. A. Orphanides, « Monetary-policy rules and the great inflation ».

C. Reinhart et K. Rogoff rassemblent depuis plusieurs années des données historiques permettant de tirer les leçons des crises financières passées. Dans leur article de 2009, ils comparent une vingtaine de récessions du  $xx^e$  siècle dans des pays développés et dans des pays en voie de développement. Les leçons des crises bancaires passées ne sont pas encourageantes. Le chômage augmente de 7 % en moyenne et met cinq ans à retrouver son niveau initial. La baisse de la production est plus brève cependant, de l'ordre de deux ans. La hausse des dettes publiques est très substantielle, de 86 % environ du niveau d'avant crise. La hausse de la dette publique n'est pas due au coût du sauvetage des banques, mais est le résultat du ralentissement de la croissance et de la baisse des recettes fiscales.

Ce tableau assez pessimiste est validé par les travaux récents de V. Cerra et S. Saxena qui critiquent le mythe du rattrapage après les crises économiques (fig. 4).

La figure 4 montre un échantillon représentatif du résultat des auteurs sur les données d'après guerre. Les crises pour les pays cités sont les périodes grisées. Après les crises, on n'observe pas de phénomènes de rattrapage, voire souvent une croissance plus faible qu'avant la crise. Bien que cette étude ne comprenne pas de pays fortement industrialisés, les auteurs montrent que le résultat est le même pour ce qui les concerne. Si l'on considère l'ensemble des pays, on trouve que la production se situe à un niveau inférieur de 8 % de manière permanente dix ans après la crise.

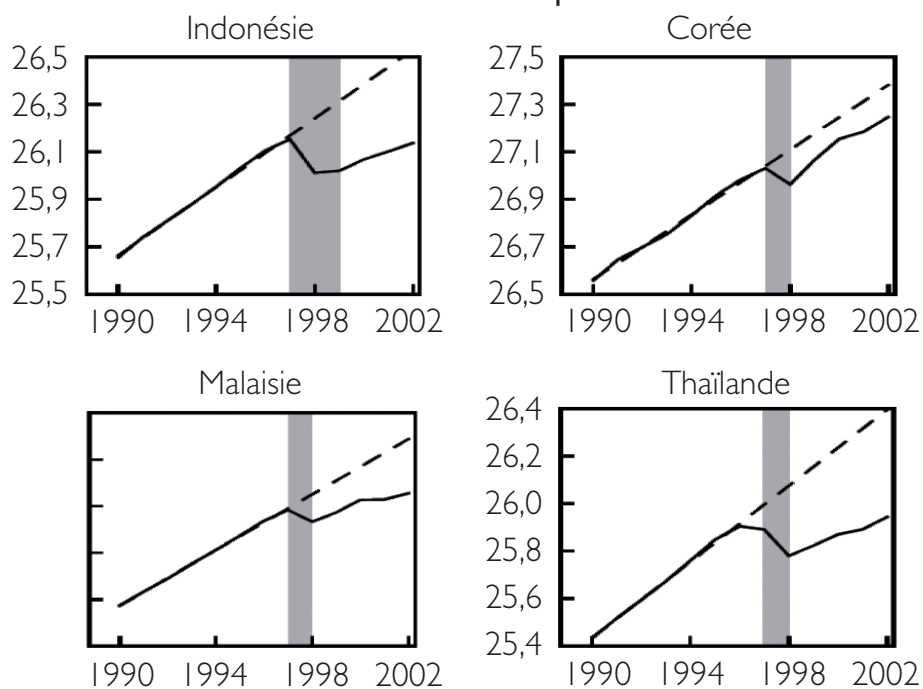
Une troisième approche se concentre sur les pays industrialisés en étudiant les propriétés des fluctuations des crises passées. L. Benati utilise des techniques économétriques avancées et aboutit à la conclusion que la crise économique actuelle entraîne une baisse de 0,5 à 0,7 % de la croissance potentielle<sup>1</sup>, ce qui entraîne une baisse moyenne de 4,3 % du niveau de production en cumulant sur la période de la crise.

---

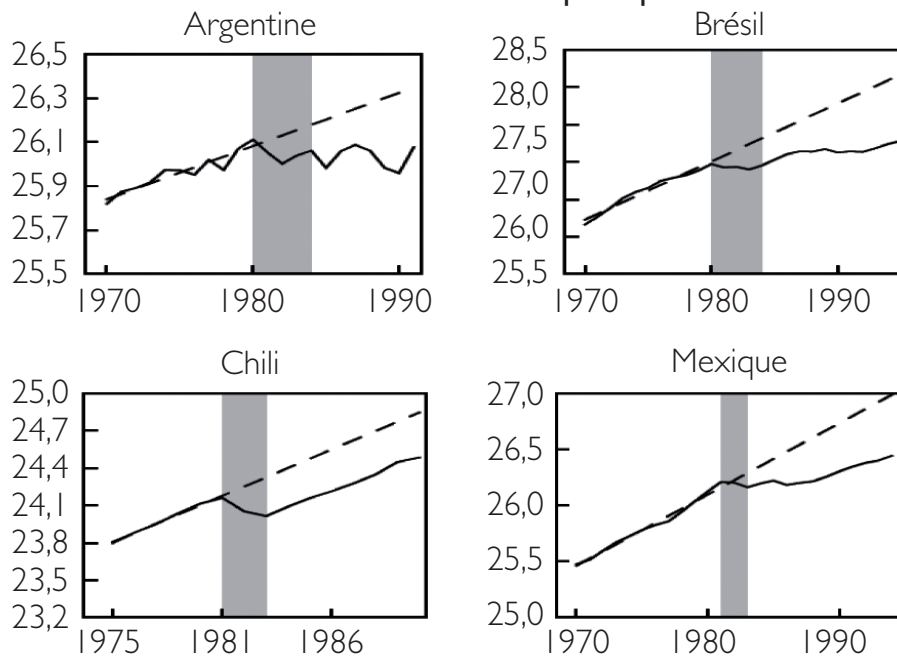
1. L. Benati, « Estimating the financial crisis' impact on potential output ».



## Crises asiatiques



## Crise de la dette publique

**Figure 4 – Les effets des crises.**

Source : V. Cerra et S. Saxena, « Growth dynamics : the myth of economic recovery », 2008.

L'ensemble de ces travaux conduit à une révision globalement négative de la croissance potentielle des pays développés et des pays de la zone euro en particulier. Cela est important pour la politique monétaire. Dans un environnement où la croissance potentielle est faible, des taux d'intérêts bas peuvent amener les acteurs financiers à augmenter leur endettement ou à prendre des positions spéculatives sans avoir d'effet important sur la croissance. L'impact d'une politique monétaire accommodante peut être une augmentation de la fragilité financière. Il ne faut pas attendre que la banque centrale permette une hausse rapide de la croissance. C'est son action directe sur le financement des dettes publiques qui peut aider les États.

## **4. Banques centrales et réglementation financière : un mandat à faire évoluer**

Les banques centrales ont défini de nouveaux instruments afin de fournir de la liquidité aux banques, aux acteurs privés et aux États. On ne peut que se réjouir de leur créativité dans la crise. Pourtant, la stabilité financière, définie en un sens large, ne fait pas partie de leur mandat. Or le mandat des banques centrales doit réconcilier leurs actions avec leurs objectifs déclarés. Cela conduirait à faire évoluer leur compétence vers la supervision financière et à les inciter à penser en permanence aux outils disponibles si une crise financière intervenait. Cela permettrait aussi une action plus efficace pour la stabilité financière appuyée sur une communication fondée sur des engagements crédibles.

Faire évoluer le mandat des banques centrales demande donc de réfléchir plus globalement à la nouvelle architecture financière qui se met en place, pour cerner le rôle qu'elles y joueront à l'avenir.

### **PRINCIPE DE LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE**

Les marchés financiers sont instables et une réglementation financière semble nécessaire pour assurer la stabilité de l'économie. La crise financière met fin à une vague de déréglementation financière qui avait commencé dans les années 1980. La nouvelle réglementation est en cours d'élaboration et elle différera suivant les zones économiques. Avant de décrire les réformes en cours, arrêtons-nous sur le but de cette réglementation pour comprendre pourquoi les banques centrales y joueront un rôle clé. Par ailleurs, les nouvelles réglementations vont changer les pratiques des banques centrales, notamment en ce qui concerne la politique monétaire.

Le but de la réglementation financière ne peut pas être de limiter *a priori* la fluctuation des prix d'actifs ou le nombre de faillites. Les prix fluctuent car les acteurs sur les marchés prennent des risques et font des prévisions qui se révèlent parfois erronées. Ces erreurs de prévision peuvent conduire

à la faillite d'entreprises qui ont adopté des comportements spéculatifs. Les opinions publiques se sont émues de l'aide publique aux institutions financières pendant la crise : on utilisait l'argent public pour aider ceux qui avaient participé à la constitution de bulle financière. Cette réaction est saine et reflète le jeu normal des marchés : que ceux qui prennent des risques en assument les conséquences. Ce n'est que lorsque les faillites engendrent des risques systémiques et donc des externalités négatives qu'il est légitime d'aider les institutions financières.

En général, il ne faut pas éviter les fluctuations de prix ni les faillites. La recherche de la stabilité financière n'est pas un but en soi. Quelles sont alors les faillites qu'il faut empêcher et les prix qu'il faut chercher à stabiliser ? Reprenant le rapport de Genève sur la réglementation financière, on y trouve trois justifications principales à la réglementation financière :

- éviter les pouvoirs de monopoles trop importants d'acteurs de grande taille ;
- protéger les personnes qui n'ont pas toute l'information nécessaire pour estimer les risques ;
- éviter les faillites qui remettent en cause la stabilité économique.

Le premier argument renvoie à la politique de la concurrence pour éviter la constitution d'institutions financières trop importantes, que l'on ne peut mettre en faillite car celle-ci menacerait la stabilité du système financier dans son ensemble. La deuxième justification amène à protéger les dépôts bancaires au-dessous d'un certain seuil, fixé aujourd'hui à 100 000 euros maximum par déposant. La plupart des ménages possèdent en effet des dépôts bancaires et se soucient peu de savoir si leur banque peut faire faillite ou non. Il est illusoire de croire qu'ils vont se transformer en analystes financiers. Le troisième argument nous intéresse ici et renvoie à la crise actuelle.

Assurer la stabilité des marchés financiers (lutter contre les risques systémiques) sans refinancer indûment des entreprises insolvables, revient à s'assurer que le système financier ne soit pas confronté à des crises de liquidité. En résumant à l'extrême, un principe général de la réglementation

financière est la recherche de la stabilité dans la fourniture de liquidité<sup>1</sup>. La forme de cette dernière varie suivant le fonctionnement des marchés financiers, notamment en Europe et aux États-Unis, mais le principe reste le même. Avant de décrire de manière plus concrète les réformes actuelles, revenons sur cette notion de liquidité qui permet de penser le rôle essentiel des banques centrales.

### ***Liquidité de financement***

La première forme de liquidité est la liquidité de financement. Si je suis sûr de recevoir 100 euros demain, et si je dois payer 1 euro aujourd'hui, je suis certain de trouver un acteur financier qui va me prêter 1 euro aujourd'hui contre la promesse de le rembourser avec intérêt. Lorsque la liquidité de financement s'assèche, plus personne ne veut me prêter de l'argent alors que je suis solvable : je peux être poussé à la faillite à cause de dettes de court terme alors que je suis riche si je considère mes actifs de long terme. Ce décalage de maturité entre l'actif et le passif est le propre de l'activité des banques qui sont particulièrement soumises à ce risque d'assèchement de la liquidité.

### ***Liquidité de marché***

Cette liquidité de financement a disparu avec les marchés de dettes de court terme pendant la crise du fait de l'incertitude générale. Les banques centrales sont devenues des prêteurs en dernier ressort en achetant le papier commercial des entreprises aux États-Unis et en prêtant aux banques en Europe. L'intervention des banques centrales a maintenu artificiellement actifs ces marchés en évitant la disparition de la liquidité sur ces marchés, comme par exemple sur celui du papier commercial aux États-Unis.

---

1. Un autre principe, corrélatif, est la lutte contre l'aléa moral, c'est-à-dire la prise excessive de risque, que nous décrivons plus loin.

## **Liquidité des actifs**

Les entreprises, les intermédiaires financiers et les ménages, pour assurer le paiement de leurs dettes de court terme et éviter l'illiquidité mentionnée plus haut, ont une demande spécifique d'actifs sans risque. Ces actifs liquides sont presque de la monnaie. On a vu qu'aux États-Unis les MMFs et, de manière générale, le passif du système bancaire parallèle, étaient utilisés comme de la quasi-monnaie par les agents économiques. Lorsqu'un risque de crédit est apparu pour ces actifs considérés comme sans risques, les acteurs les ont massivement vendus, créant des problèmes de liquidité pour les acteurs émettant ces titres (les MMFs et les entreprises émettant le papier commercial acheté par les MMFs). La FED est intervenue par le Commercial Paper Funding Facility (CPFF) décrit plus haut.

Comme le montre M. Aglietta, les banques centrales ont un rôle particulier dans toute architecture financière car elles peuvent créer de la monnaie en temps de crise (du fait de leur monopole d'émission des billets) et donc assurer la liquidité des marchés et des institutions, voire des États<sup>1</sup>. Le rôle des banques centrales doit donc être de surveiller ces trois formes de la liquidité. Cependant, faire reposer la stabilité financière sur les seules banques centrales est trop limité. Celles-ci peuvent intervenir pendant et après la crise, mais elles n'ont pas d'outils efficaces pour intervenir avant la crise afin de réduire les risques sur la stabilité financière. Par ailleurs, si la stabilité financière demande une expertise et un suivi actif, il est légitime d'augmenter les ressources d'institutions dédiées à la stabilité financière. L'évolution de la réglementation financière, décrite ci-dessous, va dans ce sens. Mais les banques centrales auront toujours un rôle essentiel à jouer par leur capacité à fournir la liquidité. Seul un optimisme exagéré pourrait laisser penser que la réglementation financière puisse être parfaite au point de ne plus laisser aucun rôle aux banques centrales. Dès lors, il faut qu'elles

---

1. M. Aglietta, « Genèse des banques centrales et légitimité de la monnaie ».

se donnent les moyens de penser leur rôle dans l'évolution de la stabilité financière et de suivre les nouveaux risques financiers.

## **LES NOUVELLES FORMES DE LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE**

La vague de re-réglementation financière prend différentes formes selon les pays. De nouvelles institutions sont créées, qui entretiennent diverses relations avec les banques centrales. En Angleterre, la mission d'assurer la stabilité financière est confiée à la banque centrale. Aux États-Unis, une nouvelle entité indépendante de la FED est constituée (le FSOC présenté plus loin). Dans la zone euro, la situation est intermédiaire, car une entité séparée s'est constituée, avec pouvoir de recommandation uniquement (le conseil européen du risque systémique ou CERS). Ces évolutions sont indéniablement utiles. Elles n'invalident pas le fait que les banques centrales doivent maintenant être directement en charge de la stabilité financière.

De manière plus précise, la nature des réformes financières actuellement débattues diffère aux États-Unis où les entreprises se financent essentiellement par les marchés, et en Europe où les crédits bancaires sont la principale source de financement. Dans chaque pays la nouvelle réglementation financière inclut trois composantes. La première est la réforme de la réglementation des institutions financières pour gérer au mieux les faillites. Cette approche « microprudentielle » se situe au niveau d'une institution particulière. Le deuxième niveau est « macroprudentiel » : il concerne des outils permettant de contrôler les volumes globaux d'endettement ou les risques de faillites simultanées de plusieurs institutions. Le troisième niveau est institutionnel, et consiste à définir de nouvelles institutions ayant la stabilité financière comme objectif, qui collectent les données et essaient d'identifier les nouveaux foyers d'instabilité.

Aux États-Unis, le Dodd-Frank Act a été signé en juillet 2010 en réponse à la crise. Cette réforme met en place de nouvelles procédures de liquidation pour des institutions considérées comme importantes face au risque systémique. Ces institutions pourront être aidées en cas de crise par

l'autorité en charge du système public de garantie des dépôts. Elles seront identifiées par une nouvelle entité, le Financial Stability Oversight Council (FSOC). Par ailleurs, les banques et entités bénéficiant de garantie publique des dépôts auront une limitation de leur capacité à prendre des risques, sur compte propre ou en utilisant des produits dérivés. Le FSOC sera donc en charge du risque systémique. Les modalités pratiques de mise en œuvre et de mesure du risque sont encore largement à définir. La protection des consommateurs en matière financière sera assurée par une nouvelle entité, le Bureau of Consumer Financial Protection, qui aura pour tâche de lutter contre les pratiques abusives dans la vente des produits financiers et des crédits immobiliers.

En Europe, la réforme financière est essentiellement concentrée dans la nouvelle réforme appelée Basel 3. Elle introduit des éléments microéconomiques comme l'augmentation des réserves en capital, pour grossir la capitalisation moyenne et donc la solidité du secteur bancaire. Elle introduit des ratios maxima d'endettement et des ratios minima de liquidité. À ces réformes microéconomiques, s'ajoute une dimension macroprudentielle. En effet, les réserves en capital pourront être augmentées dans les phases de croissance, afin de forcer les banques à faire des réserves, et diminuer en cas de crise pour permettre aux banques d'absorber des dépréciations d'actifs.

En Europe, le CERS sera en charge de la stabilité financière et ne pourra émettre que des recommandations et des avertissements quant à l'accumulation des risques. Il sera en relation étroite avec les banques centrales nationales, dont les gouverneurs siégeront au conseil du CERS, qui sera présidé par le gouverneur de la BCE<sup>1</sup>. Enfin, en Angleterre, l'agence de réglementation financière, le FSA, qui était indépendante, est maintenant fusionnée avec la Banque centrale anglaise qui a aussi pour mandat la stabilité financière.

---

1. Le discours de V. Constancio, vice-président de la BCE, en juin 2011 décrit bien les différentes institutions européennes en charge de la stabilité financière.



Pourtant le rôle des banques centrales dans la supervision financière s'est accrue. Le pas final reste à faire.

## **FAIRE ÉVOLUER LE MANDAT DES BANQUES CENTRALES**

La place des banques centrales dans la nouvelle architecture de supervision financière varie donc selon les zones économiques. Leur rôle est toujours essentiel mais n'est pas encore reconnu dans leur lettre de mandat. Certes, elles sont déjà en charge de la stabilité du système de paiement, qui est la capacité des banques à honorer leur engagement à court terme. Mais cette définition restrictive n'inclut pas toutes les formes de stabilité financière que les banques centrales doivent surveiller, et qu'il faut inclure dans leur mandat. Un tel changement n'est pas sans poser de nombreux problèmes, qu'il faut considérer pour prendre la mesure des modifications nécessaires.

### ***Stabilité des prix et stabilité financière : deux mandats qui peuvent être contradictoires***

Prenons un exemple et imaginons une situation où une bulle de prix d'actif est identifiée alors que l'inflation est en train de décroître vers des zones de déflation. Diminuer la bulle financière demande de ralentir la distribution du crédit, alors que lutter contre les risques de déflation demande d'augmenter la distribution de crédit. La banque centrale serait en face d'un dilemme. Ses actions seraient difficilement prévisibles et peut-être peu compréhensibles par les observateurs. Elle pourrait être amenée à tolérer une baisse de l'inflation afin d'éviter des risques financiers. Sa crédibilité dans la volonté de maintenir une inflation stable serait alors bien plus difficile à assurer, ce qui pourrait rendre l'inflation plus volatile.

Cet argument est réel. Cependant, la FED américaine fonctionne avec un mandat comprenant la stabilité des prix et la stabilité économique en un sens plus général sans que cela ait particulièrement nui à sa capacité à

maintenir une inflation stable. Ensuite, s'il existe des arbitrages entre stabilité financière et stabilité de l'inflation, cela milite au contraire pour que ceux-ci soient pensés dans une institution qui prend en compte toutes les interdépendances possibles dans ses choix<sup>1</sup>.

### ***La stabilité financière ne peut pas être un mandat opérationnel***

Les crises financières étant des événements rares (jusqu'à présent), il est illusoire de vouloir apprécier l'efficacité d'une institution sur sa capacité à réduire des probabilités déjà faibles. Cet argument est juste. L'efficacité réelle des banques centrales dans le domaine de la stabilité financière sera toujours difficile à estimer, mais inclure cette stabilité dans leur mandat ne pourra qu'accroître leur vigilance.

### ***Vers une augmentation de la prise de risque ?***

Cet argument concerne l'aléa moral que l'on a mentionné plus haut. Si les institutions pensent que la banque centrale fournira la liquidité en temps de crise, alors elles vont prendre des risques supplémentaires pour empêcher les bénéfiques quand tout va bien et pour que la banque centrale paie les pertes quand cela va mal.

Ce risque est identifié de longue date, depuis les doctrines de gestion de crise de Bagehot. La réponse est double. D'une part, la réglementation financière doit être renforcée en amont pour limiter la prise de risque. D'autre part, la provision de liquidité pendant les crises doit se faire avec des pénalités. Ces dernières peuvent être des ponctions sur les actionnaires des institutions financières (nationalisation partielle par exemple) ou une liquidation ordonnée d'institutions ayant pris des risques excessifs

---

1. De nombreux travaux étudient les relations entre les politiques macroprudentielles qui visent la stabilité financière et la politique monétaire qui vise la stabilité des prix. Voir, par exemple, D. Beau, L. Clerc et B. Mojon, « Monetary and macro-prudential policies », qui décrivent bien les interactions entre stabilité des prix et stabilité financière.

(*living will*). Que les banques centrales soient en charge ou non de la stabilité financière, la lutte contre l'aléa moral dans le secteur financier est un objectif incontournable.

## **CONSÉQUENCE ORGANISATIONNELLE**

Il est difficile d'estimer les conséquences pratiques d'un changement du mandat des banques centrales. Quelques modifications simples peuvent cependant être proposées. Une première serait de faire évoluer l'analyse monétaire de la BCE vers l'analyse financière. Aujourd'hui, cette analyse repose sur deux piliers : l'analyse monétaire et l'analyse économique. De nombreux observateurs mettent en doute l'autonomie du pilier monétaire par rapport au pilier économique, car la relation entre monnaie et inflation est tenue pour des niveaux d'inflation positifs et faibles. L'évolution de l'analyse monétaire, qui inclut déjà l'analyse des agrégats de crédit, vers une analyse financière, pourrait se faire sans coût intellectuel démesuré. Ensuite, l'inclusion d'une appréciation régulière de la stabilité financière dans l'explication mensuelle des décisions de la BCE constituerait un canal de communication important. Enfin, les recommandations régulières des banques centrales de l'eurosysteme aux institutions en charge de la stabilité financière permettraient d'assurer une coordination institutionnelle systématique.



## **Conclusion : les banques centrales et la stabilité financière**

Les banques centrales ont contribué à multiplier les déséquilibres engendrés par le secteur financier. Ces déséquilibres ont conduit à une crise financière dont le cœur a été l'évaporation de la liquidité produite par le système bancaire parallèle. Les banques centrales ont dû alors fournir massivement de la liquidité aux marchés afin d'éviter leur implosion. Le ralentissement de l'activité a lourdement pesé sur les déficits publics. La période de crise de la dette souveraine a amené les banques centrales à fournir de la liquidité aux États, fait inédit dans une période récente.

Avant, pendant et après la crise, les banques centrales sont au cœur de la stabilité financière. Il convient dès lors de faire évoluer leur mandat afin de rendre leurs actions cohérentes par rapport à leur objectif déclaré : elles sont responsables de la stabilité financière. Si elles ne sont évidemment pas les seules institutions dans ce cas, elles jouent un rôle particulier dans la provision globale de la liquidité en temps de crise. L'évolution de leur mandat ne remet pas en cause leur indépendance opérationnelle. Elle leur donne les moyens de s'affirmer comme une pièce essentielle de la stabilité financière.



## Bibliographie sélective

- ACHARYA, Viral et SCHNABL, Philipp, « How banks played the leverage “game” ? » New York University, Stern White Paper, 2008.
- ADRIAN, Tobias et SHIN, Hyun, « Liquidity and leverage », Federal Reserve, staff report n° 328, 2008.
- AGLIETTA, Michel, « Genèse des banques centrales et légitimité de la monnaie », *Annales. Économies, Sociétés, Civilisations*, 1992, p. 675-698.
- , *La Crise : pourquoi en est-on arrivé là ? Comment en sortir ?*, Paris, Michalon, 2008.
- et MOJON, Benoît, « Central banking », in A. Berger, P. Molyneux et J. Wilson (éd.), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford, Oxford University Press, 2010, p. 233-257.
- BEAU, Denis, CLERC, Laurent et MOJON, Benoît, « Monetary and macro-prudential policies », Banque de France, mimeo, 2011.
- BENATI, Luca, « Estimating the financial crisis' impact on potential output », 2010, à paraître dans *Economic Letters*.
- BETBÈZE, Jean-Paul, BORDES, Christian, COUPPEY-SOUBEYRAN, Jésabel et PLIHON, Dominique, *Banque centrale et stabilité financière*, rapport du Centre d'analyse économique, Paris, La Documentation française, 2011.
- BLANCHARD, Olivier, « Fiscal dominance and inflation targeting : lessons from Brazil », NBER, working paper n° 10389, 2004.
- BORIO, Claudio et ZHU, Haibin, « Capital regulation, risk-taking and monetary policy : a missing link in the transmission mechanism ? », BIS, working paper n° 268, 2009.
- BRUNNERMEIER, Markus, « Deciphering the 2007-08 liquidity and credit crunch », *Journal of Economic Perspectives*, 23, 2009, p. 77-100.
- BUITER, Willem, « The theory of the price level : a critique », *The Economic Journal*, 2002, p. 459-482.

- , « Games of chicken between monetary and fiscal authority : who will control the deep pockets of the central bank », Citigroup Global Markets, 2010.
- CERRA, Valérie et SAXENA, Sweta, « Growth dynamics : the myth of economic recovery », *American Economic Review*, 98, 2008, p. 439-457.
- CLERC, Laurent, « How to deal with addicted banks ? », Banque de France, mimeo, 2010.
- COLE, Harold et KEHOE, Timothy, « Self-fulfilling debt crises », *The Review of Economic Studies*, 67, 2000, p. 91-116.
- CONSTANCIO, Vitor, « ECB and its watchers XIII », discours, Francfort, 10 juin 2011.
- DOEPKE, Matthias et SCHNEIDER, Martin, « Inflation and the redistribution of nominal wealth », *Journal of Political Economy*, 114, 2006, p. 1069-1097.
- DUBECQ, Simon, MOJON, Benoît et RAGOT, Xavier, « Fuzzy capital requirements, risk-shifting and the risk taking channel of monetary policy », Banque de France, working paper n° 254, 2010.
- FARHI, Emmanuel et TIROLE, Jean, « Collective moral hazard, maturity mismatch, and systemic bailouts », *American Economic Review*, à paraître, 2010.
- GAGNON, Joseph, RASKIN, Matthew, REMACHE, Julie et SACK, Brian, « Large-scale asset purchases by the Federal Reserve : did they work ? », Federal Reserve Bank of New York, staff report n° 441, 2010.
- GENEVA REPORT, BRUNNERMEIER, Markus, CROCKETT, Andrew, GOODHART, Charles, PERSAUD, Avinash et SHIN, Hyun, « The fundamental principles of financial regulation », International Center for Monetary and Banking Studies, 2009.
- GORTON, Gary, « Slapped in the face by the invisible hand : banking and the panic of 2007 », mimeo, 2009.
- et METRICK, Andrew, « Securitized banking and the run on Repo », mimeo, 2010.
- IOANNIDOU, Vasso, ONGENA, Steven et PEYDRÓ, José-Luis, « The impact of short-term interest rates on risk-taking : hard evidence », Vox EU Publication, 2008.
- KOCHERLAKOTA, Narayana et PHELAN, Chris, « Explaining the fiscal theory of the price level », *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 4, 1999, p. 14-23.



- LANDIER, Augustin, SRAER, David et THESMAR, David, « Going for broke : New Century Financial Corporation, 2004-2006 », IDEI, working paper n° 649, 2010.
- LOISEL, Olivier, POMMERET, Aude et PORTIER, Franck, « Monetary policy and herd behavior in new-tech investment », mimeo, 2011.
- ORLÉAN, André, *De l'euphorie à la panique. Penser la crise financière*, Paris, Rue d'Ulm, 2009.
- ORPHANIDES, Athanasios, « Monetary-policy rules and the great inflation », *American Economic Review*, 92, 2002, p. 115-120.
- POZSAR, Zoltan, TOBIAS, Adrian, ASHCRAFT, Adam et BOESKY, Haley, « Shadow banking », Federal Reserve Bank of New York, staff report n° 458, 2010.
- REINHART, Carmen et ROGOFF, Kenneth, « The aftermath of financial Crises », NBER, working paper n° 14656, 2009.
- ROCHET, Jean-Charles, « The future of banking regulation », Toulouse School of Economics, notes, 2008.
- STELLA, Peter, « Do central banks need capital ? », IMF, working paper n° 97/83, 1997.
- , « Central bank financial strength, transparency and policy credibility », IMF, working paper n° 02/137, 2005.
- , « Central bank financial strength, policy constraint and inflation », IMF, working paper n° 08/49, 2008.
- TAYLOR, John, « Housing and monetary policy », article présenté pour la conférence Jackson Hole, 2007.
- TELES, Pedro et UHLIG, Harald, « Is quantity theory still alive ? », NBER, working paper n° 16393, 2010.



## **ORGANIGRAMME DU CEPREMAP**

Direction

Président : Jean-Pierre Jouyet

Directeur : Daniel Cohen

Directeur adjoint : Philippe Askenazy

Directeurs de programme

*Programme 1 – La politique macroéconomique en économie ouverte*

Yann Algan

Philippe Martin

Xavier Ragot

*Programme 2 – Travail et emploi*

Ève Caroli

Andrew Clark

Gilles Saint-Paul

*Programme 3 – Économie publique et redistribution*

Brigitte Dormont

Claudia Senik

Karine Van Der Straeten

*Programme 4 – Marchés, firmes et politique de la concurrence*

Gabrielle Demange

Anne Perrot

Jérôme Pouyet

*Programme 5 – Commerce international et développement*

Marc Gurgand

Sylvie Lambert

Thierry Mayer



## DANS LA MÊME COLLECTION

*La Lancinante Réforme de l'assurance maladie*, par Pierre-Yves Geoffard, 2006, 2<sup>e</sup> tirage, 48 pages.

*La Flexicurité danoise. Quels enseignements pour la France ?*, par Robert Boyer, 2007, 3<sup>e</sup> tirage, 54 pages.

*La Mondialisation est-elle un facteur de paix ?*, par Philippe Martin, Thierry Mayer et Mathias Thoenig, 2006, 3<sup>e</sup> tirage, 56 pages.

*L'Afrique des inégalités : où conduit l'histoire*, par Denis Cogneau, 2007, 64 pages.

*Électricité : faut-il désespérer du marché ?*, par David Spector, 2007, 2<sup>e</sup> tirage, 56 pages.

*Une jeunesse difficile. Portrait économique et social de la jeunesse française*, par Daniel Cohen (éd.), 2007, 238 pages.

*Les Soldes de la loi Raffarin. Le contrôle du grand commerce alimentaire*, par Philippe Askenazy et Katia Weidenfeld, 2007, 60 pages.

*La Réforme du système des retraites : à qui les sacrifices ?*, par Jean-Pierre Laffargue, 2007, 52 pages.

*La Société de défiance. Comment le modèle social français s'autodétruit*, par Yann Algan et Pierre Cahuc, 2008, 5<sup>e</sup> tirage, 102 pages.

*Les Pôles de compétitivité. Que peut-on en attendre ?*, par Gilles Duranton, Philippe Martin, Thierry Mayer et Florian Mayneris, 2008, 2<sup>e</sup> tirage, 84 pages.

*Le Travail des enfants. Quelles politiques pour quels résultats ?*, par Christelle Dumas et Sylvie Lambert, 2008, 82 pages.

*Pour une retraite choisie. L'emploi des seniors*, par Jean-Olivier Hairault, François Langot et Theptida Sopraseuth, 2008, 72 pages.

*La Loi Galland sur les relations commerciales. Jusqu'où la réformer ?*, par Marie-Laure Allain, Claire Chambolle et Thibaud Vergé, 2008, 74 pages.

*Pour un nouveau système de retraite. Des comptes individuels de cotisations financés par répartition*, par Antoine Bozio et Thomas Piketty, 2008, 100 pages.

*Les Dépenses de santé. Une augmentation salutaire ?*, par Brigitte Dormont, 80 pages, 2009.

*De l'euphorie à la panique. Penser la crise financière*, par André Orléan, 2009, 2<sup>e</sup> tirage, 112 pages.

*Bas salaires et qualité de l'emploi : l'exception française ?*, par Ève Caroli et Jérôme Gautié (éd.), 2009, 510 pages.

*Pour la taxe carbone. La politique économique face à la menace climatique*, par Katheline Schubert, 2009, 92 pages.

*Le Prix unique du livre à l'heure du numérique*, par Mathieu Perona et Jérôme Pouyet, 2010, 92 pages.

*Pour une politique climatique globale. Blocages et ouvertures*, par Roger Guesnerie, 2010, 96 pages.

*Comment faut-il payer les patrons ?*, par Frédéric Palomino, 2011, 74 pages.

*Portrait des musiciens à l'heure du numérique*, par Maya Bacache-Beauvallet, Marc Bourreau et François Moreau, 2011, 94 pages.

*L'Épargnant dans un monde en crise. Ce qui a changé*, par Luc Arrondel et André Masson, 2011, 112 pages.

*Handicap et dépendance. Dramas humains, enjeux politiques*, par Florence Weber, 2011, 76 pages.



Mise en pages  
TyPAO sarl  
75011 Paris

Imprimerie Jouve  
N° d'impression : \*\*\*\*\*  
Dépôt légal : janvier 2012