

# LES BANQUES CENTRALES AU COEUR DES ACTIONS DE RELANCE



**JEAN-PIERRE  
PATAT**  
Conseiller spécial  
TAC,  
CEPII

La crise financière a imposé aux Banques centrales des défis considérables et les place au cœur des actions entreprises pour y pallier. Retour sur les politiques de stabilité financière et les interventions de la Federal Reserve System et de l'Eurosystème.

**L**a politique monétaire a été mise à contribution, et devrait l'être très intensément dans les mois qui viennent, compte tenu des graves répercussions que la tourmente financière a sur la croissance. Les deux Banques centrales ont déjà agi et devraient opérer conformément à leur grille d'analyse et à leur démarche stratégique.

On laissera à d'autres le soin de commenter ces deux approches, en souhaitant seulement que, au motif de faire redémarrer l'économie, on ne recrée pas les conditions qui ont conduit au désastre.

C'est le travail en faveur du système financier qui a très fortement mobilisé les Banques centrales. Pour cette action, il convient de distinguer, comme pour la crise elle-même, deux phases : au cours de la première, certes agitée, mais paraissant maîtrisable ("la crise est finie" proclamait même un économiste au printemps dernier !) et qui a duré jusqu'à la fin de l'été 2008, les Banques centrales ont été extrêmement actives sur les marchés interbancaires, sans que cela entraîne un changement d'échelle notable de leurs opérations.

Il n'en a pas été de même au cours de la seconde phase, marquée par la tourmente d'octobre 2008, et dont l'issue n'est pas certaine : on a assisté alors à un gonflement spectaculaire des actifs des Banques centrales et, pour la FED, à un changement de nature, dont on ne sait s'il sera durable, des missions imparties.

## **Août 2007 - août 2008 : les Banques centrales au chevet des marchés interbancaires**

La crise n'a pas entraîné de panique de la clientèle (si l'on excepte le cas de la Northern Rock), mais des dysfonctionnements graves sur le marché interbancaire ou marché de la monnaie centrale. La méfiance a pris naissance dans la crise des *subprime credits* et surtout dans la prise de conscience – ou le soupçon – d'une "vaporisation" universelle de ces produits devenus "toxiques" dans les bilans des banques par le biais des instruments de titrisation. Ces craintes ont entraîné de fortes réticences, pour ne pas dire des blocages, dans les relations tra-

ditionnelles des établissements de crédit. Les taux des marchés interbancaires, d'ordinaire proches des taux des Banques centrales, s'en sont sensiblement écartés. Ceci est particulièrement vrai pour les échéances relativement longues. De graves difficultés individuelles pouvaient même être anticipées sur un marché dont le bon fonctionnement commande l'ensemble de l'activité bancaire, avec un risque systémique réel. Les Banques centrales sont donc intervenues, de manière répétée, souvent pour des montants importants.

Ces opérations eurent, durant cette période, peu d'impact sur la taille des actifs des Banques centrales. Leur action ne consistait pas, en effet, à inonder le marché de liquidités, ce qui aurait gravement altéré la politique monétaire, mais à intervenir ponctuellement et temporairement par des apports qui étaient tous des prêts (ou des prises en pensions), remboursables et remboursés. Ces interventions ont donc porté sur des échéances relativement longues – là où les tensions étaient maximales – et ont souvent été compensées par

des retraits sur les compartiments à plus court terme. Ainsi, durant la période étudiée, le total des refinancements de la BCE est passé de 440 milliards à 476 milliards – les refinancements principaux, à court terme, diminuant de 290 à 167 milliards tandis que ceux à plus long terme augmentant de 150 à 300 milliards d'euros.

Aux États-Unis, la FED, qui traditionnellement n'intervenait pas sur des échéances relativement longues, a dû créer une nouvelle facilité, la Term Auction Facility (TAF), qui, fin août 2008, figurait pour 150 milliards de dollars dans ses actifs.

D'autres opérations se sont développées – les *swaps* – avec la FED prêteuse en dollars à d'autres Banques centrales, en particulier la BCE qui devait faire face à des besoins de trésorerie en dollars des banques européennes. Mais aux États-Unis comme dans la zone euro, durant cette période, la taille des actifs de la Banque centrale, c'est-à-dire, toutes choses égales par ailleurs, la monnaie centrale en circulation, a peu varié. En effet, la FED a compensé par une diminution de son portefeuille de bons du Trésor les apports qu'elle effectuait par d'autres modalités.

“ La FED est prêteuse en dollars à d'autres banques centrale, en particulier à la BCE qui devait faire face à des besoins de trésorerie en dollars des banques européennes. ”

Cette période a montré que la BCE était mieux armée que la FED pour répondre à ces circonstances exceptionnelles. On a déjà évoqué le fait que la Banque centrale américaine a dû créer une facilité à long terme, facilité qui existe dans la zone euro depuis l'origine. On peut citer aussi, à la BCE, un nombre de contreparties (300) beaucoup plus élevé que pour la FED (20), une gamme de collatéraux également plus éten-

due, enfin une structure opérationnelle très décentralisée. À l'inverse, aux États-Unis, les interventions sont concentrées sur le marché de New York.

### Automne 2008 : des actions d'une tout autre ampleur et, pour la FED, d'une tout autre nature

L'exacerbation des tensions observée en octobre a d'abord provoqué un changement d'échelle dans les bilans des Banques centrales.

À la fin octobre, le total des actifs de l'Eurosystème s'élevait à 2000 milliards contre 1500 un mois plus tôt. Sur le marché interbancaire, les interventions ont pris une tout autre ampleur par rapport à la période précédente. D'une part, les refinancements de l'Eurosystème ont ainsi augmenté en un mois de 480 à 840 milliards d'euros, dont 500 milliards de refinancements à long terme. D'autre part, les avoirs des banques sur leurs comptes passaient de 190 milliards à 460 milliards d'euros. Cette évolution reflétant la paralysie croissante des relations interbancaires.

Des besoins massifs de liquidités en dollar – en liaison avec les turbulences subies par les marchés et les établissements de crédit américains – ont, en outre, amené la BCE à accroître ses concours pour permettre aux établissements d'acquiescer les dollars qu'elle-même avait empruntés à la FED.

Cet accroissement important des refinancements a contraint l'Eurosystème à étendre le champ, déjà large, des garanties admises. Cependant, ces opérations demeuraient dans le cadre “classique” de l'action d'une Banque centrale, laquelle n'a pour contreparties que les banques à qui elle apporte globalement ses concours sans interférer dans leur gestion.

La situation a évolué différemment aux États-Unis. L'augmentation massive des actifs de la FED – passés entre fin août et fin octobre de 900 milliards à 1550 milliards de dollars – a reflété celle des *swaps* avec d'autres Banques centrales – d'une cinquantaine de milliards à 250 milliards de dol-

lars –, mais aussi la mise en place de procédures d'interventions hors du commun.

C'est pourquoi la FED a créé un refinancement spécial, exclusivement destiné à financer l'achat par les banques de papier commercial émis par des entreprises sur le marché. Elle devrait également refinancer, dans la limite d'une enveloppe de 800 milliards de dollars, des instruments de titrisation de crédits à la consommation et de crédits immobiliers au profit des banques et des agences Fannie Mae et Freddy Mac. Autre novation majeure, la FED a accordé des crédits à des agents non financiers :

- 80 milliards de dollars à deux ans et à Libor, plus 850 points de base à la compagnie d'assurance AIG ;

- puis 37 milliards de titres achetés directement à des filiales de cette compagnie ;

- enfin, elle a été autorisée, depuis peu, à acquiescer directement du papier commercial à des entreprises.

Pour la plupart de ces opérations, la FED a agi comme agent du gouvernement et, en ce qui concerne le cas d'AIG, a permis de pallier le risque systémique sans appel au contribuable.

De telles évolutions n'en suscitent pas moins des questions. Quelle est la mission d'une banque centrale aujourd'hui ? Quels sont les risques financiers encourus par l'institut d'émission qui risquent de dégrader sa crédibilité et son indépendance ? De plus, des problèmes concrets pourraient naître de cette politique monétaire car les opérations avec les agents non financiers créent de la monnaie utilisable sur le marché des biens et services alors que les interventions “traditionnelles” des Banques centrales créent de la monnaie centrale qui ne circule qu'entre banques. À moins de vouloir délibérément accroître la quantité de monnaie en circulation, ce qui paraît peu vraisemblable, l'incidence de telles opérations doit donc être stérilisée par des mécanismes appropriés.

Notons que la Fed a pu mener ces interventions car ses statuts ne s'y opposaient pas. Même si ce n'avait pas été le cas, il aurait été facile dans un État unifié de modifier rapide-

ment le mandat de la banque. Il n'aurait pu en être de même dans la zone euro où le statut de la BCE ne prévoit pas ce type d'actions et où tout changement de ce statut exige de modifier un traité signé par quinze pays. Les choses n'ont heureusement pas pris en Europe un caractère de gravité tel qu'envisagé outre-Atlantique.

“ Responsables de la stabilité financière, les Banques centrales doivent jouer un rôle clé dans la supervision bancaire. ”

En définitive, la crise a révélé à la fois la légitimité et l'aptitude évidente des Banques centrales à assurer la stabilité financière. Sauvegarder ce bien public mondial est, au même titre que la stabilité des prix, leur mission essentielle. Une mission devenue beaucoup plus difficile que celle d'assurer la stabilité monétaire. Difficile lorsqu'il s'agit de gérer une crise, et l'on a vu que les interventions sur les marchés interbancaires avaient certes évité la crise systémique, mais n'avaient pas été suffisantes pour restaurer complètement la confiance entre banques. Difficile aussi, et bien davantage, lorsqu'il s'agit de prévoir la crise, ou mieux de l'éviter, ce qui implique d'intégrer cette préoccupation dans les orientations de la politique monétaire. Si la coordination mise en place par les grandes Banques centrales a été et reste exemplaire dans le traitement de la crise, on peut souhaiter qu'à l'avenir elle le soit également dans la prévention.

Responsables de la stabilité financière, les Banques centrales doivent jouer un rôle clé dans la supervision bancaire. Si la crise est, de ce côté de l'Atlantique, l'occasion de s'interroger sur l'opportunité d'aller vers une supervision unifiée, les circonstances que nous traversons démontrent – et pas seulement en Europe – la supériorité de la supervision assurée, directement ou indirectement, par les banques centrales avec les exemples *a contrario* de la Northern Bank, Lehman Brothers et Fortis. ■

## LOST IN TRANSLATION ?



**DICTIONNAIRE BANCAIRE, ÉCONOMIQUE & FINANCIER**  
**FRANÇAIS > ANGLAIS**  
**BANKING, ECONOMICS & FINANCE**  
**DICTIONARY**  
**FRENCH > ENGLISH**  
Jean-Michel Cicile, 70 euros

**Avec plus de 20 000 entrées, dans le domaine bancaire, financier et économique, ce dictionnaire est un ouvrage unique.**

Issu de la réunion de deux ouvrages de référence la Terminologie anglais-français et la Terminologie français-anglais, le Dictionnaire bancaire, économique & financier s'est enrichi de nouveaux concepts liés à l'actualité, en particulier :

- La gestion alternative
- Les nouveaux instruments de crédit
- La titrisation
- La réglementation bancaire internationale
- Les normes comptables
- La crise des subprimes

Ce dictionnaire répond au degré d'exigence des traducteurs professionnels de la banque et de la finance ainsi qu'à celui du monde universitaire.

[www.revuebanquelibrairie.com](http://www.revuebanquelibrairie.com)

La librairie spécialisée dans la banque et la finance