

# REVOIR LE RÔLE DES BANQUES CENTRALES

MICHEL CASTEL \*  
DOMINIQUE PLIHON \*\*

Les banques centrales se sont trouvées en première ligne dès le début de la crise des *subprimes* en août 2007. Leur rôle a été décisif pour éviter l'effondrement des systèmes bancaires en proie à une crise de liquidités sans précédent. Avec du recul, il est possible de tirer les premières leçons du rôle des banques centrales. D'une part, il apparaît que le rôle des banques centrales ne peut plus se limiter à une politique monétaire de lutte contre l'inflation des prix à la consommation et à la production et que la stabilité des prix d'actifs (immobilier, Bourse) doit faire partie de leurs objectifs. D'autre part, si la fonction de prêteur en dernier ressort est essentielle, comme l'a montré la crise récente, les banques centrales doivent également réformer leur politique de refinancement des banques et renforcer leur rôle prudentiel, afin de prévenir les crises financières.

235

## *LA STABILITÉ DES PRIX D'ACTIFS : UN OBJECTIF INCONTOURNABLE DES BANQUES CENTRALES*

Les prix d'actifs jouent un rôle central dans le fonctionnement des économies avancées. Les évolutions récentes aux États-Unis illustrent ce phénomène. La hausse des prix de l'immobilier et de cours boursiers a contribué, *via* l'effet de richesse, à la croissance rapide de la dépense des ménages de 2001 à 2006. Ensuite, à partir de 2007,

---

\* Chargé de cours en Master 2 « Banques, finance, assurances », université Paris X.

\*\* Professeur d'économie, université Paris-Nord.

Cet article s'inspire d'une présentation effectuée par les auteurs à la « Journée d'étude sur la crise bancaire et financière » du 8 décembre 2008 organisée par le Laboratoire d'économie dionysien de Paris VIII (LED) et le Centre d'économie de Paris-Nord (CEPN).

en provoquant l'effondrement de la richesse des ménages, le dégonflement des bulles immobilière et boursière a contraint ces derniers à réduire leurs dépenses, ce qui a entraîné la récession et a amplifié les difficultés du système financier. Les travaux récents sur les crises montrent que celles-ci sont d'autant plus graves que les marchés d'actifs connaissent des baisses importantes de leurs prix. La longue crise du Japon dans les années 1990 provient précisément de l'implosion non maîtrisée d'une triple bulle : de l'immobilier, de la Bourse et du crédit.

Dans le passé, les banques centrales ont répugné à surveiller le prix des actifs financiers et se sont contentées de leur rôle de surveillance de l'inflation, c'est-à-dire du prix des biens et des services. Les banquiers centraux opposaient trois séries d'arguments pour justifier ce choix. D'abord, les risques d'interférence entre la stabilisation des marchés financiers et les objectifs traditionnels de la politique monétaire, au premier rang desquels la lutte contre l'inflation des prix des biens et des services. Il est avancé que le seul instrument de politique monétaire, le taux directeur du marché monétaire, ne peut être utilisé pour deux objectifs distincts : la stabilité des prix des biens et des services et celle des prix d'actifs. En second lieu, les interventions des banques centrales sur les marchés instilleraient de l'aléa moral. S'il devait être modifié par l'intervention de la banque centrale, le prix d'actifs ne refléterait plus le risque intrinsèque. Les investisseurs perdraient la bonne information. Le troisième argument est que les banques centrales ne disposent pas d'informations privilégiées pour asseoir leurs interventions et que les marchés assurent une meilleure mesure du prix des actifs et donc du risque, propre à éclairer les acteurs économiques et financiers dans leurs choix d'investissement et dans leur gestion de bilan.

Ce sont ces raisons qui expliquent la négligence des autorités monétaires américaines face aux nouveaux instruments financiers, dès lors qu'ils disposaient d'une large liquidité sur les marchés. Ceci explique aussi l'idée dominante face aux bulles financières qui frappaient régulièrement tel ou tel segment des marchés financiers : le marché est mieux informé collectivement que peut l'être le banquier central, disait-on. Ce dernier n'a pas les moyens de distinguer ce qui est un mouvement de fond d'une « exubérance irrationnelle ».

Dans le cadre du capitalisme financier contemporain, la marchandisation considérable du financement des économies fait que l'évolution du prix des actifs financiers et des biens immobiliers ne peut plus être négligée par les autorités monétaires dans leur politique. La crise des *subprimes* démontre que les arguments traditionnels sont de peu de poids face aux effets négatifs d'une variation des

cours non maîtrisée sur les sphères financière et réelle des économies modernes.

En réalité, les événements récents démontrent que l'on ne peut plus séparer la politique monétaire et la politique prudentielle. L'illustration en a été donnée depuis l'été 2007 par le rôle essentiel des banques centrales pour assurer la sauvegarde non seulement des banques, mais aussi de l'ensemble des acteurs financiers. L'une des difficultés rencontrées par les autorités britanniques lors de la crise du système bancaire a été l'indépendance de l'autorité de tutelle du système financier, la Financial Service Authority (FSA), par rapport à la Banque d'Angleterre qui a empêché ce rapprochement nécessaire entre les fonctions monétaire et prudentielle.

Il semble que les banquiers centraux aient pris conscience de cette nécessité de mieux articuler leur action avec celles des autorités chargées de la supervision prudentielle. Ainsi, le groupe présidé par l'ancien gouverneur de la Banque de France, Jacques de Larosière, appelle à la mise en place d'un système prudentiel combinant l'exercice d'un contrôle beaucoup plus strict à l'échelon européen. Il propose également de créer un mécanisme d'alerte précoce, placé sous les auspices de la Banque centrale européenne (BCE) et chargé d'identifier et de neutraliser les risques systémiques.

Pour conclure, la crise financière montre que les banques centrales doivent évoluer et s'adapter à leur environnement. Il y a déjà eu au moins deux générations de banquiers centraux : les banquiers centraux « conservateurs » de la période récente, essentiellement tournés vers la lutte contre l'inflation, avaient succédé aux banquiers centraux keynésiens de l'après-guerre qui recherchaient un arbitrage entre inflation et chômage. Au XXI<sup>ème</sup> siècle, il est souhaitable qu'émerge une nouvelle génération de banquiers centraux, faisant de la stabilité financière une priorité. Notons que les statuts de la BCE ne s'opposent pas à un objectif de stabilité des prix d'actifs, puisqu'ils stipulent dans l'article 105-1 que : « L'objectif principal du système européen de banques centrales (SEBC) est de maintenir la stabilité des prix ». Par ailleurs, dans sa déclaration du 15 novembre 2008, le G20 n'a-t-il pas acté que : « Les autorités doivent suivre les changements significatifs du prix des actifs financiers et leurs conséquences aussi bien dans le domaine macroéconomique que dans le domaine financier ? ».

237

### *LES BANQUES CENTRALES NE PEUVENT SE CONTENTER DE LEUR RÔLE DE PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT*

Les banques centrales sont en charge du risque systémique et exercent, dans ce cadre, leur rôle de prêteur en dernier ressort. Or,

la crise a montré que les conditions dans lesquelles les banques centrales sont amenées à exercer ce rôle peuvent aller à l'encontre de l'objectif de stabilité du système financier.

En effet, les interventions sans précédent depuis août 2007 des banques centrales obligées d'intervenir pour éviter l'effondrement des principaux systèmes bancaires, et même des principaux acteurs financiers non bancaires, ont poussé au paroxysme les risques de l'aléa moral pour les prochaines années. Les interventions des banques centrales favorisent la prise de risques d'agents privés sûrs d'être secourus en cas de difficultés, car elles sont prêtes à acheter même des actifs à risque sans limitation et à taux fixe et bas. Tant que les banques centrales resteront acheteuses d'actifs dans les périodes de crise financière sans être prêtes, dans la période du boom, à être beaucoup plus rigoureuses et sélectives dans leurs refinancements, les marchés seront condamnés à l'instabilité.

Les modalités actuelles de refinancement des banques par les banques centrales posent problème. Lorsque les banques centrales décident du montant de liquidité à allouer lors des appels d'offres, elles le font de façon globale pour l'ensemble du système bancaire de leur zone. Ce faisant, elles renoncent à toute forme de sélectivité de leurs refinancements car elles valident mécaniquement les glissements d'activités et des besoins de refinancement globaux sans examiner leur bien-fondé.

Ceux-ci peuvent être en ligne avec un développement raisonné des financements des agents économiques, mais ils peuvent aussi accompagner des dérapages dans l'immobilier, l'achat à crédit de titres, des spéculations sur devises, des financements à levier excessif de véhicules *ad hoc* ou d'investisseurs pas ou peu réglementés... Quand les besoins de refinancement dépassent leurs prévisions, les banques centrales doivent néanmoins les couvrir en totalité par des adjudications de fonds supplémentaires, sauf à provoquer des risques de défaillance en chaîne. Elles assurent alors, dans les cas extrêmes, des refinancements sans augmenter les taux, voire en les abaissant, quand elles n'y ajoutent pas un élargissement des garanties acceptées avec du papier de moins bonne qualité, comme cela vient d'être le cas dans des proportions d'ailleurs totalement inimaginables. Ainsi les comportements dangereux sont ratifiés.

Faute d'avoir un refinancement de type bilatéral au vu des évolutions bilantielles et de liquidité de chacun des groupes bancaires, elles permettent les emballements de quelques-uns, puis de toute la profession par les comportements mimétiques si régulièrement constatés dans le secteur financier.

Aussi surprenant que cela puisse paraître, les banquiers centraux

sont, en effet, parmi les rares banquiers au monde à ne pas demander de comptes à leurs clients (les banques) avant de leur accorder un prêt !

Pour réduire cet aléa moral qui encourage à prendre trop de risques, individuellement puis collectivement, deux pistes sont proposées. La première consiste à passer d'une enveloppe globale de refinancement au prix du taux directeur à des enveloppes individuelles par groupe bancaire, la seconde à avoir une politique plus active en matière de réserves obligatoires. Cette nouvelle approche du refinancement bancaire doterait les banques centrales d'instruments de régulation de la liquidité bancaire supplémentaires, à côté du taux directeur.

### *Pour un refinancement individualisé par groupe bancaire*

Qui empêche les banques centrales à l'avenir d'examiner les évolutions des actifs et des passifs, les besoins de refinancement et leurs échéances, les engagements de hors-bilan (dont les lignes de liquidité données à des fonds d'investissement), l'évolution des dépôts du public et/ou d'institutionnels, les appels de marges, les types de refinancement obtenus - secs, ou avec des *repo* sur des collatéraux, par exemple -, leur degré de concentration, ainsi que l'existence ou non de lignes de refinancement, pour ne citer que quelques paramètres ?

L'analyse de ces évolutions amènerait la banque centrale de la tête de groupe à réviser ou non le plafond de refinancement à taux premier qui lui serait alloué. Les besoins de refinancement supérieurs à cette enveloppe seraient bien sûr assurés, mais à un taux nettement plus coûteux.

Il est également essentiel que les facilités de refinancement distinguent nettement le papier commercial du papier financier pour que le refinancement, support de la création monétaire, n'encourage pas des opérations de type spéculatif contraires à terme au bon fonctionnement des circuits de financement. Le partage n'est certes pas aisé à faire, mais un essai de catégorisation devrait être élaboré au niveau international pour en déterminer les critères respectifs. Il faut noter que ce type d'exercice, tout aussi complexe, a bien abouti dans le domaine prudentiel pour déterminer les différents types de fonds propres du ratio de solvabilité et leur degré d'acceptabilité.

De telles approches « proactives » ont existé un peu partout jusqu'au milieu des années 1990 avec les plafonds d'escompte jouant le rôle de taux plancher des interventions. La difficulté accrue de l'exercice aujourd'hui avec le continuum des besoins économiques et financiers, des produits et des techniques, ne dispense pas les banques centrales de s'atteler à ce chantier.

Cela suppose un investissement intellectuel supplémentaire important, mais il ne ferait que le pendant de celui engagé par les

superviseurs bancaires et des assurances avec, respectivement, le pilier 2 et la directive Solvabilité 2. En Europe, les groupes bancaires significatifs sont au nombre de 44, rien à voir avec les 4 000 ou 5 000 banques recensées !

Un tel pilotage de la création monétaire par des conditions de refinancement plus fines et plus ciblées devrait être de nature à renforcer durablement la chaîne de confiance des acteurs.

Pénalisante uniquement pour les établissements dont l'activité s'emballer, une telle politique de refinancement coûterait beaucoup moins à la collectivité que le surcoût, pour les banques, des taux courts interbancaires, entre 0,6 % et 0,8 % pour les taux courts et bien davantage pour le trois mois et plus, et le durcissement des conditions de crédit à la clientèle subséquentes constaté à partir de la deuxième moitié de 2007.

#### *Pour un usage plus actif des réserves obligatoires*

Il s'agirait d'élargir l'assiette des réserves obligatoires aux crédits (en portefeuilles ou titrisés) pour couvrir toute la production dont le rythme apparaîtrait comme trop rapide à la banque centrale concernée. Cette mesure permettrait de freiner les emballements en matière de crédit constatés par les banques centrales et/ou les instances financières internationales. Les concours et les taux concernés seraient, bien entendu, rendus publics, contrairement aux plafonds de refinancement mentionnés précédemment. Ces réserves ne pénaliseraient - et ce pourrait être de façon progressive selon l'importance des taux de croissance - que les groupes bancaires particulièrement agressifs sur tel ou tel marché. Cette mesure pourrait, selon les cas, se cumuler ou non avec une action sur le plafond de refinancement des différents groupes bancaires comme indiqué ci-dessus.

La crise a montré la capacité des banques centrales à éviter l'effondrement des systèmes bancaires par des politiques de refinancement massives. Mais, d'une manière paradoxale, les limites de l'action des banques centrales sont également apparues clairement. Pour prévenir les crises futures, les banques centrales doivent adapter leur stratégie. La stabilité financière doit figurer parmi leurs objectifs, ce qui implique une surveillance des changements significatifs du prix des actifs. Par ailleurs, les banques centrales doivent modifier leur politique de refinancement des banques de manière à mieux contrôler les dérapages financiers. Enfin, la crise a montré que lorsqu'il s'agit de préserver la stabilité du système financier, il est contre-productif de séparer la politique monétaire et la supervision prudentielle.