

## Quelle Banque centrale pour l'Europe de demain ? \*

Dominique Perrut \*\*

Brandissant leur fétiche théorique, le « théorème » de Mundell, les promoteurs de la monnaie unique ont voulu nous convaincre de son caractère inéluctable (1). Ce faisant, ils n'ignoraient nullement que l'euro comportait une lacune majeure, provenant de l'absence de cohésion budgétaire face à la Banque centrale européenne (BCE). Dès lors, un choc *asymétrique* sur les pays ne pouvait manquer de révéler au grand jour la faiblesse intrinsèque de la construction et précipiter la crise.

Prenant appui sur les interventions de la Fed américaine et de la Banque d'Angleterre, les nombreux détracteurs de la BCE lui imputent à grief une politique timorée face aux perturbations d'aujourd'hui. À leur sens, la BCE refuserait en particulier de jouer un rôle de prêteur en dernier ressort. La BCE mérite-t-elle cette volée de bois vert ? A-t-elle au contraire joué son rôle pendant la crise ? Son mandat, par ailleurs, doit-il évoluer ? Pour répondre à ces interrogations, nous évaluerons, d'abord, la politique de la BCE face à la tourmente actuelle, puis nous retracerons les évolutions de la doctrine des banques centrales en période critique, avant d'évoquer les changements souhaitables dans les tâches de la BCE, en lien avec l'union budgétaire.

\* Tribune parue sur le site [www.atlantico.fr](http://www.atlantico.fr) du 9 au 11 janvier 2012.

\*\* Docteur ès sciences économiques (Paris-1), consultant dans le secteur financier, membre de *Confrontations Europe*, un "think tank" européen, Dominique Perrut est l'auteur de communications, articles et ouvrages portant sur l'Europe financière (*L'Europe financière et monétaire*, Nathan ; *Le système monétaire et financier français*, Seuil, coll. *Points*). Il enseigne l'économie européenne dans des universités, en France et en Europe.

## 1 – La BCE et l’Eurosystème face à la crise financière

Au lendemain de la faillite de Lehman Brothers, dans le cadre fixé par le G7 en octobre 2008, la réponse européenne à la crise a fait intervenir les instances intergouvernementales (Conseil européen, Eurogroupe), le triangle législatif (Commission, Conseil des ministres, Parlement) et l’Eurosystème, comprenant, outre la BCE, les banques centrales nationales de la zone euro (2).

### *La BCE et les mesures non conventionnelles.*

L’Eurosystème a rapidement décidé d’une baisse drastique des taux directeurs, de 4,25 % à 1 % entre octobre 2008 et mai 2009. Des accords d’échanges de devises ont été conclus avec les grandes banques centrales (ces lignes de *swaps* étant illimitées avec la Fed des Etats-Unis). Outre ces mesures spectaculaires, la politique de l’Eurosystème a consisté en des interventions dites *non conventionnelles* sur les marchés interbancaire et obligataire.

Face à la paralysie du marché interbancaire, phénomène totalement inédit où la perte de confiance des banques entre elles se traduit par des primes de risque importantes, l’Eurosystème a conduit des actions massives, notamment à partir d’octobre 2008. Ce dernier a en effet clairement indiqué sa volonté de fournir *sans limites* des liquidités aux banques, *au taux plancher*, avec un allongement de la durée des prêts, *jusqu’à trois ans désormais*, et un élargissement de la gamme des effets pris en garantie. Atteignant un montant record, la dernière opération, à la fin décembre 2011, visant à contrer un nouveau gel du marché, a fourni 489 milliard d’euros (Mds€)

de liquidités à trois ans à 523 banques. Ce type d'opération, qui sera réitéré le 29 février 2012, vise à rétablir des conditions normales sur le premier canal de transmission de la politique monétaire, celui du refinancement des banques commerciales par la banque centrale, afin d'éviter l'arrêt de la distribution de crédits (ou *credit crunch*) et soutenir ainsi une économie atone.

A partir de 2009, on a assisté, sous l'influence des agences de notations et des opérateurs de marché, à une forte divergence des taux d'intérêt sur les *obligations d'Etat* dans la zone euro. Entrepris en mai 2010, le Programme de marché des titres (*Security Market Programme*) de l'Eurosystème a porté sur des achats de titres de dette publique (dont l'encours était de 211 Mds€ à la fin 2011), uniquement sur le marché secondaire, afin de rétablir, sur des segments de marchés perturbés, des conditions plus normales pour la politique monétaire (3).

#### *BCE et Fed américaine : comparaison des politiques de crise*

Au total, les interventions *non conventionnelles* de l'Eurosystème ont représenté environ 430 Mds€ pour les concours aux banques (l'encours total atteignant 880 Mds€ à la fin 2011) et 273 Mds€ pour les achats de titres (publics et autres) à des fins de politique monétaire. À la suite de ces interventions, le bilan de l'Eurosystème, où elles sont consignées, est passé de 1.150 Mds€ au début 2007 à 2.733 Mds€ à la fin 2011, soit une multiplication par 2,4. Le bilan de l'Eurosystème a ainsi progressé de 13% à 30 % du PIB de la zone pendant cette période.

À titre de comparaison, le Federal Reserve System des Etats-Unis (Fed) montre, à la fin 2011, un bilan de près de 3.000

milliards de dollars (Mds\$), multiplié par 3,5 depuis le début de 2007. Le bilan est ainsi passé de 6 % à 20 % du PIB (4).

Les actions de soutien à l'économie de la Fed depuis cinq ans peuvent être estimées à 1.800 Mds\$ (un peu plus de la moitié en bons du Trésor, le solde en titres hypothécaires). Pendant le même temps, les actions totales de la BCE s'élevaient à 960 Mds€, dont 700 Md€ d'interventions non conventionnelles. Compte tenu des parités de change et des proportions des économies, les efforts des deux banques centrales atteignent un ordre de grandeur assez proche.

Les opérations récentes de la BCE relèvent en partie d'une politique d'*assouplissement quantitatif* comparable à celle de la Fed (5). Les circuits empruntés par la BCE diffèrent car ils s'adaptent aux particularités continentales qui privilégient le financement par les intermédiaires bancaires.

Dans son action, l'Eurosystème s'est substitué aux opérateurs habituels sur des marchés des capitaux perturbés. **Ce faisant, la banque centrale européenne a bel et bien joué un rôle de prêteur en dernier ressort et, plus précisément, de « teneur de marché en dernier ressort »** (6).

## 2 – Les mutations du prêteur en dernier ressort

Un rôle de *prêteur en dernier ressort* (PDR) est joué par la banque centrale lorsqu'elle se substitue à la logique de marché pour sauver une banque menacée de faillite ou assainir des marchés des capitaux perturbés, afin d'éviter des phénomènes de contagion ou une crise financière systémique. Dans ces opérations, la banque centrale joue un rôle de régulateur au sens moderne en s'érigeant au dessus de la loi du marché pour préserver le bon état du domaine de l'intérêt général (ici, la

stabilité financière) dont il est chargé. La doctrine de référence pour inspirer l'action des banques centrales en temps de crise s'est profondément modifiée depuis deux siècles.

### *Le modèle classique de Bagehot*

Avec l'édification progressive des banques centrales, tout au long du 19<sup>ème</sup> siècle, un modèle pour guider leur intervention en temps de crise s'est élaboré au fil des décennies, depuis H. Thornton (1802), jusqu'à W. Bagehot (1873). Ce dernier fixe le cadre du modèle classique visant à préserver la stabilité financière. Selon ses prescriptions, les interventions de la banque centrale ne peuvent concerner que les banques en situation d'illiquidité (et non d'insolvabilité.) Les prêts doivent être consentis à court terme, sans limites, à des taux pénalisants ("*lend freely at high rates*", selon l'auteur) et avec des garanties saines. Afin de réduire l'incertitude et d'engendrer des anticipations stabilisatrices, ces règles doivent être clairement affichées avant les crises pour éviter les paniques (7). Largement partagé, référence pour l'action de la Banque d'Angleterre à la fin du 19<sup>ème</sup> siècle, le modèle de Bagehot a été progressivement supplanté par de nouvelles doctrines des banques centrales.

### *Le Modèle prudentiel hiérarchisé.*

À partir des années 1980, des conceptions et des pratiques différentes s'affirment en effet, conduisant à une organisation hiérarchisée de ce que l'on appelle désormais *la fonction prudentielle* de la banque centrale, englobant celle de prêteur en dernier ressort.

Des chercheurs ont observé, avec raison, que les prescriptions de la doctrine classique posent des problèmes aigus, voire insurmontables dans leur mise en œuvre. Comment, en effet, limiter les prêts de secours au court terme et évaluer les garanties en situation d'urgence ? En temps de crise, par ailleurs, comment remédier aux seuls problèmes de liquidité puisque la frontière entre illiquidité et insolvabilité devient poreuse, par suite de la chute des prix des actifs dans les bilans bancaires (8). Enfin, compte tenu du caractère imprévisible des crises, l'affichage a priori des règles d'intervention du prêteur en dernier ressort paraît à la fois peu réaliste et générateur d'aléa moral (*moral hazard*). On désigne par là une situation dans laquelle les banques seraient incitées à mettre en œuvre des stratégies aventurées en tablant sur la rescousse automatique de la banque centrale (ou de l'Etat).

Par ailleurs, la concentration des banques a créé des conditions telles que la faillite d'un grand établissement n'est tout simplement plus possible car elle engendrerait, de par ses effets de contagion, une crise de l'ensemble du système. Cette situation est résumée par une formule, « trop gros pour faire faillite » (*Too Big to Fail*).

Cette nouvelle doctrine, que nous appelons *le Modèle prudentiel hiérarchisé*, s'est progressivement substituée au modèle antérieur et repose sur deux piliers (9). Il s'agit d'une part, du principe de l'*ambiguïté constructive* exprimant le fait que la banque centrale adopte une attitude discrétionnaire quant à sa politique future vis-à-vis des banques en difficulté, par opposition au modèle classique (où, l'on s'en souvient, les principes sont connus par avance). C'est, d'autre part, la mise en place de deux *lignes de défense*, pour prévenir les crises bancaires et éviter ainsi l'intervention du PDR, avec ses effets pervers (l'aléa moral). Ces deux filets de sécurité sont, d'une

part, les dispositifs *curatifs* de mutualisation (garantie des dépôts et solidarité de place) et, d'autre part, la *supervision*, de nature *préventive*, qui comprend *les règles prudentielles*, dont le ratio de Bâle sur les fonds propres bancaires, et *la surveillance* qui en est le complément obligé (10).

#### *La pratique du prêteur en dernier ressort.*

Quant aux pratiques des banquiers centraux, T. M. Humphrey observe en substance que si ces derniers font une gèneflexion devant le modèle de Bagehot avant de passer à l'action, c'est tout autant pour en transgresser les consignes que pour les suivre. L'auteur montre que la Fed s'est écartée des prescriptions classiques sur de nombreux points (11). Quant à la Banque d'Angleterre, Bagehot note qu'elle a transgressé sa propre charte à de nombreuses reprises avant les années 1870. Plus récemment, au cours des crises bancaires qui ont essaimé dans tous les pays de l'OCDE, notamment pendant la décennie 1985-1995, ce sont principalement les Etats qui sont intervenus comme prêteurs en dernier ressort pour recapitaliser des banques manifestement insolubles.

#### *Vers une nouvelle doctrine du prêteur en dernier ressort.*

La fonction de PDR s'est aujourd'hui considérablement modifiée, tant du point de vue des *institutions en jeu* (les États, des coordinations de banques centrales, des institutions internationales (12), comme le FMI ou la Banque des règlements internationaux, BRI, interviennent aux côtés des banques centrales nationales), que *des modalités d'action* (avec un partage des rôles entre Etats, pour la

recapitalisation et l'ouverture de garanties, et les banques centrales, pour assurer la liquidité).

Si l'engagement solennel des chefs d'Etat du G7 en vue de sauver de la faillite toutes les institutions *systemiques* a permis d'éviter le pire, en octobre 2008, c'est au prix d'un *aléa moral* considérable, puisqu'une telle décision consacre le principe « trop gros pour faire faillite » et rend du même coup caduque la notion d'ambiguïté constructive, l'un des deux piliers de la doctrine moderne.

Par ailleurs, les accords d'échanges de devises entre les grandes banques centrales esquissent une fonction de PDR international. **Ces différents changements annoncent une nouvelle doctrine du PDR, intégrée dans un ensemble plus vaste, qualifié de *politique macro-prudentielle*.**

### 3 – Quel avenir pour la BCE ?

Évoquant les opérations de crise de plusieurs banques centrales (dont la Fed), des prises de position se font jour pour demander que la BCE intervienne *directement* dans le financement de la dette des États en difficulté. Les responsables de la BCE et, entre autres, ceux de la Bundesbank, se réfèrent aux Traités pour leur opposer un refus catégorique. Rappelons que le mandat du SEBC est strictement défini par les Traités et que ses statuts sont annexés à ceux-ci (13). Notre point de vue est que, dans les perturbations actuelles, l'Eurosystème remplit, dans les limites de son mandat, une fonction de prêteur en dernier ressort. Toutefois, ses limites statutaires, ainsi que l'ébranlement du paradigme de référence des banques centrales à la suite de la

crise, nous conduisent à discuter le mandat de la BCE autour de trois questions.

### *La politique monétaire.*

On sait que « l'objectif principal du Système européen de banque centrale (SEBC) est de maintenir la stabilité des prix » (14). On entend par là une évolution des prix à la consommation inférieure à 2 % par an. On a fait valoir, depuis dix ans déjà, que cette politique, dite de ciblage d'inflation, laisse entièrement de côté la question de la fluctuation des prix sur les marchés d'actifs (boursiers et immobiliers). Ceux-ci sont spéculatifs par nature et leur rôle s'est considérablement accru avec la libéralisation des années 80. Dans un ouvrage historique passionnant, Kindleberger montre que toutes les crises financières depuis trois siècles mettent en jeu un même schéma, dans lequel l'inflation spéculative sur une catégorie d'actifs est alimentée par l'expansion du crédit bancaire, jusqu'à l'éclatement de la bulle (15). Plusieurs économistes plaident donc pour une intégration d'objectifs de stabilité financière par les banques centrales dans le cadre de leur politique monétaire (16). Une reformulation du mandat de la BCE pourrait prendre en compte cette vision en incluant la surveillance et le contrôle des prix d'actifs dans sa politique monétaire.

### *La politique de change.*

Celle-ci est placée sous la responsabilité du SEBC. Le Conseil des ministres peut intervenir dans certaines conditions (17). Dans un monde multipolaire où les grandes devises utilisées dans le commerce extérieur font l'objet de politiques de

« négligence douce », c'est le *benign neglect* des Etats-Unis avec le dollar (18), ou même agressives, dans le cas de la Chine, on peut s'étonner du fait que l'euro se retrouve continuellement depuis 2004 en situation défavorable face au dollar du point de vue des exportations, c'est à dire bien au-dessus de son cours d'introduction. Le mandat de la BCE sur ce point paraît plutôt large et une porte est ouverte pour l'intervention du Conseil. Ces possibilités, cependant, ne semblent guère utilisées. Ce chapitre serait également à reconsidérer dans un réaménagement du mandat de la BCE.

#### *La politique macro-prudentielle.*

Dans ce domaine, le débat se focalise trop sur les questions du prêteur en dernier ressort et notamment des achats directs de dette publique par la BCE. Ceux-ci, en cas de besoin, peuvent être réalisés soit par les banques, disposant désormais d'un refinancement illimité à moyen terme de la BCE, soit par les outils ad hoc mis en place par les responsables européens, le FESF et le MES à venir (19). De pair avec l'action de PDR jouée par l'Eurosystème, déjà évoquée, l'Union européenne a entrepris, dès octobre 2008, une réforme de la fonction prudentielle, avec une redéfinition de la macro et de la micro-supervision (mise en place d'autorités financières sectorielles, opérationnelles depuis 2011) et une refonte du cadre législatif (garantie des dépôts portée à 100.000 € en 2011, mécanisme de résolution des crises, entre autres).

Au niveau mondial, au siège de la Banque des règlements internationaux, la réflexion des banques centrales conduit à l'élaboration d'un nouveau cadre. Celui-ci appréhende la fonction du PDR dans un ensemble plus large, celui de la *politique macro-prudentielle* partant de l'amont des crises,

avec *la prévention* (redéfinition de la politique monétaire, détection précoce, règles prudentielles durcies dans le cadre du projet Bâle III), en passant par *la gestion* de celles-ci (c'est la fonction du PDR) pour offrir, en aval des crises, un cadre pour leur *résolution ex post* (comment partager le fardeau des pertes ?) (20) La définition d'un nouveau consensus sur le rôle de la banque centrale, émanant des travaux internationaux, sera sans nul doute prise en compte par les institutions européenne pour une révision du cadre d'action de la BCE.

### *L'Union budgétaire, préalable à la réforme de la BCE*

Aujourd'hui au centre des préoccupations, la « crise de l'euro », n'est pas celle de la BCE. Il s'agit d'une crise budgétaire au sein de la zone euro, manifeste depuis la fin de 2009, et comprenant deux phénomènes : *la dérive des finances publiques* de plusieurs pays, à la suite de la crise financière et/ou d'une mauvaise gestion, et *l'absence d'une cohésion budgétaire* reposant sur la convergence des finances publiques et sur un mécanisme de sauvetage.

La résolution de la crise actuelle dépend de la mise en œuvre efficace du cadre budgétaire commun désormais adopté, comprenant *la prévention* (semestre européen, surveillance, système de sanctions), *le sauvetage* (les mécanismes de solidarité, dont le MES), sans oublier *les mesures de convergence économique* (esquissées dans le « pacte euro plus »).

Le flottement, les postures de dramatisation, les annonces contradictoires et la confusion quant à certaines décisions prises ne peuvent rassurer ni les opinions, tentées par le populisme, ni les marchés, par essence versatiles et excessifs.

Toutefois le sommet du 9 décembre marque une étape significative.

La construction d'une union budgétaire est le préalable à une réforme du mandat de la BCE, qui pourra alors mobiliser l'ensemble de ses outils pour parer au gros temps, s'il le faut. Par ailleurs, le nouveau corps de doctrine, en cours de définition au niveau global, conduira à un réaménagement des tâches de l'autorité monétaire européenne.

**Au sein de la zone euro, la remise en phase de la monnaie et du budget, outils indissociables, dont on oublie trop la nature politique, s'opérera probablement de pair avec une avancée vers le fédéralisme.** On y réfléchit sérieusement en Allemagne et dans quelques cercles européens (21). On serait avisé d'y songer également de ce côté-ci du Rhin.

\*\*\*\*\*

## Notes et références

1 – Mundell R. A., 1961, « A theory of optimum currency areas ». *American Economic Review* 51. L'auteur décrit les conditions *théoriques* dans lesquelles des économies ont intérêt à se doter de changes fixes ou d'une monnaie commune. Son fameux « Triangle d'incompatibilité » est censé établir la nécessité d'une union monétaire, notamment lorsque les capitaux circulent librement.

2 – Au sein du Système européen de banque centrale, L'Eurosystème (composé de la BCE et des Banques centrales nationales de la zone euro), dont l'instance décisionnaire est le Conseil des Gouverneurs, est en charge de la politique monétaire unique dans la zone euro.

3 – Il est admis que les variations des taux d'intérêt sur la dette des Etats a de fortes répercussions sur l'économie à travers plusieurs canaux de transmission, dont celui des prix (propagation des hausses des taux

d'intérêt des obligations publiques au secteur privé, par exemple). Les achats de titres dans ce programme de la BCE n'ont pas d'effet inflationniste car ils sont stérilisés par la réabsorption d'un même montant de liquidités sur le marché monétaire.

4 – Données élaborées par l'auteur à partir des sources suivantes : BCE, Bilans consolidés de l'Eurosystème ; Federal Reserve, Statistical release.

5 – L'assouplissement quantitatif (*Quantitative easing*) fait partie des mesures non conventionnelles des banques centrales. Cette politique consiste en une augmentation massive de la quantité de monnaie en circulation dans l'économie, quand les canaux habituels de la politique monétaire (le canal des taux d'intérêt, notamment) se trouvent bloqués.

6 – La notion de « teneur de marché en dernier ressort » (*Market Maker of Last Resort*) a été utilisée, avec raison, par plusieurs économistes pour caractériser ces modalités d'intervention assez nouvelles. Voir : W. Buiter, A. Sibert, "The Central Bank as the Market Maker of last Resort", 13 August 2007, Voxeu.org.

7 – Bagehot W., 1873, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, London: H.S. King; reprinted, Homewood, III:Richard D. Irwin, 1962.

8 – Goodhart C.A.E., 1985, *The Evolution of Central banks*. London, London School of Economics and Political Science.

9 - Perrut D., 1999, *Le système monétaire et financier français*, Seuil, coll. Points, 1999.

10 – Le Comité de Bâle, qui réunit 27 banques centrales, définit depuis 1988 un ratio de fonds propres pour les banques internationales. Le ratio aujourd'hui en vigueur est celui dit « Bâle II », tandis qu'un nouveau ratio, dit « Bâle III », beaucoup plus contraignant, est en cours d'élaboration, notamment pour répondre à certaines dimensions de la crise financière.

11 – Humphrey T. M., 1989, “Lender of Last Resort : the Concept in History”, Federal Reserve Bank of Richmond Review 75, March-April : 8-16.

12 – Créée en 1931, la Banque des règlements internationaux (Bank for International Settlements), dont le siège est à Bâle (Suisse) est devenue un observatoire des flux financiers internationaux et parfois un opérateur en temps de crise. Cette institution héberge de nombreux comités, réunissant les banques centrales (dont le Comité de Bâle), et travaillant pour certains en liaison avec le Conseil de stabilité financière.

13 - Les mandats de la BCE et du Système européen de banque centrale (SEBC) sont définis par le Traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne (TFUE, art. 119 à 133, 219, 282 à 284) ; leurs statuts sont définis par le protocole n° 4 annexé au Traité.

14 – Art. 127 du TFUE.

15 – Kindleberger C. P., 1989, *Manias, Panics and Crashes : A History of Financial Crises*, Basics Books. Trad. fr. : Histoire mondiale de la spéculation financière, P.A.U., 1994.

16 – Michel Aglietta, 2011, « La rénovation de la politique monétaire », in *Banques centrales et stabilité financière*, Rapport du CAE ; Barry Eichengreen and Alii, 2011, “Rethinking Central Banking”, Brookings Institution, Washington.

17 – TFUE, Art. 127, 138 et 219.

18 – Le principe dit du « Benign neglect » (négligence douce), caractérise l'attitude des responsables des États-Unis vis-à-vis des conséquences extérieures des fluctuations de leur devise. John Connolly, Secrétaire d'État au Trésor, résumait lapidairement cette position en 1971 devant ses interlocuteurs européens : « The dollar is our currency, but your problem ».

19 – Les dispositifs d’assistance financière dans la zone euro comprennent notamment le Fonds européen de stabilité financière (FESF), créé en mai 2010, disposant d’une capacité de prêt de 440 Mds€. Ce fonds est intervenu auprès de pays en difficulté (Irlande, Portugal) avec un autre fonds, le MESF. Le Mécanisme européen de stabilité (MES) prendra le relais du FESF en juillet 2012, avec une capacité de 500 Mds€.

20 – Borio C., 2011, “Central banking post-crisis : What compass for uncharted Waters ?”, Bis Working Paper, n° 353, September.

21 – Marzinotto B., Sapir A., Wolff G. B., 2011, “What kind of fiscal Union ?” Bruegel Policybrief, November ; Chopin Th., Jamet J.-F., 2011, “Europe and the Crisis : what are the possible outcomes ? Fondation Robert Schuman, November.