

RÉGULATION ET POUVOIR MONÉTAIRE : FINALITÉS ET TRANSFORMATION DES OBJECTIFS DES BANQUES CENTRALES À TRAVERS LE TEMPS

LAURENT LE MAUX*

Il est délicat de déterminer le moment historique de l'émergence d'une banque centrale non moins que le critère théorique définissant les conditions d'existence d'une telle institution au sein d'une économie monétaire. Au-delà des contingences de l'histoire, il est possible de trouver autant de conceptions de banque centrale, visant à la circonscrire selon tel ou tel degré de complétude, que d'approches théoriques. Le débat relatif aux objectifs de banque centrale commença en Angleterre dès le début du XIX^e siècle. Le poids prédominant de la finance dans nos économies contemporaines ne rend cette controverse que plus prégnante et les questions plus nombreuses.

Les banques centrales doivent-elles s'arc-bouter sur le seul objectif de la stabilité des prix ou alors soulager la dette publique à l'aide de l'inflation ? Doivent-elles, durant les crises financières, se limiter à injecter de la liquidité, principalement contre des titres publics, ou alors élargir leurs interventions en achetant des titres privés risqués ? Doivent-elles superviser l'ensemble des institutions bancaires, afin que celles-ci limitent leur prise de risque, ou alors seulement une partie d'entre elles, comme c'est toujours le cas aujourd'hui en Europe et aux États-Unis ?

Le politique est évidemment impliqué dans les réponses à apporter. De même qu'il le fut dès la création des banques centrales en Occident. Leur émergence et leur évolution peuvent alors être appréciées sous deux angles, politique et économique. Plus précisément, si les événements politiques ont pesé sur la dette publique et sur le besoin d'une banque d'émission pour en acquérir une partie substantielle, le système économique, qu'il soit productif, bancaire et financier, a fortement modelé de l'intérieur le système de banque centrale.

Les fonctions ou objectifs des banques centrales n'ont pas toujours suivi un

* Professeur, université de Brest ; chercheur, université Paris Ouest Nanterre La Défense.

même ordre chronologique dans tous les États, ni un ordre logique communément admis par l'analyse économique. Chaque expérience historique dessine une trajectoire qui place les fonctions l'une avant l'autre. Chaque théorie les organise, les unes par rapport aux autres, et les hiérarchise à leur manière. Si cet article se limite à présenter « en cascade » les fonctions des banques centrales, il convient toutefois de garder à l'esprit qu'elles constituent plusieurs pièces d'une institution que l'histoire a sculptée et que la théorie tente de fonder.

LA CENTRALISATION DES RÉSERVES MÉTALLIQUES

Il est difficile de dissocier l'architecture bancaire du régime monétaire. Deux grands types de régime monétaire se sont succédé dans l'histoire. De la fin du XVII^e siècle jusqu'à la Première Guerre mondiale, le régime métallique s'imposa en Europe : l'Hôtel de la Monnaie frappait les pièces d'or ou d'argent en y indiquant l'unité de compte et les émissions de la banque centrale étaient convertibles en espèces métalliques. Par la suite, le régime de monnaie inconvertible ou autoréférentielle s'est progressivement imposé en Europe et aux États-Unis : la monnaie émise par la banque centrale n'est désormais plus convertible en une monnaie métallique et n'a plus d'autre référence qu'elle-même. La plupart des fonctions de la banque sont communes aux deux types de régime monétaire, à l'exception notable de la centralisation des réserves métalliques et de la convertibilité en espèces.

La garde des réserves métalliques sous forme de pièces ou de lingots fut, à l'origine, assurée par les banques de dépôt. La Banque d'Amsterdam, fondée en 1609, est la plus célèbre de l'Époque Moderne. Elle ne fut pas toujours considérée comme une banque centrale, puisqu'elle n'émettait pas de monnaie fiduciaire. Toutefois, elle centralisa de manière significative les réserves métalliques, contribua à uniformiser l'espace monétaire des Provinces Unies et accordait même des prêts, notamment à la Compagnie des Indes orientales. De plus, elle fut à l'origine d'une innovation institutionnelle articulant la circulation interne (le florin-espèce) et la circulation externe (le florin-banco). Sous le régime métallique, elle s'insérait dans un système monétaire international caractérisé par la fixité du taux de change « externe » entre la monnaie et les autres devises. L'innovation de la Banque d'Amsterdam fut de laisser s'instaurer un taux de change « interne » variable entre le florin-espèce et le florin-banco. Bien que très particulière dans l'histoire monétaire en Occident, cette innovation est intéressante car elle montre le besoin de procéder à une déconnexion entre la circulation interne et la circulation externe.

Une autre forme de déconnexion fut établie plus tard par la Banque d'Angleterre, fondée en 1694, puis par les autres banques centrales en Europe. Elle prenait forme grâce à la variation du taux de réserve – taux de réserve

défini comme le ratio entre le montant des réserves métalliques et celui des émissions de la banque centrale. En d'autres termes, les variations des émissions alimentant la circulation interne ne correspondaient pas à celles des réserves métalliques résultant de la circulation externe. Les banques centrales assuraient ainsi l'élasticité de l'offre de monnaie fiduciaire tout en maintenant la convertibilité en espèces métalliques à un taux fixe. En outre, leurs émissions permettaient l'acquisition de titres, notamment des titres publics.

LA GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE, L'OFFRE DE LIQUIDITÉ

L'objectif assigné à la Compagnie de la Banque d'Angleterre était de financer en partie les dépenses du gouvernement liées aux conséquences militaires de la Glorieuse Révolution. En acquérant des titres de l'Échiquier, elle en soutenait le cours, en assurait la liquidité sur le marché des titres et, de la sorte, jouait le rôle de « teneur de marché » de la dette souveraine. Elle fut initialement créée pour une durée de quatorze ans et sa charte d'incorporation fut renouvelée jusqu'en 1945, date à laquelle le gouvernement procéda à sa nationalisation.

La Banque des États-Unis n'eut pas le même destin du fait du non-renouvellement de sa charte par l'administration fédérale. Après l'émission en quantité astronomique de *continental dollars* durant la Révolution et la guerre de l'Indépendance, le Congrès fonda en 1791 la « Première » Banque des États-Unis afin de gérer une partie de la dette publique. La « Seconde » Banque des États-Unis fut formée en 1816 et bénéficiait également d'une charte d'une durée de vingt ans. Une fois que la dette publique états-unienne fut résorbée, et surtout en raison d'un pouvoir politique désormais très hostile à toute forme de centralisation bancaire, la charte de la « Seconde » Banque ne fut pas renouvelée en 1836. Ce n'est qu'après la crise de 1907 que le Congrès des États-Unis se décida à créer en 1913 la Federal Reserve (Fed). Entre-temps, et du fait du vide institutionnel laissé par le législateur, les chambres de compensation, notamment celles de Boston, de New York et de Chicago, eurent à assurer au niveau régional plusieurs des fonctions d'une banque centrale.

À la fin du XVIII^e siècle, la France connut une séquence monétaire assez similaire à celle des États-Unis. Une quantité très considérable d'assignats fut émise durant la Révolution, puis la Banque de France fut mise en place, ses émissions étant convertibles dans le cadre du régime bimétallique or-argent. L'un de ses objectifs constitue peut-être une avancée importante, bien que décousue, dans l'histoire des banques centrales : il ne portait pas seulement sur la convertibilité en espèces métalliques ou sur la gestion de la dette publique, mais également sur le commerce intérieur. Le taux d'intérêt était en effet fixe à 4 % afin que la sphère marchande pût trouver à tout moment un financement

de court terme à un taux modéré. La stabilité du taux d'intérêt pouvait être assurée à l'aide de la convention du taux d'intérêt fixe (cas de la Banque de France au début du XIX^e siècle), ou à l'aide d'émission d'une « monnaie élastique » (cas de la Fed au début du XX^e siècle), ou encore à l'aide de l'offre de liquidité interbancaire (cas des banques centrales aujourd'hui).

L'émission de monnaie fiduciaire est la fonction des banques centrales la plus aisément observable. Elle s'est manifestée tout au long du XIX^e siècle, soit par la mise en place de la concentration de l'offre, soit par le monopole d'émission de billets, que ce soit en Angleterre en 1844, en France en 1848, en Allemagne en 1875 ou aux États-Unis en 1913. La fameuse formule du *Federal Reserve Act* de 1913 – « *provided for the establishment of Federal Reserve Banks, to furnish an elastic currency* » – atteste de la priorité pour le législateur de fournir de la monnaie manuelle selon la demande exprimée par les agents économiques.

Bien que l'historiographie des banques centrales en souligne l'importance, le monopole d'émission de billets de banque ne constitue pas la pièce maîtresse du système de banque centrale. D'une part, les banques commerciales émettent ce qu'il est convenu d'appeler la « monnaie scripturale » par opposition à la « monnaie manuelle ». D'autre part, et surtout, l'activité d'émission des banques centrales porte essentiellement sur l'offre de liquidité sous la forme de dépôts interbancaires. Et c'est précisément par la provision de moyens de paiement interbancaire que l'institut d'émission est progressivement devenu la « banque des banques ». Aussi, depuis plus d'un siècle, en Occident, l'offre de liquidité sous forme de dépôts interbancaires est-elle l'outil essentiel de la politique monétaire comme du prêt en dernier ressort.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE, LA POLITIQUE DE CHANGE

La politique monétaire constitue le thème le plus développé, et de loin, par la littérature théorique et empirique relative à l'action des banques centrales. Et le thème connut plusieurs variations. Les questions portaient notamment sur la neutralité de la monnaie à long terme, la règle monétaire à suivre pour assurer la stabilité des prix, l'objectif prioritaire (la stabilité des prix, du taux d'intérêt, de l'emploi ?). Le débat commence avec le *Bullion Report* issu de l'enquête parlementaire britannique de 1810. De nos jours, un consensus semble s'être formé autour de l'objectif dit de « ciblage d'inflation ».

Le *Bullion Report* insistait sur la nécessité de revenir à la convertibilité en espèces métalliques afin de rétablir la stabilité monétaire. Il en découla d'emblée un *quiproquo* qui alimenta les débats monétaires jusqu'au début du XX^e siècle : s'agissait-il de la stabilité de la valeur « interne » de la monnaie (mesurée par la stabilité du niveau général des prix) ou de celle de la valeur « externe » (mesurée par la stabilité du taux de change) ? L'expérience montre que le régime mono-

métallique-or, lequel fut initié par le Parlement britannique en 1819 et se répandit en Occident à partir de 1871, assurait certes la stabilité du taux de change entre les différentes devises, mais pouvait engendrer une instabilité des prix, en l'occurrence à la baisse, tout à fait remarquable. L'ajustement passait alors par la baisse des salaires nominaux et le niveau d'emploi – l'ajustement se fait alors au sein de la sphère dite « réelle ». Dans une société où le salariat formait une part de plus en plus importante de la population active, un tel régime monétaire devint de moins en moins socialement supportable, politiquement soutenable. L'entre-deux-guerres allait confirmer cet état de fait.

La monnaie de la banque centrale étant désormais inconvertible ou auto-référentielle, les économistes politiques ont, selon leur obédience, perçu les dangers ou les potentialités d'une monnaie dépourvue de valeur intrinsèque et d'un régime de taux de change flexible. Au début du ^{xx}e siècle, la théorie quantitative formulait un cadre analytique permettant de comprendre la stabilité du pouvoir d'achat tant au niveau interne qu'externe. Toutefois, au-delà de la question de la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie, le régime de taux de change flexible instaure *de facto* une déconnexion entre la circulation interne et externe. Il permet en outre aux ajustements macroéconomiques de se faire au sein de la sphère « monétaire » et non plus seulement au sein de la sphère « réelle ».

Au sortir de la Seconde Guerre mondiale, la révolution keynésienne, souvent qualifiée à tort d'inflationniste, constituait quant à elle un cadre dans lequel le plein-emploi était privilégié. Par ailleurs, sous le régime de taux de change fixe et ajustable mis en place à la suite des accords de Breton Woods, la déconnexion entre la sphère interne et la sphère externe était réalisée à l'aide de puissants contrôles de capitaux. La fin du système de Bretton Woods au début des années 1970 contribua à accentuer la hausse de l'inflation en Occident. La contre-révolution monétariste s'engouffra alors dans le débat autour de la courbe de Phillips et proposa en outre la règle dite du « taux de croissance monétaire ». Cette règle stipule que la stabilité des prix (l'objectif final) est assurée si le taux de croissance de la quantité de monnaie (l'objectif intermédiaire) est similaire au taux de croissance du produit intérieur. Si au début des années 1980, l'objectif final de la stabilité des prix entraînait en résonance avec l'évolution démographique en Occident et l'apparition d'une large classe d'âge désormais créancière nette, en revanche, les banques centrales eurent toutes les peines à appliquer l'objectif intermédiaire du taux de croissance monétaire.

C'est dans ce contexte qu'émergea la politique dite du « ciblage d'inflation », laquelle supprimait d'emblée l'objectif intermédiaire pour ne préserver que l'objectif final. Elle fut initiée, sans fondement théorique *a priori*, par les autorités monétaires de la Nouvelle-Zélande sur la base du *Federal Reserve of New Zealand Act* de 1989. Et l'écho fut sans précédent. Le Canada en 1991, la Grande-Bretagne en 1993, puis d'autres pays emboîtèrent le pas, et la Fed intégra en 2012 le ciblage d'inflation à sa stratégie de communication. Par ailleurs, la « règle de Taylor » présentait la manière dont les banques cen-

trales devaient varier leur taux directeur en fonction d'une cible d'inflation et du taux de croissance potentiel du produit intérieur. Dans ce cadre analytique, la politique est dite « conventionnelle » lorsque le taux d'intérêt est utilisé comme instrument de la politique monétaire. La crise financière de 2007-2009 allait toutefois conduire les banques centrales à mener une politique à taux directeur proche de zéro et rendre ainsi leur instrument conventionnel inopérant. Ainsi s'ouvrait l'épisode de la politique dite « non conventionnelle ».

Alors que la doctrine de l'indépendance de l'institut d'émission par rapport au gouvernement semblait bien ancrée, les banques centrales ont été de nouveau considérablement impliquées dans la gestion de la dette publique. De surcroît, durant la crise financière de 2007-2009, elles sont intervenues en injectant massivement de la liquidité sur le marché interbancaire tout en acquérant des titres privés risqués. Les montants sont sans précédent dans l'histoire du prêt en dernier ressort.

LE PRÊT EN DERNIER RESSORT

En Angleterre à la fin du XVII^e siècle, aux États-Unis et en France à la fin du XVIII^e siècle, la gestion de la dette publique par les banques centrales fut amorcée par des révolutions liées à des changements de régime politique. Une révolution, matérielle celle-là, était aussi à l'œuvre. Le capitalisme industriel s'enracinait en Occident et une partie de son financement émanait des banques privées et des banques par actions. Les banques centrales, de manière endogène et à leur corps défendant, furent alors impactées par ce changement de régime économique. Ainsi, la crise anglaise de 1825 constitue un tournant majeur dans l'histoire des banques centrales. L'intervention de la Banque d'Angleterre en faveur des banques et des marchés des titres privés fut remarquable et inaugurerait de manière significative l'histoire du prêt en dernier ressort.

Dès lors, et en dépit des déclarations des directeurs de la Banque d'Angleterre et de la Banque de France, celles-ci intervenaient lors des crises financières, et ce, en injectant de la liquidité au sein du système bancaire et en acquérant des titres privés. Aussi, les mesures des banques centrales d'alors ne sont elles pas sans rappeler celles mises en place durant la crise de 2007-2009. C'est que, dans le contexte du XIX^e et du début du XX^e siècle, le système bancaire était largement basé sur le marché des titres et, dans le contexte actuel, il l'est plus encore en raison du développement de la titrisation – technique financière par laquelle des crédits bancaires sont transformés en titres négociables. Dans les deux contextes, les banques centrales ont élargi le spectre des collatéraux en acceptant des titres privés relativement risqués, ainsi que le spectre des contreparties en prêtant à des institutions qui n'étaient pas membres de leur système de supervision. Ainsi ont-elles endossé à la fois le rôle du « prêteur » et celui de « teneur de marché » en dernier ressort sur le marché des titres

privés. C'est qu'il s'agissait à la fois d'éviter les blocages sur les marchés interbancaires en fournissant de la liquidité de financement et de maintenir les transactions et les cours sur les marchés des titres privés en se portant directement acquéreur.

En revanche, dans le contexte du milieu du ^{xx}e siècle, jusqu'à la libéralisation financière amorcée au début des années 1980, le système bancaire était très réglementé et les marchés financiers étaient peu développés. L'action des banques centrales durant les crises bancaires était alors plus restreinte, tant au niveau du montant des liquidités injectées qu'au niveau de l'étendue des collatéraux et des contreparties.

LA SUPERVISION BANCAIRE

Ainsi, il découle que le cadre institutionnel et réglementaire détermine l'ampleur de l'action de la banque centrale lors des crises financières. La réglementation bancaire et la répression financière tendent à rétrécir les responsabilités des banques centrales. En revanche, la libéralisation bancaire et financière conduit les banques centrales à élargir le spectre des collatéraux et des contreparties.

Cet arbitrage entre la stabilité financière assurée par la réglementation bancaire, d'une part, et les opportunités de gains accordées aux institutions financières, d'autre part, serait sans ambiguïté si les anticipations des banquiers centraux n'étaient pas, dans une certaine mesure, asymétriques. En effet, sous un régime réglementé, les banquiers centraux attendent précisément de la réglementation bancaire qu'elle limite leur responsabilité concernant la stabilité du système financier. En revanche, sous un régime libéralisé, leur croyance dans la capacité des marchés interbancaires et financiers à allouer de manière efficiente la liquidité entre les institutions bancaires ne les place pas dans une position les conduisant à anticiper un éventuel élargissement de leur responsabilité lors des crises financières.

Cette asymétrie explique en partie le fait qu'en 2007-2009, les banquiers centraux eurent à employer des expédients empiriques dépourvus de cadre analytique leur permettant d'appréhender *a priori* l'instabilité financière d'une telle ampleur. Les banques centrales ont alors redécouvert des pratiques à l'œuvre durant le ^{xix}e siècle, période durant laquelle le système bancaire était basé, comme aujourd'hui, sur les marchés des titres privés. Une question en suspens consiste alors à savoir dans quelle mesure une réglementation bancaire significative réduirait de nouveau leur responsabilité et l'étendue de leur action lors des crises financières.

Lors de sa création en 1913, l'objectif de la Fed portait, d'une part, sur l'émission de monnaie fiduciaire – « *to furnish an elastic currency, to afford means of rediscounting commercial paper* » – et, d'autre part, sur la supervision bancaire – « *to establish a more effective supervision of banking in the United States* ».

Ce dernier objectif resta un vœu pieux dans la mesure où la participation des institutions bancaires à la Fed demeurait partielle, ce qui laissait nombre d'institutions financières sans contrôle prudentiel. Toutes les leçons de la crise de 1907, dont l'un des vecteurs importants fut le développement d'institutions bancaires non réglementées de type *shadow banks*, ne furent pas retenues. Celles de la Grande Dépression le furent davantage.

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. (1992), « Genèse des banques centrales et légitimité de la monnaie », *Annales ESC*, 47^e année, n° 3, pp. 675-698.
- AGLIETTA M. (2002), « Les trajectoires de la monnaie », in *L'avenir de l'argent*, Organisation de coopération et de développement économiques, pp. 35-79.
- CARLSON M. et WHEELOCK D. (2013), « The Lender of Last Resort: Lessons from the Fed's First 100 Years », Federal Reserve Bank of St. Louis, *Working Papers*, n° 56B, février.
- CARRÉ E. (2014), « Une histoire du ciblage de l'inflation : science des théoriciens ou art des banquiers centraux », *Cahiers d'économie politique*, à paraître.
- CATTERAL R. (1902), *The Second Bank of the United States*, University of Chicago Press.
- CLAPHAM J. (1944), *The Bank of England, 1694-1914*, Cambridge University Press.
- DESMEDT L. (2013), « Monnaie et dette chez les pères fondateurs de la Fédération des États-Unis d'Amérique », Séminaire *Monnaie et Souveraineté*, Paris.
- FRYDMAN C., HILT E. et ZHOU L. Y. (2012), « Economic Effects of Runs on Early "Shadow Banks": Trust Companies and the Impact of the Panic of 1907 », NBER, *Working Papers Series*, n° 18264.
- GILLARD L. (2004), *La Banque d'Amsterdam et le florin européen au temps de la République néerlandaise (1610-1820)*, éditions de l'EHESS.
- GOODHART C. A. E. (2011), « The Changing Role of Central Banks », *Financial History Review*, vol. 18, n° 2, pp. 153-154.
- LE MAUX L. (2013), « The Payment System and Liquidity Provision during the US National Banking Era », *Comparative Economic Studies*, vol. 55, n° 3, pp. 459-477.
- LE MAUX L. et SCIALOM L. (2013), « Central Banks and Financial Stability: Rediscovering the Lender-of-Last-Resort Practice in a Finance Economy », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 37, n° 1, pp. 1-16.
- MEHRLING P. S. (2010), *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*, Princeton University Press.
- MELTZER A. H. (2003), *A History of the Federal Reserve, 1913-1951*, University of Chicago Press.
- MINSKY H. P. (1957), « Central Banking and Money Market Changes », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 71, n° 2, pp. 171-187.
- MISHKIN F. S. (2011), « Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis », in Jarocinski M., Smets F. et Thimann C. (éd.), *Approaches to Monetary Policy Revisited – Lessons from the Crisis*, Banque centrale européenne, pp. 76-118.
- ORLEAN A. (2009), *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, éditions Rue d'Ulm.
- PLESSIS A. (1998), *Histoire de la Banque de France*, Albin Michel.
- TAYLOR J. B. (1993), « Discretion versus Policy Rules in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, décembre, pp. 195-214.
- VAN DILLEN J. E. (éd.) (1934), *History of the Principal Public Banks*, The Hague, Martinus Nijhoff.