

L'ÉVOLUTION DU RÔLE DES BANQUES CENTRALES DANS LA CRISE

LORENZO BINI SMAGHI*

LES NOUVEAUX POUVOIRS DES BANQUES CENTRALES

La crise a conduit les banques centrales dans le monde entier à jouer un rôle particulier – et en partie nouveau – au sein des économies avancées, ce qui pose une série de défis au cadre institutionnel de base régissant les politiques, monétaires et autres.

Le fait que la politique monétaire a été amenée à jouer un rôle particulier pendant la crise était, dans une certaine mesure, inévitable. Le processus de désendettement, qui était nécessaire après un endettement excessif, doit être soigneusement ajusté. Si le désendettement est trop rapide, il y a un risque d'effondrement financier susceptible de se propager à l'économie réelle. S'il est trop lent, au contraire, l'ajustement peut ne jamais survenir et la crise suivante est en préparation.

Un processus de désendettement qui serait laissé aux seules forces du marché conduirait très probablement à de graves problèmes financiers. En effet, chaque intervenant du marché se précipiterait pour liquider ses positions avant tout le monde, pour éviter des pertes en capital. Nous avons connu de telles situations à plusieurs reprises dans le passé et, récemment, lors de la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, ou du sauvetage de la Grèce en mai 2010.

Une action stratégique est nécessaire pour éviter la panique des marchés financiers lors d'un désendettement excessivement rapide. Elle implique que la fonction de prêteur en dernier ressort soit assurée non seulement pour quelques institutions spécifiques, mais aussi pour les marchés dans leur ensemble.

* Ancien membre du Directoire et du Conseil des gouverneurs, Banque centrale européenne (BCE) ; chercheur, Weatherhead Center for International Affairs et Istituto Affari Internazionali. Contact : Lorenzo.BiniSmaghi@snam.it.

Les banques centrales disposent d'instruments très puissants pour remédier à l'instabilité financière. Elles peuvent émettre de la monnaie interne en échange de monnaie externe, pratiquement sans limites, et peuvent ainsi absorber les ventes paniques sur les marchés. Dans un système de monnaie fiduciaire, la capacité illimitée d'émission de monnaie banque centrale est une exigence absolue pour convaincre les intervenants du marché de conserver leurs actifs, notamment les dépôts bancaires, pendant les mouvements de panique. Si les déposants redoutaient que la banque centrale soit limitée dans sa capacité d'émettre de la monnaie, ils demanderaient immédiatement la conversion de leurs dépôts en liquide, ce qui provoquerait une panique bancaire.

Le fait que les banques centrales aient des instruments puissants et soient à même de contenir l'instabilité financière ne signifie pas qu'elles n'aient aucune contrainte et puissent agir comme bon leur semble. La capacité d'émettre des montants illimités de monnaie banque centrale ne signifie pas qu'elles peuvent le faire dans toutes les circonstances.

Les actes des banques centrales sont régis par des contraintes institutionnelles précises. Les banques centrales ne fonctionnent pas dans le vide. Elles interagissent avec d'autres institutions qui ont chacune leur légitimité. Elles sont également sous une surveillance constante pour s'assurer que leurs actions sont en cohérence avec le contexte institutionnel et pour savoir si celui-ci doit être modifié.

26

Cet article aborde une série de défis que la crise a imposés aux banques centrales, et notamment à la Banque centrale européenne (BCE). La nécessité d'adapter son mandat, notamment dans la perspective d'avoir à assurer la stabilité financière, constitue le premier défi. Un autre problème abordé est celui de l'impact de la politique monétaire sur les autres responsables de ce domaine et sur l'ensemble du cadre institutionnel de l'union monétaire. Enfin, l'accent est mis sur l'évolution de la relation entre la politique monétaire et la politique budgétaire.

UN MANDAT DIFFÉRENT ?

Commençons par la question de l'adéquation – ou de la nécessité de changement – du cadre institutionnel de la BCE. En particulier, plusieurs universitaires et observateurs pensent que le mandat de la BCE doit être modifié pour le rendre plus proche de celui de la Federal Reserve (Fed), avec un double mandat qui mettrait peut-être la stabilité financière sur le même plan que la stabilité des prix.

À notre avis, contribuer à la stabilité financière est l'un des objectifs qui ont déjà été assignés à la BCE par le traité de Maastricht, à condition de maintenir la stabilité des prix. D'après mon expérience

personnelle, moins la stabilité des prix est menacée, plus les marges de manœuvre de la BCE sont importantes pour contribuer à la stabilité financière.

Au cours de ces dernières années, la BCE a été en mesure de conduire des opérations visant à la stabilité financière parce qu'elle était à même de prouver que celles-ci étaient totalement compatibles avec la stabilité des prix. Elle a montré que ses détracteurs avaient tort.

À titre d'exemple, on citera simplement la décision d'août 2007 de répondre en totalité à la demande de liquidités, pour plus de 90 Md€, ou celle d'octobre 2008 d'instaurer une couverture intégrale des appels d'offres à taux fixe, ou encore celle de décembre 2011 organisant des LTRO (*long term refinancing operations*) à trois ans. Aucune de ces opérations, dont certaines remontent à cinq ou six ans, n'a créé de l'inflation. Ceux qui redoutaient l'inflation avaient tout simplement le mauvais modèle économique ou avaient arrêté de lire la littérature économique avant l'article fondateur de William Poole de 1970 sur l'utilisation de la politique monétaire dans un contexte d'incertitude¹.

L'idée au cœur de l'article de Poole est que la banque centrale doit avoir une bonne compréhension des principaux événements économiques et financiers avant de choisir quels instruments utiliser. Le contrôle de la masse monétaire peut être préférable si l'économie est principalement soumise à des perturbations réelles, alors que la fixation d'un taux d'intérêt est préférable dans le cas de chocs financiers violents. Il en découle que la politique monétaire ne peut pas être laissée en pilotage automatique. Une réflexion sur la nature des chocs qui affectent l'économie est nécessaire.

Pendant la récente crise financière, les banques centrales dans le monde entier ont adopté des instruments nouveaux, principalement en réaction à l'instabilité financière. Elles ont réussi à le faire sans mettre en danger la stabilité des prix. En réalité, en défendant la stabilité financière, elles ont été en mesure de préserver la stabilité des prix. La BCE, en particulier, a adopté un objectif de taux pour ses opérations du marché monétaire qui laisse la masse monétaire évoluer de façon endogène en fonction de la demande des intervenants. Si les banques centrales, y compris la BCE, avaient continué à utiliser les anciens instruments, les marchés financiers auraient été déstabilisés, ce qui aurait eu des conséquences négatives sur la stabilité des prix. Ainsi, l'adoption de nouveaux instruments de politique monétaire – ce que l'on a appelé les « mesures non conventionnelles » – était nécessaire pour atteindre la stabilité des prix.

En résumé, nous ne pensons pas que le cadre institutionnel de la BCE doit être changé en ce qui concerne la politique monétaire. La

stabilité des prix est l'objectif principal de la BCE. Tant qu'il est maintenu, elle a clairement pour mandat de poursuivre les objectifs généraux de la Communauté, qui sont de « promouvoir un progrès économique et social équilibré et durable, notamment par la création d'un espace sans frontières intérieures, le renforcement de la cohésion économique et sociale et l'établissement d'une union économique et monétaire (art. B des Dispositions communes du traité de Maasticht) ».

L'INTERACTION AVEC D'AUTRES INSTITUTIONS

La crise a montré que la politique monétaire peut avoir des conséquences inattendues. C'est, dans une certaine mesure, inévitable. Dans une union monétaire constituée d'économies différentes, pas entièrement intégrées, l'instauration d'un taux d'intérêt unique peut avoir des effets différents selon les pays. Nous le savions dès le départ. L'union monétaire a été construite sur le principe que de tels effets involontaires, s'ils se produisent, devraient être compensés par d'autres mesures et une plus grande flexibilité du marché. Dans la poursuite de son objectif de stabilité des prix, la BCE ne devrait donc pas se laisser détourner par ces effets différenciés. Sinon elle risquerait de perdre son indépendance, qui est l'un des piliers de l'union monétaire.

28

Il ne fait aucun doute que cette indépendance est constamment menacée. Elle est notamment menacée lorsque les décisions de politique monétaire sont discutées sur la base d'intérêts et d'avantages économiques nationaux plutôt que sur celle de l'ensemble de l'union monétaire. La BCE doit être protégée du risque de tels débats, notamment par les banques centrales nationales (BCN) qui ont en général une forte influence sur les opinions publiques. Les BCN ont la responsabilité d'expliquer à leurs interlocuteurs nationaux les décisions de la BCE et les raisons pour lesquelles elles ont été prises, et dans quelle mesure les conséquences involontaires relèvent des responsables politiques nationaux.

Cela est conforme à la répartition des tâches au sein de l'Eurosystème, dans lequel la BCE a la responsabilité de définir et de décider la politique monétaire de la zone euro, alors que les BCN ont pour tâche de mettre en œuvre ces décisions. Comme le prévoient leurs statuts, les BCN sont partie intégrante de l'Eurosystème et sont censées agir conformément aux directives et instructions de la BCE. Les statuts précisent également que les membres du Conseil des gouverneurs participent à celui-ci en leur capacité personnelle, ne représentent pas les intérêts de leur pays et ne peuvent être influencés par ceux-ci.

Les observateurs extérieurs ne peuvent s'empêcher d'être surpris, voire dérangés, lorsque les BCN professent des opinions différentes de celles de la BCE, notamment sur la politique monétaire qui n'est pas de leur ressort.

D'autre part, certaines conséquences involontaires de la politique monétaire méritent une attention particulière. Elles se rapportent aux incitations que la politique monétaire génère pour d'autres acteurs économiques, notamment les autorités politiques, qui ont un rôle important à jouer en favorisant un processus harmonieux de désendettement. Dans ce domaine, nous analyserons deux points principaux qui sont les liens entre la politique monétaire et la surveillance prudentielle, d'une part, et les liens entre politique monétaire et politique budgétaire, d'autre part.

POLITIQUE MONÉTAIRE ET SUPERVISION DES BANQUES

Quand la banque centrale intervient pour remédier à l'instabilité financière, elle court le risque de soutenir des institutions financières qui n'ont pas seulement des problèmes de liquidité, mais aussi des problèmes de solvabilité. Le cadre institutionnel européen d'avant la crise, dans lequel la supervision des banques reste une prérogative nationale, n'a pas permis à la BCE de disposer de toutes les informations sur la viabilité de ses contreparties. Des institutions financières affaiblies ont pu dès lors continuer à bénéficier de la monnaie banque centrale et reporter une restructuration de leur bilan et une recapitalisation. Cette manière d'opérer n'est pas très efficace et peut même aggraver l'instabilité financière.

Le transfert des responsabilités de supervision à la BCE est sans conteste bénéfique. Non seulement il assure des règles de jeu équitables dans la zone euro, mais aussi il répond aux problèmes d'asymétrie d'information qui ont prévalu pendant la crise.

Les craintes d'éventuels conflits d'intérêts entre les autorités monétaires et de supervision ont été fortement exagérées. Le risque de financer des banques insolubles est bien plus grand quand les banques centrales ne disposent pas des informations des superviseurs. La BCE peut désormais être tenue pour responsable de la sélection de ses contreparties, ce qui n'était pas le cas auparavant.

Néanmoins, trois grands problèmes se posent depuis le transfert de la responsabilité de la supervision à la BCE dans le contexte du débat européen actuel.

Le premier problème réside dans l'absence d'un mécanisme de soutien budgétaire crédible, particulièrement dans une situation où la fermeture d'une institution financière demande du temps et peut

présenter des risques de contagion. Cette lacune institutionnelle peut menacer l'indépendance de la banque centrale dans l'exercice de son activité de supervision. En effet, faute du soutien nécessaire, son rôle de supervision – une demande d'augmentation de capital, par exemple – peut affaiblir la situation de certaines banques. Des pressions pourraient chercher à faire reporter une telle action.

En retardant la création d'un tel mécanisme de soutien budgétaire crédible, les gouvernements européens risquent d'altérer l'indépendance de la BCE en tant que superviseur des grandes banques de la zone euro. La solution mise en place à la fin de 2013 par le Conseil européen comporte trop d'incertitudes. Le financement du Mécanisme de surveillance unique (MSU) par des contributions bancaires prendra trop de temps et sera insuffisant. Il n'est toujours pas précisé si le MSU sera autorisé à emprunter sur les marchés. Trop de place est accordée aux mécanismes de financement nationaux. Avec un superviseur unique, la responsabilité tant des succès que des échecs de la régulation doit être partagée. Le maintien de mécanismes de soutien nationaux alors que la responsabilité de la supervision est partagée menace la légitimité du système.

30

Dans l'ensemble, le mécanisme convenu ne brise pas la relation perverse entre risque souverain et risque bancaire qui contribue à la fragmentation du marché financier dans la zone euro. Par conséquent, l'accent mis sur la prévention des crises devra être augmenté. La BCE, en tant que superviseur unique, instaurera vraisemblablement des normes prudentielles élevées – en matière d'adéquation des fonds propres, de ratios de liquidité, de capacités de gestion du risque, par exemple – afin de renforcer la résilience du système bancaire de l'Eurozone, même dans l'éventualité d'un choc important, et de minimiser les risques d'une crise bancaire. Ces normes pourraient conduire dans les années à venir à de nouveaux désendettements et de nouvelles restructurations du système bancaire.

Le deuxième problème provient des règles de *bail-in* telles qu'elles sont actuellement interprétées par la Commission européenne dans sa communication du 30 juillet 2013². En préconisant un *bail-in* automatique, dans tous les cas, le processus de recapitalisation des banques pourrait conduire à un affaiblissement – plutôt qu'à un renforcement – du système bancaire, notamment en cas de turbulences. Prenons le cas d'une banque à laquelle on demande d'augmenter son capital pour une date donnée, afin de se conformer aux nouvelles règles prudentielles. Si les investisseurs savent que les actionnaires et les porteurs d'obligations de second rang seront mis à contribution dans le cas où la date n'est pas respectée, ils seront réticents à participer à l'augmentation de capital à moins d'être convaincus que d'autres y participeront également. Le

risque de ne pas respecter la date limite peut même décourager les actionnaires actuels. Il s'agit d'un problème caractéristique d'un défaut de coordination décrit par Keynes sous le terme de « concours de beauté ». Une intervention publique ou l'espoir d'une telle intervention est nécessaire pour éviter une incertitude accrue ou des équilibres multiples.

Cette erreur est la même que celle commise en octobre 2010 à Deauville, lorsque Angela Merkel et Nicolas Sarkozy se sont mis d'accord sur un *bail-in* automatique pour les créanciers de pays soumis à des programmes d'ajustement, quel que soit le niveau de la charge de leur dette. Les *spreads* sur les obligations souveraines se sont immédiatement envolés, alimentant de nouvelles tensions. Il existe un risque de conséquences similaires dès que les nouvelles règles pour le *bail-in* des banques entreront en vigueur.

Le troisième problème est celui des « soutiens exceptionnels à la liquidité bancaire » (ou ELA – *emergency lending assistance*), accordés aux banques qui sont encore solvables, mais qui ne disposent pas suffisamment de garanties (collatéraux) éligibles pour participer aux opérations normales de refinancement. Dans le système actuel, les ELA sont octroyés par les BCN si la décision n'est pas rejetée par les deux tiers du Conseil des gouverneurs pour des raisons de politique monétaire. Le risque repose donc entièrement sur les BCN.

31

Ces règles ont été sérieusement mises à l'épreuve pendant la crise. Il était par moment très difficile pour certaines BCN de prouver que les banques qui demandaient des ELA étaient solvables, et même de fournir des informations détaillées sur la nature des garanties. Dans la mesure où la responsabilité de la surveillance prudentielle incombe désormais à la BCE, au moins pour les 130 plus grandes banques, il est douteux que les ELA puissent rester de la seule compétence des BCN. La question de la solvabilité de chacune de ces contreparties et les éventuels problèmes de liquidité qu'elles pourraient rencontrer dépendront des décisions prises par la BCE. Celle-ci devrait donc prendre la responsabilité de remédier aux problèmes temporaires de liquidité de ces institutions et en supporter les risques, en définissant la nature des garanties exigées pour ce type d'opérations d'urgence.

POLITIQUES MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE

Passons maintenant à la politique budgétaire. Un désendettement crédible du secteur public ne peut se produire que si la politique budgétaire est mise sur une trajectoire d'ajustement durable, avec une réduction constante du déficit, tandis que la politique monétaire assure que les conditions de financement restent supportables, c'est-à-dire que

le taux d'intérêt nominal, tout en restant compatible avec la stabilité des prix, est suffisamment bas par rapport au taux de croissance de l'économie.

Deux problèmes peuvent apparaître dans l'interaction entre la politique monétaire et la politique budgétaire.

Le premier problème est que les autorités budgétaires modifient la trajectoire d'ajustement après l'instauration d'une politique monétaire accommodante, ce qui place la banque centrale dans une position inconfortable, avec la menace d'une prééminence du budget. Cette question ne concerne pas seulement l'Europe, mais aussi les États-Unis et le Japon, où le biais très accommodant de la politique monétaire, jusqu'ici encore compatible avec la stabilité des prix, retire aux responsables du budget toute incitation à faire leur part de travail. La politique monétaire menace de devenir la seule référence, elle est alors soumise aux pressions politiques et son indépendance est menacée.

Le deuxième problème se pose lorsque la banque centrale n'est pas en mesure de mettre en œuvre une politique suffisamment accommodante pour accompagner l'ajustement budgétaire. Dans ce cas, le processus d'ajustement risque d'être sérieusement compromis parce que la combinaison d'une politique monétaire restrictive et d'une politique budgétaire restrictive peut engendrer un cercle vicieux avec une baisse de la croissance et une hausse de l'endettement. Ce problème est particulièrement d'actualité dans la zone euro, où la totale séparation entre politique monétaire et politique budgétaire et la fragmentation des marchés financiers peuvent entraîner des équilibres multiples, avec des taux d'intérêt sur la dette qui sont aggravés par une prime de risque élevée et potentiellement insupportable. Une préoccupation supplémentaire vient de la corrélation entre les risques bancaires et les risques souverains, qui fait monter les taux d'intérêt demandés par les banques au secteur public dans les pays à fort endettement. Ainsi, l'ajustement budgétaire dans la zone euro tend à s'accompagner d'une réduction importante du crédit et d'un fardeau anormalement élevé des intérêts de la dette. Cette situation sape l'effort budgétaire et, avec le temps, peut conduire à une lassitude envers l'ajustement et à des réactions politiques négatives.

LES MENACES SUR L'INDÉPENDANCE DE LA BANQUE CENTRALE

En conclusion, l'union monétaire est une entreprise tout à fait unique. Elle a été conçue pour des jours meilleurs, dans l'hypothèse qu'il n'y aurait pas de crises. Mais les crises se produisent et se sont produites. La politique monétaire doit jouer son rôle en assurant

qu'elles ne se transforment pas en catastrophes pour la société. Cependant, la politique monétaire ne peut pas être la seule référence et se substituer aux autres acteurs de la politique économique. C'est un exercice d'équilibriste que seule une banque centrale indépendante peut assumer. Or l'indépendance des banques centrales est menacée dans le monde entier à la fois par ceux qui veulent pousser la politique monétaire à faire le travail des autres et par ceux qui veulent empêcher la politique monétaire de faire la part qui lui revient.

Voilà pourquoi, dans les prochaines années, l'indépendance des banques centrales devra plus que jamais être défendue, et avec véhémence.

NOTES

1. Poole W. (1970), « Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n° 2, mai.
2. Journal officiel de l'Union européenne (2013), « Communication de la commission concernant l'application, à partir du 1^{er} août 2013, des règles en matière d'aides d'État accordées aux banques dans le contexte de la crise financière », 2013/C 216/ 01, 30 juillet.

