



# POLITIQUE MONÉTAIRE, CAPITAL BANCAIRE ET LIQUIDITÉ DES MARCHÉS

OLIVIER DE BANDT \*  
CHRISTIAN PFISTER \*\*

**L**es Banques centrales sont en charge de la politique monétaire dont l'objectif est la stabilité des prix. Elles visent également à maintenir la stabilité financière à travers la mise en œuvre de politiques prudentielles qui leur incombent au moins en partie et dont Bâle II constitue un aspect. À l'intersection entre ces deux missions se trouve le rôle de la Banque centrale dans la fourniture de liquidité (DEER, 2002 ; Pfister, 2000). À cet égard, il est utile de distinguer entre la fourniture de liquidité en période normale et en période de crise financière transitoire, voire durable, comme dans le cas du Japon.

1

*EN PÉRIODE « NORMALE », BÂLE II INCITE  
À S'INTERROGER PLUS PARTICULIÈREMENT  
SUR LE CANAL DU CAPITAL BANCAIRE*

*La politique monétaire agit par une multiplicité de canaux,  
notamment sur l'offre bancaire*

Pendant longtemps, le canal privilégié de transmission était celui des effets de la politique monétaire sur la demande de crédit ou de

\* Chef du Service d'études macroéconomiques et de prévision de la Banque de France.

\*\* Directeur des études économiques et de la recherche de la Banque de France.

Cet article n'exprime pas la position de la Banque de France et n'engage que ses auteurs. Tout en restant seuls responsables d'éventuelles erreurs, nous remercions Julia Guérin et Vichett Oung de l'aide qu'ils nous ont apportée ainsi que Skander Van den Heuvel qui nous a permis de réutiliser les données concernant les banques américaines de son article de 2002.



monnaie, synthétisés dans le modèle IS/LM. Cependant, ce modèle ne permet pas de comprendre pourquoi, même dans des circonstances apparemment normales, la politique monétaire est très - ou, au contraire, très peu - puissante. L'approche dite du canal du crédit vise à pallier cette déficience. Dans le canal du crédit bancaire, la politique monétaire est réputée agir directement sur l'offre de crédit bancaire : lorsque la politique monétaire réduit le montant des liquidités disponibles pour les banques, celles-ci doivent se retourner vers d'autres sources de financement. Si l'information est asymétrique sur le marché des financements bancaires (par exemple sur le marché des certificats de dépôts), les banques, notamment les plus petites, ne sont pas forcément en mesure de compenser la perte initiale de liquidités et doivent réduire leur offre de crédit. En conséquence, les banques qui en ont la possibilité accumulent des actifs facilement réalisables qui leur permettent d'atténuer les conséquences d'un choc de politique monétaire.

Il importe cependant de noter que le canal du crédit bancaire voit son importance se réduire si le capital bancaire est juste suffisant pour satisfaire les obligations réglementaires : dans ce cas, une banque ne peut pas accroître son offre de crédit sans émission supplémentaire de capital. Le canal du crédit bancaire est donc d'autant plus limité que la valeur nominale du capital des banques est faible.

En outre, on peut considérer que la difficulté pour une banque de trouver des financements alternatifs dépend du niveau de son capital en valeur de marché, qui mesure l'espérance des profits futurs actualisés : la prime de risque est d'autant plus faible que la banque est mieux capitalisée. Au total, deux catégories de banques peuvent potentiellement réduire l'efficacité du canal du crédit, celles dont le capital nominal est faible et celles qui, au contraire, ont un capital dont la valeur de marché est élevée.

Kashiap et Stein (2000) montrent que, dans le cas des États-Unis sur la période 1976-1993, l'impact de la politique monétaire sur la distribution du crédit est plus fort pour les banques ayant la plus faible proportion d'actifs liquides et que cet effet est concentré sur les plus petites banques. En ce qui concerne la zone euro, Ehrmann *et alii* (2002), sur la base de données exhaustive sur les plus grands pays, observent bien qu'une hausse des taux d'intérêt a un impact négatif sur l'offre de crédit bancaire. Toutefois, contrairement à ce que l'on observe aux États-Unis, la taille ne serait pas un facteur déterminant, à la différence de la liquidité (mesurée par le ratio liquidités + interbancaire/total du bilan) pour l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne.



*Bâle II incite à s'interroger plus particulièrement sur le canal  
du capital bancaire*

Dans le débat actuel sur la réforme des ratios de solvabilité, il importe naturellement de s'interroger sur une version particulière du canal du crédit, à savoir le canal du capital bancaire. Après avoir décrit les principaux mécanismes du canal du capital bancaire, nous présentons les principaux éléments de vérification empirique disponible sur les États-Unis et la zone euro.

Comme indiqué par Van den Heuvel (2002), pour qu'un canal du capital bancaire puisse opérer, il faut que (1) le marché du capital bancaire soit imparfait, c'est-à-dire que les banques ne puissent pas accroître leurs fonds propres facilement ; (2) les banques n'aient pas totalement couvert leur risque de taux d'intérêt, l'échéance moyenne de leurs actifs étant supérieur à celle de leurs passifs ; (3) il existe des ratios de capital qui limitent l'offre de crédit. Dans ces conditions, lorsque les fonds propres sont faibles, les banques réduisent leur offre de crédit, suite à des pertes qui réduisent leur capital ou en raison de chocs de politique monétaire qui pèsent sur leur rentabilité. De plus, dans une perspective dynamique, même lorsque les banques satisfont largement les exigences réglementaires en matière de capital, elles réduisent leur offre de crédit de façon à diminuer le risque de devoir faire appel au marché des fonds propres dans le futur.

En ce qui concerne la vérification empirique du canal du capital bancaire aux États-Unis, Sharpe (1995) fait le bilan de la littérature cherchant à mettre en évidence un lien entre le resserrement de la réglementation en termes de ratio de fonds propres et l'épisode de rationnement du crédit qui a précédé la récession américaine de 1990-1991. Sa conclusion est qu'il existe bien un lien robuste entre la rentabilité et le niveau des fonds propres d'une part, l'offre de crédit bancaire d'autre part. En revanche, le lien avec la mise en place du ratio Cooke est ambigu, en raison de la difficulté de distinguer entre les effets d'offre et de demande de crédit. Plus récemment, Hubbard *et alii* (1999) résolvent ce problème d'identification et mettent en évidence que le coût du crédit auprès des banques bien capitalisées est inférieur à celui des banques peu capitalisées. Par ailleurs, Kishan et Opiela (2000) montrent que, pour la période 1980-1995 aux États-Unis, les prêts des petites banques peu capitalisées sont les plus sensibles à la politique monétaire.

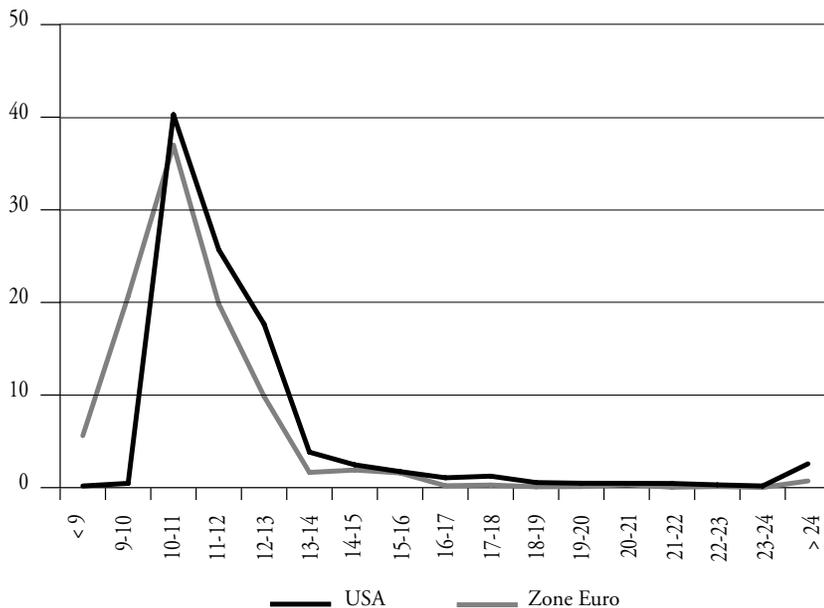
S'agissant de la zone euro, Altunbas *et alii* (2002) observent, sur la base de données de Bankscope pour la période 1991-1999, que les banques peu capitalisées, quelle que soit leur taille, tendent à réagir davantage à la politique monétaire. Toutefois, cet effet serait principa-

lement concentré en Italie et en Espagne et dans les plus petits pays. Pour l'Italie, Gambacorta et Mistrulli (2003) introduisent le concept d'« excédent de capital » - mesuré par la différence entre le capital effectif et celui requis - qui prend en compte le degré de risque de la banque. Sur la base de cet indicateur, ils confirment, sur la période 1992-2001, l'existence d'un canal du crédit bancaire, mais mettent aussi en évidence un canal spécifique du capital bancaire, surtout marqué pour les banques coopératives qui ont un décalage plus marqué entre la maturité des actifs et celle des passifs<sup>1</sup>.

Comme l'indiquent les graphiques ci-dessous, la distribution des ratios de solvabilité dans la zone euro est, par rapport aux États-Unis, relativement plus concentrée à proximité du seuil de 8 % imposé par la réglementation. Cela pourrait suggérer un canal du capital bancaire plus marqué qu'aux États-Unis. Ce phénomène est d'ailleurs plus prononcé en Italie que dans les autres pays. Il convient toutefois de noter que les indicateurs fournis pour la zone euro sont tirés de la base Bankscope, qui présente une assez mauvaise couverture des petites banques. Par ailleurs, Bâle II devrait conduire à une réallocation des exigences en fonds propres des banques, compte tenu des nouvelles pondérations des différents risques.

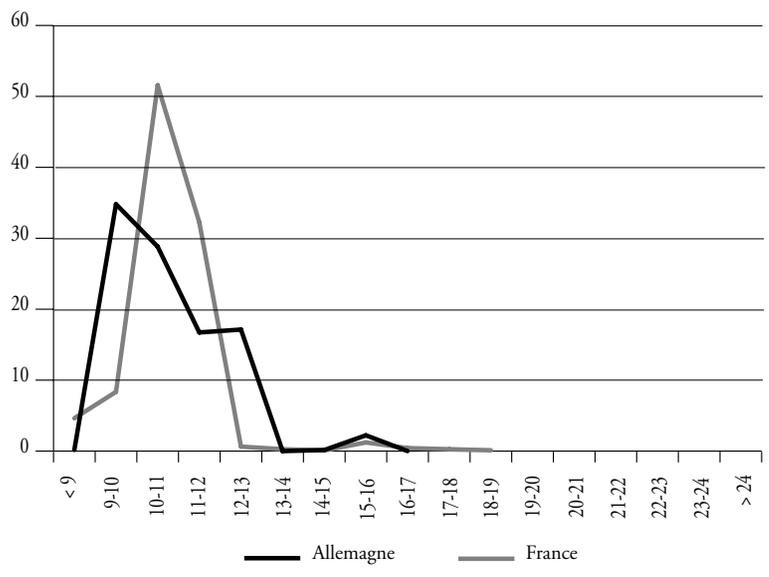
4

**Graphique n° 1**  
**Distribution du ratio de solvabilité**  
**États-Unis - Zone euro**





**Graphique n° 2**  
**Distribution du ratio de solvabilité**  
**Allemagne - France**



5

**Graphique n° 3**  
**Distribution du ratio de solvabilité**  
**Italie - Espagne**



Source : Van den Heuvel (2002) ; Bankscope, année 2001 : part des actifs bancaires détenus par des institutions ayant un ratio de solvabilité inférieur au montant indiqué en abscisse



*EN PÉRIODE DE CRISE FINANCIÈRE, MALGRÉ L'EXISTENCE  
DE NORMES DE SOLVABILITÉ, SE POSE LA QUESTION  
DEL'INTERVENTION DU PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT (PDR)*

L'existence de normes de solvabilité prenant mieux en compte la nature des risques bancaires ne met pas en question l'éventualité d'une intervention du PDR pour faire face à des problèmes de liquidité dans le système bancaire. Si un niveau de capital plus élevé réduit les risques de crise de liquidité, il existe néanmoins un arbitrage rendement-risque, compte tenu du coût du capital bancaire (Diamond et Rajan, 2000)<sup>2</sup>. Il importe donc d'évaluer quelle est l'importance du risque de crise de liquidité et quelles sont les mesures que les banques centrales peuvent utilement adopter s'il se réalise.

*Le risque de crise de liquidité*

Si, dans les circonstances normales, la politique monétaire alimente l'économie de façon globale, sans se soucier de la répartition de la liquidité entre institutions, il peut se produire des circonstances particulières où la Banque centrale est amenée à intervenir de manière plus active sur le marché interbancaire. L'existence de normes de solvabilité protège davantage les institutions - qui sont en mesure d'éponger leurs pertes avec un capital plus abondant<sup>3</sup>, mais ne remet pas en cause fondamentalement la question de l'intervention du PDR en cas de crise « systémique ». Comme le soulignent Rochet et Vives (2002), les politiques prudentielles *ex ante* peuvent s'avérer coûteuses, si elles conduisent à renoncer à certaines opportunités d'investissement. Il est alors préférable de les compléter par une intervention *ex post* sous la forme d'une alimentation en liquidité.

Alors que le risque de panique bancaire est fortement réduit dans la plupart des pays développés en raison de la mise en place de systèmes d'assurance des dépôts, le risque systémique n'a pas disparu. De fait, l'analyse économique s'est aujourd'hui concentrée sur le fonctionnement du marché interbancaire et sur le fonctionnement des systèmes de paiement<sup>4</sup> : dans ces derniers, des effets de « domino » peuvent se produire tandis que, sur les marchés interbancaires, la liquidité peut « s'évaporer » soudainement. Deux canaux sont à évoquer : l'exposition à des risques importants, en absence de diversification de ces risques, et les phénomènes « d'antisélection ». Dans ce dernier cas, les emprunteurs possèdent davantage d'information que les prêteurs et, à la limite, seuls les « mauvais » emprunteurs sont présents sur le marché. Les prêteurs préfèrent alors refuser tout prêt et le marché interbancaire disparaît, au moins temporairement. De plus, la distinction entre liquidité et solvabilité tend à s'effacer. Flannery (1996) présente ainsi un modèle dans



lequel les prêteurs disposent d'une technologie leur permettant d'évaluer les emprunteurs ; si les prêteurs ont des doutes sur leur propre capacité d'expertise, ils cessent de prêter et la liquidité du marché disparaît. Freixas et Rochet (2002) présentent aussi un modèle où les investisseurs bien informés refusent de renouveler leurs prêts sur le marché interbancaire. Certains établissements se voient alors, par exemple, dans l'impossibilité de renouveler leur financement sous forme de certificats de dépôts. En raison d'un défaut de coordination, des banques solvables peuvent connaître une crise de liquidité et faire faillite. Diamond et Rajan (2002) construisent un modèle où des faillites bancaires en chaîne conduisent à une disparition de la liquidité et à un effondrement du système financier. Là aussi, il est difficile de distinguer entre crise de liquidité et de solvabilité. Goodfriend (2001) souligne, quant à lui, le rôle des *market makers* qui accroissent leurs commissions pour compenser leurs pertes, suite à une chute du cours des actions, ce qui a pour effet de réduire le volume des transactions, nécessitant une hausse supplémentaire des commissions jusqu'à la disparition complète de la liquidité sur le marché. Celle-ci a pour conséquence d'accroître les difficultés de financement des agents non financiers, ce qui conduit l'économie vers la récession.

De Bandt et Hartmann (2002) passent en revue la littérature économique quantitative et montrent qu'il est effectivement possible de vérifier empiriquement l'émergence du risque systémique et des phénomènes de disparition de la liquidité sur le marché interbancaire. Si Furfine (2001) indique que le marché des *Fed Funds* aux États-Unis aurait bien fonctionné durant la crise LTCM de 1998, il existe de nombreux exemples de contagion sur le marché des dettes bancaires ou des actions des banques. Plusieurs articles mettent en évidence, en ce qui concerne les actions bancaires, que les faillites de grandes banques dans les années 1970 ou 1980 ont été à l'origine de baisse des cours des autres banques, même si ces baisses étaient parfois liées à des difficultés propres avant la crise ou à une exposition concomitante aux pays émergents. De même, en ce qui concerne les annonces de pertes bancaires (*loan-loss reserves*), celles en provenance de banques situées dans des *money-centers* ont généralement moins d'impact que celles issues de centres d'importance régionale, ce qui constitue une autre illustration de l'asymétrie d'information à l'origine des crises de liquidité. S'agissant des dettes obligataires des banques, de nombreux auteurs ont fait ressortir un impact de la faillite de la *Continental Illinois* (mai 1984) sur les primes de risque payées par les autres banques. Enfin, il est possible de mettre en évidence un second canal de transmission du risque systémique, à savoir les expositions des établissements bancaires à des risques non diversifiés. Kaufman (1994) cite ainsi le rapport d'enquête sur la faillite de la



*Continental Illinois*, qui avait montré qu'avant cet événement, 65 institutions financières possédaient des expositions non garanties qui dépassaient le montant de leur capital.

*Les mesures appropriées : la fourniture de liquidité d'urgence*

La Banque centrale n'étant pas soumise à une contrainte de liquidité et disposant éventuellement d'un avantage informationnel, elle est *a priori* bien placée pour jouer le rôle de fournisseur ultime de liquidité en cas de crise (notamment en cas d'anti-sélection, cf. Rochet et Vives, 2002). Son intervention peut revêtir deux formes : les prêts au marché dans son ensemble (PM) et les prêts à des institutions individuelles (PII)<sup>5</sup>.

Le PM est destiné à faire face à une crise générale de liquidité et prend la forme d'une banale opération d'*open market* ou bien de l'accès, à l'initiative des établissements, à une facilité de fin de journée lorsqu'elle existe. Selon Goodfriend et King (1988), le PM relève d'ailleurs d'une définition large de la politique monétaire. Il est accordé contre de bonnes garanties et permet à l'ensemble des établissements d'avoir accès à la liquidité centrale à un même taux, qui est celui du marché. Les « règles » de Bagehot (1873) sont respectées, sauf sur un point : les conditions d'intervention ne sont pas explicitées à l'avance, ce qui permet de limiter le risque moral (*i. e.* celui que les établissements ne négligent de surveiller étroitement leurs positions sur le marché interbancaire, se reposant sur le PM en cas de difficulté). Par ailleurs, le PM n'est pas équivalent à un changement d'orientation de la politique monétaire : la monnaie centrale peut être reprise dans des délais très brefs, son offre pouvant même s'accompagner d'une baisse de taux d'intervention permettant à la Banque centrale de contrarier l'impact négatif sur la demande finale des perturbations créées par la crise de liquidité (baisse de cours des titres, augmentation des *spreads*). Le krack d'octobre 1987, la crise russe de l'automne 1998 et les événements de septembre 2001 ont donné lieu à de telles interventions.

Le PII se produit lorsqu'un établissement dont la défaillance risquerait, par contagion, d'avoir des conséquences systémiques, n'est pas capable d'emprunter sur le marché interbancaire ou d'avoir accès auprès de la Banque centrale à une facilité permanente (il peut, par exemple, ne pas y avoir de compte). Une telle intervention relève, selon Goodfriend et King (1988), de la « politique bancaire ». Ne conduisant pas forcément à un accroissement de la base monétaire (la Banque centrale peut « stériliser » en cédant des titres ou en empruntant sur le marché interbancaire), elle ne comporte pas de risque de conflit avec la conduite de la politique monétaire, même dans une optique à très court terme. Temporaire, car



destinée à répondre à un problème de liquidité et non de solvabilité - ce qui suppose que la distinction puisse être faite, ce qui n'est pas toujours possible, *cf. supra* - et entourée d'une grande discrétion, au nom de « l'ambiguïté constructive », elle est caractéristique du rôle PDR au sens courant du terme : création de réserves permettant le transfert de risques du bilan des agents privés vers celui de la Banque centrale.

*EN PÉRIODE DE CRISE DURABLE,  
LA POLITIQUE MONÉTAIRE PEUT AVOIR  
À SE TRANSFORMER EN POLITIQUE FINANCIÈRE*

Le cas du Japon montre que l'on ne peut pas dissocier les difficultés rencontrées dans l'économie et le système bancaire, dès lors qu'elles sont durables. Il montre aussi que la réponse des autorités ne peut être la même selon que les taux directeurs sont nuls<sup>6</sup> ou pas : dans le premier cas, la Banque centrale peut mener une politique de liquidité surabondante - *quantitative easing* - car elle n'a pas à « stériliser » ses apports.

*Quels moyens d'action tant que les taux directeurs  
sont strictement positifs ?*

Deux types d'actions ont été mis en œuvre au Japon : des interventions de la Banque centrale pour rétablir l'arbitrage entre marchés et une recapitalisation du système bancaire.

Se fondant sur des contraintes de liquidité subies par les banques japonaises au cours des crises financières de 1997 et 1998, Saito et Shiratsuka (2001) montrent que la théorie des anticipations de la courbe des taux n'a alors pas été respectée, les *spreads* de taux payés par ces banques tendant à surestimer les taux *spot* futurs. Les taux directeurs anticipés ne se trouvant pas répercutés correctement aux échéances futures, la Banque du Japon a conduit à partir de l'automne de 1997 des « opérations duales », prêtant sur les échéances éloignées du marché monétaire et absorbant la liquidité centrale ainsi fournie en empruntant à des échéances plus courtes : la préférence des établissements pour des placements liquides se trouvait ainsi satisfaite et le mécanisme de transmission rétabli. Comme le commente Ng (2001), il n'est néanmoins pas certain que les signes de mauvaise tarification détectés par les auteurs aient été entièrement imputables à des contraintes de liquidité, un risque de crédit plus important ou une aversion accrue pour le risque pouvant également en rendre compte. En outre, on peut se demander, avec Kohn (2001) si la réaction appropriée à une crise de liquidité ne devrait pas consister à baisser les taux directeurs, le recours à des « opérations duales » devant se limiter à des cas extrêmes.



Dans un contexte où les prêts bancaires jouent un rôle important dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire et comme source indépendante de chocs et où ils apparaissent sensibles à la situation financière des établissements, Morsink et Bayoumi (2001) suggèrent de recapitaliser le système bancaire japonais comme moyen de relancer la distribution de crédit. Cette recapitalisation serait également justifiée si les banques ont accumulé du capital informationnel (Diamond, 2001). Le risque est toutefois que les établissements n'utilisent le capital injecté pour investir en titres publics, qui comportent un moindre risque de crédit, plutôt que pour accorder de nouveaux prêts aux agents privés, surtout si la demande de crédit est faible.

*Quelle est l'efficacité d'une politique de liquidité surabondante ?*

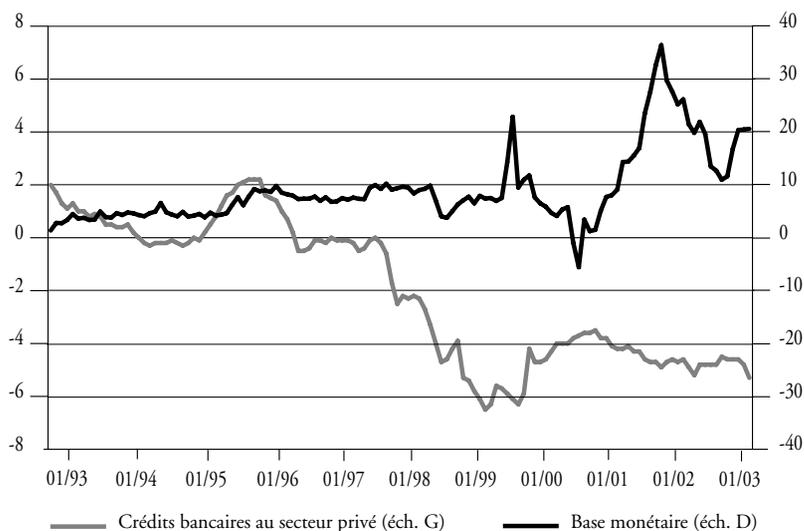
Comme le montre le cas du Japon (voir graphique n° 4), il n'existe pas de multiplicateur de base monétaire quand le taux d'intérêt réel est supérieur à son niveau d'équilibre et le taux nominal nul : augmenter la base monétaire ne permet alors pas d'augmenter le crédit. En effet, le multiplicateur est fondé sur l'idée que, soumis à une forte incertitude sur les conditions de leur refinancement, les établissements s'assurent de la disponibilité de réserves avant d'accorder des crédits. Cela suppose un double rationnement : de l'offre de crédit par les banques et de celles de réserves par la Banque centrale. Or, lorsque le taux d'intérêt est supérieur à son niveau d'équilibre, les agents non financiers cherchent au contraire à rembourser leurs crédits et, si la Banque centrale veut assurer des taux d'intérêt à court terme nuls, elle doit fournir aux banques une liquidité au moins égale au niveau désiré. On peut donc se demander pourquoi offrir une liquidité surabondante, c'est-à-dire d'un montant supérieur à celui désiré.

Outre qu'elle est compatible avec le maintien de taux nuls, cette politique permet à la Banque centrale de jouer un rôle multidimensionnel de PDR et de faciliter le financement du déficit budgétaire, la politique monétaire se transformant en politique financière. En effet, la Banque centrale peut :

- par des PII, substituer des relations Banque centrale/banques commerciales, et donc éviter une contagion sur le marché interbancaire ;
- par des achats de titres auprès des établissements (éventuellement émis par eux en titrisation de crédits), diminuer les risques qu'ils portent ;
- par des achats de titres sur le marché, limiter le coût de financement des émetteurs et éviter que le capital bancaire ne soit gravement entamé par des moins-values sur les portefeuilles-titres.

Ces actions entraînent une dégradation du bilan de la Banque centrale puisqu'elle assume des risques croissants de crédit et de taux.

**Graphique n° 4**  
**Japon - Évolution de la base monétaire et du crédit bancaire**  
**au secteur privé**  
 (glissement annuel en %)



Source : Banque du Japon.

11

Elles sont efficaces dès lors que la perte d'activité que l'inquiétude découlant de cette dégradation pourrait entraîner, sous forme par exemple d'une épargne accrue, est plus que compensée par les bienfaits de l'aide dispensée, directement ou indirectement, aux agents bénéficiaires (banques, entreprises, État)<sup>7</sup>.

Au-delà du bilan de la Banque centrale, on peut craindre que le maintien durable des taux d'intérêt à un niveau très bas ne s'accompagne d'effets négatifs :

- sur les banques, à court/moyen terme en diminuant l'avantage qu'elles retirent de la faible rémunération des dépôts à vue et à plus long terme en diminuant l'incitation à disposer de mauvaises créances dont le « coût de portage » est insignifiant ;
- sur les sociétés d'assurance-vie, si un encours important de contrats comporte une garantie de rendement, exprimée en niveau de taux, supérieure au rendement des actifs ;
- sur les fonds de pension à prestations définies, si les cours des actions n'augmentent pas ou baissent en parallèle avec le rendement des obligations, signe que les marchés financiers anticiperaient une période longue de stagnation économique ;
- sur les marchés et les intermédiaires financiers en général, avec, à terme



les risques que les phénomènes d'anti-sélection se généralisent et que des « bulles » ne se forment sur les prix d'actifs.

Compte tenu des effets incertains d'une transformation de la politique monétaire en politique financière, il faut se demander si d'autres instruments ne doivent pas aussi être mobilisés en cas de crise durable dans l'économie et le système bancaire, en particulier si elle s'accompagne comme au Japon d'une baisse prolongée des prix :

- politique de change : une dépréciation agressive du taux de change doit néanmoins recevoir l'approbation des économies partenaires ; c'est dire, en particulier, qu'elle est impraticable si elle est recherchée par plusieurs grandes économies ;

- politique budgétaire : en cas de baisse prolongée des prix, le recours au déficit budgétaire est toutefois de nature à créer facilement une dynamique insoutenable de la dette publique et des comportements ricardiens. Un stimulus budgétaire ne devrait alors pas nécessairement emprunter la voie d'un déficit accru : Feldstein (2002) propose de compenser une baisse de l'impôt sur le revenu par une hausse de la TVA ou un crédit d'impôt sur l'investissement par une hausse de l'impôt sur les sociétés ;

- politiques structurelles : en raison de la nature du problème, c'est le type d'instrument qui paraît le mieux adapté. Deux volets peuvent être envisagés. Le premier, à destination de l'économie réelle aurait pour objet de relever le taux réel d'équilibre de l'économie en accroissant son taux de croissance potentiel. Le deuxième serait plus spécifiquement axé vers le système bancaire : ainsi, les opérations de recapitalisation par l'État pourraient être rendues conditionnelles à une plus grande transparence et homogénéité dans le traitement comptable des créances douteuses, de même qu'à la réalisation d'objectifs de rentabilité ; de plus, une séparation stricte pourrait être opérée au sein des banques entre la gestion des créances saines et celle des créances douteuses, ces dernières devant être sorties des bilans bancaires le plus rapidement possible.

## NOTES

1. Voir aussi les travaux de Goyau *et al.* (2002) montrant l'existence de décalages de maturité entre actifs/passifs plus ou moins prononcés selon les pays et leur impact sur la profitabilité des banques, créant des différences dans les mécanismes de transmission de la politique monétaire.

2. Il existe cependant d'autres motivations à l'accumulation du capital bancaire, qui expliquent la forte croissance du capital bancaire aux États-Unis au-delà des normes prudentielles, en particulier la pression des marchés sur les banques face à la réduction des garanties dont elles bénéficient (Flannery et Rangan, 2002).



3. Une partie de la littérature économique montre néanmoins que, dans certaines circonstances, l'imposition de normes de solvabilité plus rigoureuses peut conduire certains établissements à accroître leur prise de risque dans la mesure où la réglementation réduit la valeur de franchise des établissements. Il ne s'agit là toutefois que d'analyses en équilibre partiel.
4. Pour un *survey* de la littérature sur le risque systémique, voir De Bandt et Hartmann, 2002.
5. Sur les modalités de telles interventions dans le cadre de la zone euro, voir DEER (2002) et Pfister (2000).
6. Compte tenu des coûts de transaction et d'immobilisation de garantie, on considère ici des taux directeurs inférieurs à 10 points de base comme nuls.
7. À cet égard, il faut noter que l'aide apportée au financement du déficit budgétaire ne résulte pas exclusivement des achats de titres publics, mais aussi du fait que le système bancaire pris dans son ensemble n'a d'autre emploi productif d'intérêts que d'acheter des titres publics avec les réserves qu'il détient puisque l'État est, en général, le seul agent non bancaire émetteur de titres à disposer d'un compte à la Banque centrale. Par ailleurs, s'agissant des achats de titres publics par la Banque centrale, on peut rappeler que la politique de *pegging* des obligations d'État à 2,5 % mise en œuvre par la Fed d'avril 1942 à mars 1951 a conduit à une forte inflation après-guerre, à une disparition du marché secondaire des titres publics américains tant qu'elle a été appliquée et à un grave conflit entre la Banque centrale et le pouvoir exécutif pour y mettre fin (Hetzel et Leach, 2001).

## BIBLIOGRAPHIE

- ALTUNBAS Y., FAZLYOV O., and MOLYNEUX PH. (2002), « Evidence on the Bank Lending Channel in Europe », *Journal of Banking and Finance*, 26, 2093-2110.
- BAGEHOT W. (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Londres, H.S. King.
- DE BANDT O. and HARTMANN Ph. (2002), « Systemic Risk in Banking » in *Financial Crisis, Contagion and the Lender of Last resort*, C. Goodhart and G. Illing editors. Oxford University Press.
- DIAMOND D. W. (2001), « Should Japanese Banks be Recapitalised? », Bank of Japan, *Monetary and Economic Studies*, May.
- DIAMOND D. W. and RAJAN R. (2002), « Liquidity Shortages and Banking Crises », *NBER Working Paper* 8937, May.
- DIAMOND D. W. and RAJAN R. (2000), « A Theory of Bank Capital », *mimeo*, University of Chicago, à paraître dans *Journal of Finance*.
- DIRECTION DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES ET DE LA RECHERCHE - DEER- (2002), « Eurosysteme, zone euro et stabilité financière », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, 1, novembre.
- EHRMANN M., GAMBACORTA L., MARTINEZ-PAGES J., SEVESTRE P. and WORMS A. (2002), « Financial Systems and the Role of Banks in Monetary Policy Transmission in the Euro Area », Banque de France, *Notes d'études et de recherche*, 93, à paraître dans Angeloni *et alii* editors, MIT Press.
- FELDSTEIN M. (2002), « The Role for Discretionary Fiscal Policy in a Low Interest Rate Environment », *NBER Working Paper*, 9203, September.
- FLANNERY M. (1996), « Financial Crises, Payment Systems Problems, and Discount Window Lending », *Journal of Money, Credit and Banking*, 28 (4), 804-824.
- FLANNERY M. and RANGAN K. (2002), « Market Forces at Work in the Banking Industry: Evidence from the Capital Buildup of the 1990s », *mimeo*, University of Florida, September.
- FURFINE C. (2001), « The Interbank Market During a Crisis », *Banque des Règlements Internationaux*, Monetary and Economic Department, *Working Paper*, 99, June.
- GAMBACORTA L. and MISTRULLI P. E. (2003), « Bank Capital and Lending Behavior: Evidence for Italy », à paraître dans *Banca d'Italia, Temi di Discussione*.

- GOODFRIEND M. (2001), « Financial Stability, Deflation and Monetary Policy », Federal Reserve Bank of Richmond, *Working Paper*, 01-01, January.
- GOODFRIEND M. and KING R.G. (1988), « Financial Deregulation, Monetary Policy and Central Banking », Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Review*, May-June.
- GOYEAU D., SAUVIAT A. et TARAZI A. (2002), « Rentabilité bancaire et taux de marché : une application aux principaux systèmes bancaires européens sur la période 1988-1995 », *Revue d'économie Ppolitique*, 112 (2), mars-avril.
- HETZEL R.L. and LEACH R.F. (2001), « The Treasury-Fed Accord: A New Narrative Account », Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly*, 87 (1), Winter.
- HUBBARD R. G., KUTTNER K. N. and PALIA D. N. (1999), « Are there Bank effects in Borrower Cost of Funds ? Evidence from a Matched Sample of Borrowers and Banks », mimeo, Columbia University, à paraître dans *Journal of Business*.
- KASHIAP A. K and STEIN J. C. (2000), « What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy », *American Economic Review*, 90 (3), 407-428.
- KAUFMAN G. G. (1994), « Bank contagion : A Review of the Theory and Evidence », *Journal of Financial Services Research*, 7, 123-150.
- KISHAN R. P. and OPIELA T. P. (2000), « Bank Size, Bank Capital, and the Bank Lending Channel », *Journal of Money, Credit and Banking*, 32 (1), 121-141.
- MORSINK J. and BAYOUMI T. (2001), « A Peek Inside the Black Box : The Monetary Transmission Mechanism in Japan », International Monetary Fund, *IMF Staff Papers*, 48 (1).
- PFISTER C. (2000), « Relations entre politique monétaire unique et politiques prudentielles », *Revue économique*, 51 (3), mai.
- ROCHET J.-C. and VIVES X. (2002), « Coordination Failures and the Lender of Last Resort : Was Bagehot Right After All? », *CEPR Discussion Paper*, 3233, February.
- SAITO M. and SHIRATSUKA S. (2001), « Financial Crises as the Failure of Arbitrage : Implications for Monetary Policy », Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, *Monetary and Economic Studies*, February (avec commentaires de C.M. Cumming et de T.C.-K Ng et discussion générale au cours de laquelle D. L. Kohn intervient).
- SHARPE S. A. (1995), « Bank Capitalisation, Regulation and the Credit Crunch: a Critical Review of the Research Findings », Federal Reserve Board, *Finance and Discussion Papers*, 95-20, May.
- STEIN J. C. (2002), « Commentary (on Van der Heuvel) », Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, May.
- VAN DEN HEUVEL S. J. (2002), « Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission? », Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, May.
- VAN DEN HEUVEL S. J. (2002), « The Bank Capital Channel of Monetary Policy », *mimeo*, University of Pennsylvania, Department of Economics, December.