

A quoi servent les banques centrales ? (I/II)

Extraits de 2 articles parus en novembre et décembre 2007
dans Alternatives Économiques (n°263/264)

Les banques centrales ont pour fonction habituelle de **réguler la quantité de monnaie** émise par les banques commerciales. Mais dans quel but ? La politique monétaire peut **agir sur l'inflation**, mais aussi sur **la croissance** et sur **l'emploi**, ce qui implique des arbitrages délicats entre ces objectifs. Paradoxalement, alors qu'il s'agit d'une question très politique, cet **arbitrage** est aujourd'hui confié, dans les grandes démocraties, à des banques centrales **indépendantes** du pouvoir politique, dans le souci de **rassurer les marchés** financiers, dont le rôle n'a cessé d'augmenter.

I La recherche de la stabilité des prix

Dans une économie de marché, la **régulation de la quantité de monnaie en circulation est essentielle**. L'opinion commune est que ce sont les banques centrales qui créent la monnaie puisqu'elles créent les billets de banque. Mais les billets et les pièces ne représentent que 5 % environ de la masse monétaire (*) : la plupart des paiements se font par **transfert de compte à compte de monnaie n'existant que sous forme d'écriture dans les mémoires électroniques des banques**. Cette monnaie, dite scripturale, est créée par les banques lorsqu'elles accordent des crédits.

L'action de la banque centrale sur la quantité de monnaie en circulation dans l'économie est donc indirecte. La création de monnaie scripturale engendre pour les banques un **besoin d'argent liquide à peu près proportionnel à la quantité de monnaie créée**; on dit qu'elles doivent se **refinancer**. Elles se procurent cet argent liquide sur le **marché monétaire**, en l'empruntant à d'autres institutions financières **moyennant un intérêt, contre des titres qu'elles laissent en dépôt**. La banque centrale intervient sur ce marché monétaire. Elle peut faire varier **les liquidités disponibles** (en modulant son offre de billets de banque) et elle peut faire varier **la rémunération** (le taux d'intérêt) qu'elle demande pour fournir de la liquidité aux banques. Ces opérations, dites d'*open market* (*), font varier les taux d'intérêt à court terme et la quantité de billets de banque en circulation.

Autre instrument de contrôle, les besoins de liquidités des banques sont accrus artificiellement par les réserves obligatoires: les banques sont obligées de déposer auprès de la banque centrale, sans rémunération, une somme correspondant à une fraction des crédits qu'elles accordent. Ces **réserves obligatoires freinent la création monétaire par les banques**. Cependant, la modification du taux des réserves obligatoires est rare et, au quotidien, la banque centrale agit **surtout par ses interventions sur le marché monétaire**.

Cette action sur le marché monétaire a deux effets. Les **banques sont évidemment sensibles au coût de l'approvisionnement en billets**. Si **ce coût est élevé**, elles renonceront à certaines opérations de prêt peu rentables, ce qui **réduit la création monétaire**. Les variations des taux d'intérêt du marché monétaire sont répercutées plus ou moins rapidement et plus ou moins complètement sur les taux d'intérêt que les banques exigent pour prêter de l'argent. Les ménages et les entreprises réagissent à la variation des taux d'intérêt: **une hausse des taux freine les dépenses et une baisse les accroît**.

Les banques centrales ont donc la **capacité de faire varier la quantité de monnaie en circulation**. Elles le font avec **l'objectif de maintenir la stabilité des prix**. Influencées par les théories monétaristes, elles avaient l'habitude de se donner un objectif de progression de la masse monétaire. Mais le lien entre le niveau général des prix et la masse monétaire en circulation étant trop approximatif, cet objectif a été abandonné au profit d'un **objectif d'inflation**. Il est souvent reproché à la Banque centrale européenne (BCE) d'avoir un objectif d'inflation trop bas (un niveau proche mais inférieur à 2 % par an). [...] Et quelles hausses de prix faut-il surveiller ? Traditionnellement, les banques centrales mettent l'accent sur les prix à la consommation. Cependant, certains chercheurs, comme Michel Aglietta, insistent sur la nécessité pour les banques centrales de prendre en compte le prix des actifs (les actions, les logements...). En effet, les bulles spéculatives (*) sur les marchés d'actifs ont constitué la forme essentielle de l'inflation dans les pays développés, ces dernières années.

2 La banque centrale et la croissance

La maîtrise de la hausse des prix doit-elle être le seul objectif de la banque centrale ou doit-elle se préoccuper également de la croissance et de l'emploi ? Derrière cette question se profilent **deux débats théoriques et politiques brûlants**. Il s'agit de savoir si la banque centrale peut agir sur la croissance et si elle doit le faire.

Malgré des controverses théoriques persistantes, il semble clair que les **actions de la banque centrale peuvent influencer sur la croissance**. En effet, le niveau des taux d'intérêt a des conséquences sur la demande de crédits: des taux d'intérêt bas rendent le crédit moins cher et incitent les banques à prêter; la demande globale de logements, de machines ou de biens durables adressée aux entreprises s'accroît, ce qui est favorable à la croissance et à l'emploi dans les périodes où la faiblesse de la demande bride la production. De plus, des **taux d'intérêt bas font baisser le taux de change de la monnaie, ce qui rend les produits nationaux moins chers que les produits importés et favorise les exportations**. Les ventes mondiales des entreprises s'améliorent donc.

La politique monétaire peut donc contribuer à **soutenir la croissance** ou, inversement, si elle est trop stricte, **la freiner**. Mais il ne faut pas sous-estimer les inconvénients qui résulteraient d'une absence de préoccupation vis-à-vis de l'inflation. Celle-ci consiste en **une augmentation du niveau général des prix**, mais cette hausse se fait à des rythmes très variables selon le degré de concurrence existant sur les marchés. Certaines entreprises peuvent augmenter leurs prix plus facilement que d'autres, ce qui fait que les **prix ne reflètent plus correctement les variations de l'offre et de la demande**. Ils ne jouent plus leur rôle de signal et les marchés fonctionnent moins bien.

Par ailleurs, les **agents qui ne parviennent pas à protéger leurs revenus contre l'inflation perdent du pouvoir d'achat**. Ainsi, l'inflation des années 70 a fait perdre des dizaines de milliards de francs de l'époque aux petits épargnants qui avaient placé leurs économies sur des comptes d'épargne. Enfin, au sein de la zone euro, les pays à forte hausse des prix **perdent des parts de marché** face aux autres, car **ils deviennent moins compétitifs**.

Une autre forme d'inflation s'est développée depuis une vingtaine d'années, qui est la hausse brutale et apparemment irrationnelle du prix des actifs financiers ou des actifs immobiliers: bulle japonaise entre 1985 et 1990, bulle asiatique entre 1990 et 1997, bulle Internet de 1995 à 2001, bulle immobilière de 1998 à 2006. **Ces mouvements se terminent presque toujours par des crises aux conséquences parfois très graves**. Ainsi, la bulle japonaise, qui a touché tout ce qui pouvait servir de réserve de valeur, de la Bourse au marché de l'art, en passant par l'immobilier et les terrains de golf, a été suivie de quinze ans de stagnation, la croissance passant de 3,8 % à 1,4 % par an. Or, **une politique d'argent facile de la part de la banque centrale peut grandement contribuer à l'apparition de bulles spéculatives**, en donnant aux emprunteurs les munitions qui leur permettent d'acheter à crédit des actifs financiers ou immobiliers dans l'espoir d'une plus-value à la revente. La Fed, la banque centrale des Etats-Unis, est ainsi accusée d'avoir favorisé les bulles apparues ces dernières années en maintenant des taux trop bas trop longtemps.

Pendant longtemps, la **théorie économique a postulé la neutralité de la monnaie**: une hausse de la masse monétaire modifie le niveau général des prix, mais n'a aucun impact sur l'activité économique. Mais Knut Wicksell ayant montré que cette relation n'était vraie qu'à très long terme, Keynes conclut que *"le long terme est un horizon peu intéressant. A long terme, nous serons tous morts."*

Pour Keynes, la monnaie peut être **désirée pour elle-même et pas uniquement pour réaliser des transactions, car elle possède une propriété essentielle: la liquidité**. D'autre part, les keynésiens estiment que les prix sont relativement rigides à court terme. De ce fait, une hausse de la quantité de monnaie, loin d'agir uniquement sur le niveau des prix, **provoque la baisse du taux d'intérêt, donc la hausse de l'investissement**.

Milton Friedman conteste cette conception qui l'avait emporté après guerre. Il estime que l'effet des variations de la quantité de monnaie sur la production cesse dès que se dissipe "**l'illusion monétaire**": **les agents se rendent compte rapidement que la hausse de leur revenu monétaire est compensée par la hausse des prix et l'activité retombe à son niveau antérieur.** Friedman est donc farouchement opposé à l'utilisation de la politique monétaire en faveur de la croissance.

Les nouveaux classiques développent une position bien plus radicale dans les années 70-80. Pour eux, **les anticipations des agents ne sont pas adaptatives, comme le suppose Friedman, mais rationnelles**: selon John Muth, inventeur de la notion, "*les anticipations, dans la mesure où elles sont des prévisions bien informées d'événements futurs, sont essentiellement identiques aux prévisions d'une théorie économique correcte*". Dans ce cas, d'après Robert Lucas, il n'y a pas d'illusion monétaire: dès l'annonce d'une politique de baisse des taux d'intérêt, les agents savent qu'elle n'aura aucun effet positif, et cette anticipation est autoréalisatrice. Pour les nouveaux classiques, la monnaie est donc superneutre et la politique monétaire ne peut pas accélérer la croissance.

La banque centrale doit donc déterminer sa politique en arbitrant entre deux objectifs importants mais contradictoires: maîtriser l'inflation au risque de tuer la croissance ou soutenir l'activité au risque de laisser se développer une bulle financière.

3 La recherche de la crédibilité

Les priorités des banques centrales ont changé vers 1980. La décennie d'inflation des années 70 a en effet convaincu de nombreux responsables, jusqu'alors plus sensibles à la croissance, de l'importance de la stabilité des prix. La libéralisation qui intervient dans la plupart des pays entraîne une mobilité internationale des capitaux qui se déplacent selon la rémunération nette d'inflation qui leur est proposée. Les **placements dépendent donc étroitement de l'inflation constatée et anticipée.** Il devient alors essentiel de convaincre les détenteurs de capitaux que la banque centrale poursuivra, quoi qu'il arrive, une **politique visant la stabilité des prix.**

Or, les **marchés ne font guère confiance aux gouvernements pour lutter contre l'inflation**, car la croissance et le plein-emploi sont plus importants pour leur électorat; ils ont donc tendance à **sacrifier la stabilité des prix.** De plus, **l'inflation allège la dette publique en réduisant la valeur réelle des sommes à rembourser.** Enfin, les gouvernements ont tendance à demander à la banque centrale de créer de la monnaie à leur profit, ce qui est inflationniste. Mener une politique rigoureuse ne suffit pas, car les marchés, selon l'adage, "**sont peureux comme des souris et ont une mémoire d'éléphant**". Autrement dit, un épisode de laxisme monétaire reste longtemps dans la mémoire collective des détenteurs de capitaux.

Le maître mot des années 80 devient **la crédibilité de la politique économique**, c'est-à-dire la **capacité à convaincre les détenteurs de capitaux que leur argent est bien protégé contre l'inflation et le restera même si le chômage monte.** **Comment assurer cette crédibilité ?** En rendant la **banque centrale indépendante du pouvoir politique**, répondent de concert les banquiers centraux, comme l'a fait l'Allemagne. Dans ce pays, très attaché à la stabilité des prix et très marqué par le souvenir de deux épisodes douloureux d'hyperinflation (1), la banque centrale est totalement indépendante du gouvernement et vouée à la stabilité des prix. En conséquence, l'inflation est contrôlée et le mark allemand inspire alors confiance. Paradoxalement, le *credo* anti-inflationniste de la banque centrale allemande lui permet de pratiquer dans les années **80 des taux d'intérêt plus bas qu'en France, car elle n'a pas de mal à maintenir la valeur du mark**; ce qui fait que la croissance ne semble pas trop souffrir des priorités données à la banque centrale. Plusieurs études empiriques sont venues par la suite confirmer que **la stabilité des prix dépendait du degré d'indépendance de la banque centrale.**

Le modèle allemand s'impose progressivement, notamment en Europe. En Amérique latine et dans d'autres régions en développement, la crainte de la fuite des capitaux et la pression du Fonds monétaire international (FMI) poussent également à l'indépendance des banques centrales, alors que les anciens pays communistes tentent de copier les institutions occidentales. Résultat: **le modèle de la banque centrale indépendante chargée de la stabilité des prix est aujourd'hui dominant.**

Généralement, les **objectifs** assignés à la banque centrale par ses statuts **sont hiérarchisés: stabilité des prix d'abord, soutien à la croissance ensuite**. C'est le cas notamment de la BCE, dont les statuts sont largement inspirés de ceux de la banque centrale allemande (2). En revanche, la Fed constitue une importante exception: les missions - d'égale importance - de la banque centrale américaine sont la recherche du **plein-emploi et de la stabilité des prix**. De fait, elle a incontestablement veillé plus efficacement que les autres banques centrales à maintenir la croissance.

L'indépendance doit logiquement s'accompagner de l'obligation d'expliquer sa politique et de la définir de manière transparente. C'est le cas notamment aux Etats-Unis: le président de la Fed vient régulièrement rendre compte de sa politique devant le Congrès et les débats du comité de politique monétaire de la Fed sont publiés. Ce n'est pas le cas en Europe et le statut de la BCE est critiqué sur ce point. En tout état de cause, **l'arbitrage entre inflation et chômage, dont la nature est largement politique**, est désormais confié à une autorité administrative indépendante du pouvoir politique, ce qui n'est pas très démocratique. Mais il est vrai que la démocratie n'est pas le souci premier des marchés financiers.

(*) Masse monétaire : ensemble des moyens de paiement dans une économie. La masse monétaire est bien difficile à mesurer, car de nombreux actifs financiers ne sont pas de la monnaie (ils ne permettent pas d'acheter des biens), mais sont très facilement convertibles en monnaie. Il existe donc plusieurs définitions, plus ou moins larges, de la masse monétaire. (*) Open market : marché monétaire ouvert à tous les intermédiaires financiers, sur lequel de la monnaie fiduciaire (billets de banque) est échangée contre des titres pour une durée limitée. Ces titres sont notamment des bons du Trésor et des obligations d'Etat. (*) Bulle spéculative : phase de forte hausse des prix d'une catégorie d'actifs sur un marché (financier, immobilier, de l'art...). Généralement liée à un excès de liquidités et à des comportements spéculatifs (des agents achètent un actif uniquement pour le revendre avec profit), une bulle n'est pas soutenable et finit par se dégonfler ou par crever brutalement.

La monnaie repose sur la **confiance collective**. La banque centrale a pour mission de maintenir cette confiance, en fournissant une monnaie solide et en contrôlant, avec d'autres, l'activité des banques. Mais ce contrôle est de plus en plus difficile du fait des nouveaux instruments financiers disponibles. En cas de crise financière, les banques centrales doivent ramener la confiance, sans pour autant supprimer la sanction du marché pour ceux qui prennent des risques excessifs. L'équilibre entre les deux est difficile.

4 Monnaie, finance et confiance

Le fonctionnement du système monétaire et financier dépend entièrement de la confiance qu'il inspire aux agents. Sous ses dehors techniques, la mission de la banque centrale relève donc en grande partie de la **psychologie collective**.

La monnaie n'a de *valeur que si elle inspire confiance*, c'est-à-dire si chacun estime que les autres agents vont l'accepter en paiement et que son pouvoir d'achat va demeurer intact. Pendant longtemps, cette confiance est venue de la **valeur intrinsèque de la monnaie**, composée de biens ou de métaux désirés pour eux-mêmes. Même lorsque la monnaie prend la forme de billets de papier, il reste possible de convertir ce papier en or à tout moment. Le métal demeure donc le fondement de la valeur de la monnaie et il faut attendre les années 70 pour que disparaisse la référence à l'or (3).

Crise de confiance aux Etats-Unis

Les prêts *subprime* représentaient des **prêts hypothécaires immobiliers à risque**, car accordés à des ménages financièrement fragiles. Ces prêts ont connu un fort développement ces dernières années, dans un contexte de hausse des prix immobiliers et de crédit facile. Ils sont souvent consentis les yeux fermés, les prêteurs se disant qu'ils peuvent toujours saisir le logement et le revendre en cas d'incapacité de l'emprunteur à rembourser.

Pour **se refinancer**, des prêteurs intègrent ces créances dans des "produits structurés" mélangeant des actifs de risques variés et les transforment en titres (titrisation) pour pouvoir les vendre, souvent à des structures appartenant à des banques étrangères. Le tout dans la plus totale opacité. En effet, les agences de notation (*) sont payées par ceux-là mêmes qui ont créé ces titres composites, ce qui ne les incite pas à la critique. Les banques ne sont pas non plus obligées de passer des provisions pour les risques pris par leurs filiales (et elles en passent fort peu). Enfin, les régulateurs ne contrôlent pas le bilan de ces entités, qui sont sous-capitalisées. Ces titres sont donc des bombes à retardement.

Celles-ci explosent lorsque le marché immobilier se retourne, alors que les défauts de paiement se multiplient: les prêteurs n'arrivent plus à revendre les logements saisis ou ils le font à perte. Les dettes titrisées subissent alors une forte décote.. De ce fait, personne ne veut plus prêter, ce qui explique les difficultés ou les faillites des institutions qui refinancent leurs prêts sur les marchés monétaires

Au-delà de ce problème, la **finance consiste à échanger des risques**, ce qui suppose de pouvoir les évaluer. Il apparaît aujourd'hui que cette évaluation, de plus en plus délicate, n'a pas été correcte. Cette crise peut donc à tout moment réserver des surprises; y compris pour les banques centrales.

La monnaie n'étant désormais plus appuyée sur cette "*relique barbare*", selon le mot de Keynes, sa valeur dépend entièrement de **la croyance partagée en sa valeur**. Il faut remarquer le caractère mimétique de cette croyance: **la question n'est pas de déterminer ce que je crois mais ce que je crois que les autres croient**; de sorte que chaque agent observe les actions des autres afin de savoir s'il doit lui-même avoir confiance.

Le **prix des actifs**, c'est-à-dire de tous les biens qui peuvent servir de réserve de valeur, est également une mesure en grande partie arbitraire, conventionnelle, qui ne tient que par **une croyance partagée**. Il existe certes des éléments fondamentaux sur lesquels s'appuyer pour estimer le prix d'une action, d'un tableau ou d'un appartement, comme le rendement attendu de ces placements, **mais ce qui persuade, en dernière instance, l'acheteur de déboursé une certaine somme est la possibilité de revendre plus tard à un certain prix; ce qui est entièrement subjectif**.

Si la valeur de la monnaie et des actifs repose sur une croyance, elle est forcément très fragile. L'évaluation collective peut changer, la perception d'une situation se renverser, au risque de provoquer **une crise de confiance aux conséquences graves**. Lorsque la confiance à l'égard des actifs disparaît, les agents se tournent vers la monnaie. La **liquidité (*) sert alors de refuge** face au risque de dépréciation des actifs, qu'ils soient financiers ou d'une autre nature. Ainsi, lorsque les prix des actifs sont apparus trop élevés au Japon au début des années 90, chacun s'est efforcé de les convertir en monnaie et leurs prix se sont effondrés. Les conséquences ont été sérieuses pour l'économie japonaise, la multiplication des faillites et la tendance à la baisse des prix pesant lourdement sur l'activité.

La confiance peut se **briser à un second niveau, celui de la monnaie bancaire, dite scripturale**. Lorsque la confiance en la solidité du système bancaire disparaît, les **agents fuient, là encore, vers la liquidité**: ils se précipitent aux guichets des banques afin de convertir leurs dépôts bancaires en billets de banque. Ainsi des épargnants britanniques assiégeant les agences de Northern Rock en 2007 ou les caisses d'épargne américaines contraintes de fermer face à l'assaut de leurs clients dans les années 80. Or, les banques sont par définition fragiles, puisqu'elles couvrent des engagements à long terme par des dépôts à vue ou à court terme. La **monnaie fiduciaire (*) émise par la banque centrale apparaît donc comme la clé de voûte du système**.

Mais cette monnaie fiduciaire peut elle-même être mise en doute, en particulier dans les périodes de forte inflation. La défiance à l'égard de la monnaie et de la banque centrale se traduit par la recherche de refuges tels que l'or ou des monnaies étrangères. En Russie ou en Amérique latine, la défiance à l'égard de la monnaie a conduit à la dollarisation de l'économie (*), le dollar américain étant mieux accepté que la monnaie nationale. On a même vu dans certains cas le retour de monnaies marchandises (4). **Cette méfiance accentue la dépréciation de la monnaie**, dont chacun cherche alors à se débarrasser au plus vite. Les dettes et les créances en monnaie nationale perdent leur valeur, alors que les dettes et avoirs en devises étrangères en gagnent. Les fortunes se font et se défont rapidement, mettant en péril l'ordre social. La principale conséquence est une énorme destruction de valeur et un appauvrissement généralisé, comme en ont connu récemment l'Argentine et l'Indonésie. **La plus importante mission de la banque centrale est d'éviter de telles situations**.

5 La prudence pour maintenir la confiance

L'origine principale de la perte de confiance est une **création de monnaie bancaire excessive par rapport aux besoins de l'économie, ce qui entraîne l'inflation du prix des actifs** (des bulles spéculatives) ou du prix des biens et des services (la perte de pouvoir d'achat de la monnaie). La banque centrale tente donc de **contrôler cette création monétaire** sans pour autant se montrer trop rigide, ce qui pénaliserait l'activité économique. Comment s'y prend-elle?

Les banques **créent de la monnaie en accordant des crédits**, ce qui est fait par une simple écriture (le solde d'un compte bancaire est modifié), mais oblige la **banque à se procurer une certaine quantité de monnaie fiduciaire pour faire face aux demandes de ses clients**, pour régler ses dettes à l'égard des autres banques et pour payer les réserves obligatoires qu'elle doit constituer auprès de la banque centrale. Ces besoins limitent les capacités de création monétaire des banques et donnent un moyen d'action à la banque centrale.

Par ailleurs, des **règles prudentielles** visent à dissuader les banques de prendre des risques excessifs. Certaines proportions doivent être respectées entre les crédits accordés et les réserves dont dispose la banque. Dans la mesure où le marché du crédit est international, les accords de Bâle ont défini des règles prudentielles communes. Il appartient ensuite à la banque centrale, aux institutions spécialisées, comme la Commission bancaire, et aux agences de notation (*) de vérifier que la situation des banques est saine.

Mais les évolutions récentes de la finance rendent le contrôle prudentiel délicat. A la suite de montages complexes, des engagements bancaires ont été sortis du bilan des banques et mis dans des structures échappant à la supervision bancaire. Résultat: il est difficile d'apprécier les risques introduit par ces engagements hors bilan. On observe par ailleurs une tendance à la **titrisation des créances**: un prêt accordé par une banque est transformé en titre, ce qui permet de l'échanger sur les marchés financiers, de le mélanger à d'autres, plus ou moins risqués, dans un produit financier composite, dit structuré. En théorie, la **titrisation entraîne le partage des risques**, ce qui devrait rendre le système financier plus résistant en cas de défaillance d'un emprunteur. En réalité, **la crise financière récente a montré que les risques étaient déplacés**, mais qu'ils pouvaient fort bien être concentrés si une institution financière se spécialise dans la détention de titres risqués (mais rémunérateurs).

Surtout, ces pratiques complexes sont source d'opacité: nul ne sait plus quel est le degré d'exposition au risque des différentes banques, de leurs filiales spécialisées et des fonds spéculatifs. L'évaluation du risque elle-même pose problème. De nouveaux instruments mathématiques d'estimation des risques sont à l'origine de la **création de produits financiers de plus en plus sophistiqués, mais cette complexité empêche le contrôle des risques pris**. On se souvient par exemple que, lorsqu'un courtier a fait perdre à lui seul un milliard de dollars à la banque anglaise Baring, ses activités avaient en partie échappé au contrôle parce que les contrôleurs ne comprenaient pas les opérations du courtier (voir aussi le problème de la Société Générale début 2008).

Dans ces conditions, le doute s'installe. **Chaque banque se méfie de ses voisines et ne croit plus à la capacité de la banque centrale à garantir la solidité des banques**. Les banques refusent de se prêter de l'argent, en particulier pour des durées supérieures ou égales à trois mois. Or, nous l'avons vu, la possibilité de conversion en monnaie fiduciaire est la garantie de la monnaie bancaire. **Cette situation entraîne un risque de crise**. Il serait donc souhaitable que la supervision bancaire s'étende à toutes les entités qui relèvent des banques et que celles-ci mènent leurs activités de façon plus transparente.

6 La banque centrale face aux crises

La banque centrale **n'est donc pas toujours en mesure d'éviter les crises de confiance**. Son rôle est alors de les circonscrire et de les résoudre. Elle dispose pour cela de plusieurs possibilités. La banque centrale joue d'abord le rôle de **"prêteur en dernier ressort"**, selon l'expression de Walter Bagehot (1826-1877), en fournissant aux banques des liquidités supplémentaires, comme l'ont fait la Fed, la banque centrale des Etats-Unis, et la Banque centrale européenne (BCE) à l'été 2007 ou à l'automne 2008, lors de la crise financière liée aux prêts *subprime*. Ces interventions sont parfois critiquées, les banques centrales étant accusées de secourir des spéculateurs victimes de leurs prises de risque, ce qui serait **moralement discutable et inciterait les agents à prendre des risques excessifs**. C'est ce que les économistes nomment "hasard moral" (5). Remarquons cependant que les banques centrales prêtent à très court terme, ce qui n'empêche pas les pertes des spéculateurs.

L'injection de liquidités n'est pas toujours suffisante. Dans un tel cas, une baisse des taux d'intérêt est nécessaire pour éviter un ralentissement de la croissance. Mais, dans une économie où les sources de financements se trouvent sur des marchés globalisés et non plus dans les banques, certains estiment que le prêteur en dernier ressort devrait devenir un "faiseur de marché en dernier ressort" en achetant des titres rendus illiquides par la crise (**solution proposée par le Plan Polson** aux Etats Unis en octobre 2008).

Enfin, lorsque la panique se déclenche, ces actions sont insuffisantes: la confiance repose sur la garantie que la monnaie bancaire pourra être convertie en monnaie fiduciaire et les banques n'offrent plus cette garantie. **Seul l'Etat peut alors le faire, en garantissant les dépôts.** Il en a été ainsi dans le cas de Northern Rock, comme pour les caisses d'épargne américaines à la fin des années 80. Lors de cette dernière crise, le fonds de garantie des dépôts est lui-même tombé en faillite et c'est l'Etat fédéral qui a dénoué la crise, laquelle a finalement coûté au moins 150 milliards de dollars aux contribuables américains. Les dépôts des épargnants français sont par exemple aussi garantis par l'Etat, depuis la crise de septembre/octobre 2008.

Ces situations obligent à s'interroger sur l'indépendance des banques centrales. Cette indépendance s'inscrit dans le projet de donner plus de pouvoirs aux marchés et moins à l'Etat en matière monétaire. Mais, en **dernier ressort, l'action de l'Etat est indispensable.** On peut se demander comment les choses pourraient tourner en cas de forte crise lorsque la banque centrale n'est pas adossée à un Etat national, comme c'est le cas dans la zone euro.

L'art de gouverner la monnaie en cas de crise est donc bien délicat. La banque centrale doit faire payer aux banques son aide, faute de quoi elles prennent trop de risques. Mais la punition ne doit pas être trop dure pour ne pas aggraver la crise. Il faut poser le bon diagnostic quant au type de crise; apporter des liquidités sans nourrir les bases de la crise suivante; et persuader les marchés qu'on a agi au mieux pour conserver sa crédibilité. Vaste programme.

A partir d'un article d'Arnaud Parienty

(*) Liquidité : la liquidité est la propriété d'un actif d'être accepté comme moyen de règlement. La monnaie est en principe parfaitement liquide, puisque ayant cours forcé (on est obligé de l'accepter en paiement).

(*) Monnaie fiduciaire : monnaie prenant la forme de billets de banque. Elle est dite fiduciaire (reposant sur la confiance) parce que les billets n'ont pas de valeur intrinsèque, contrairement aux monnaies métalliques

(*) Dollarisation de l'économie : lorsque la perte de confiance dans la monnaie nationale est telle qu'elle est remplacée par une monnaie étrangère (le dollar en l'occurrence, mais c'est également vrai pour l'euro) pour assurer les transactions.

(*) Agence de notation : entreprise chargée d'estimer la solidité d'un emprunteur, qu'il s'agisse d'une entreprise, d'une banque ou d'un Etat souverain. Les principales agences de notation, toutes anglo-saxonnes, sont Moody's, Standard & Poors et Finch.

(*) Réescompte : octroi de liquidités supplémentaires par la banque centrale contre des titres de haute qualité, moyennant le paiement d'un intérêt supérieur à celui du marché monétaire.

Notes

(1) En 1923, les prix en Allemagne doublièrent toutes les 49 heures. De très nombreux épargnants furent ruinés. Un nouvel épisode d'hyperinflation eut lieu après la Seconde Guerre mondiale, même les produits de première nécessité devenaient inaccessibles à la majorité de la population.

(2) Les statuts de la BCE précisent que, "*sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, [elle] apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté*". Elle peut donc oeuvrer en faveur de la croissance, mais cet objectif est second.

(3) Sur le plan international, ce sont les accords de la Jamaïque, mis en oeuvre en avril 1976, qui ont officialisé la démonétisation de l'or.

(4) A une certaine époque, en Russie, le parfum Chanel n° 5, aisément stockable, divisible et très recherché, a servi de réserve de valeur.

(5) Selon la traduction... hasardeuse de l'anglais *moral hazard*, puisque ce mot signifie en fait risque ou danger.

(6) W. Buitert et A. Sibert, "The Central Bank as the Market Maker of last Resort: From Lender of last Resort to Market Maker of last Resort", www.voxeu.org/index.php?q=node/459