POLITIQUE MONÉTAIRE

Les banques centrales prennent-elles des risques ?

Patrick Artus

Directeur
de la recherche
et des études
Natixis

Pour assurer liquidité et bonne santé du secteur bancaire, les banques centrales ont acheté des actifs risqués. Cette stratégie, qui peut conduire à créer de la monnaie *ex nihilo*, n'est pas aussi dangereuse qu'elle n'y paraît.

Les banques centrales achètent des actifs risqués depuis le début de la crise :

- **ABS**, obligations des agences par la Réserve fédérale (pour 1 300 milliards de dollars), ces actifs connaissant de fortes variations de prix ;
- **emprunts d'État britanniques** (*gilts*) par la Banque d'Angleterre (pour 215 milliards de livres), le prix des titres publics britanniques pouvant baisser dans le futur en raison de l'importance des déficits publics (12 % du PIB en 2010), malgré l'annonce d'un plan rapide de réduction des déficits ;
- **dettes publiques** des pays de la zone euro en difficulté (Grèce, Portugal) par la BCE, avec un important risque en capital, les taux d'intérêt à 10 ans sur la Grèce dépassant 10 % en juin 2010.

DES PERTES SONT POSSIBLES

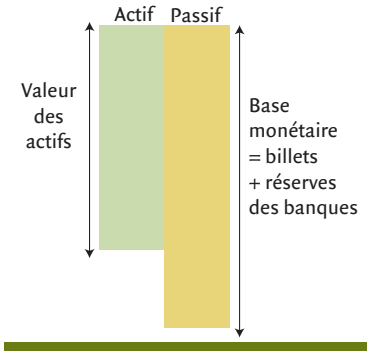
Leur motivation est la même : rétablir la liquidité sur les marchés des actifs correspondants, où la demande privée chute, et éviter les défauts des banques et des États qui se financent sur ces marchés. Il est possible que les banques centrales réalisent des gains en capital sur ces actifs qu'elles ont achetés. C'est déjà le cas pour la BCE sur son programme d'achat de *covered bonds* pour 60 Mds d'euros, tout du moins en ce qui concerne ses opérations sur les titres français et allemands dont les *spreads* ont considérablement baissé [1] depuis le début des achats.

Mais les banques centrales peuvent aussi réaliser des pertes : certains des ABS détenus par la Fed sont de très mauvaise qualité, de même qu'il est envisageable qu'il y ait des défauts sur certaines dettes publiques, ou du moins des restructurations, réduisant la valeur actuarielle. Regardons, à titre d'hypothèse, la situation d'une banque centrale qui fait des pertes en capital sur les actifs qu'elle a achetés en créant de la monnaie.

[1] Chute des *spreads* de 70 points de base.

COMPARAISON

Base monétaire et valeur des actifs détenus



LES EFFETS DE LA « MONNAIE HÉLICOPTÈRE »

La base monétaire (billets et réserves des banques commerciales à la banque centrale) dépasse alors la valeur des actifs détenus (*cf. schéma*). C'est une situation exactement semblable à celle d'une banque centrale distribuant de la monnaie sans contrepartie, ce qu'on appelle « la monnaie par hélicoptère » : elle imprime des billets (sans acheter d'actifs) et les distribue (« en les jetant d'un hélicoptère ») aux agents économiques. On peut envisager trois conséquences, en supposant que la distribution est de grande taille :

- les agents économiques utilisent la monnaie distribuée pour acheter des biens et services. Si l'offre, domestique ou importée, est parfaitement élastique, il y a seulement hausse de la production et des importations. Sinon, il y a inflation. C'est ce que l'on observe par exemple en ce moment en Argentine avec une

inflation réelle (pas officielle) de plus de 20 % par an, correspondant à la hausse de 25 % sur un an de la base monétaire ;

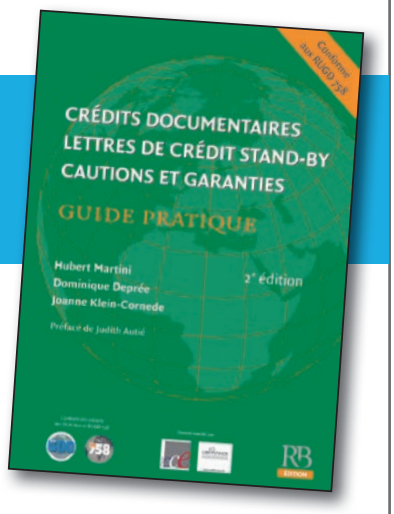
- les agents économiques utilisent la monnaie qu'ils reçoivent pour acheter des actifs (immobilier, actions, titres des émergents, matières premières...). Il y a alors forte hausse des prix de ces actifs. On sait qu'une interprétation possible de la hausse récente du prix de l'or (plus de 1 250 dollars par once contre 700 à la fin de 2008) est l'existence de ce comportement de « la monnaie par hélicoptère » ;
- les agents économiques gardent cette monnaie sous forme de réserves de *cash*. C'est essentiellement ce qui se passe aujourd'hui comme le montre la hausse des réserves des banques auprès des banques centrales (1 100 Mds de dollars aux États-Unis, 500 Mds d'euros dans la zone euro, 100 Mds de livres au Royaume-Uni).

QUELS RISQUES AUJOURD'HUI ?

Faut-il, comme beaucoup d'investisseurs, s'inquiéter ? Il ne faut peut-être pas exagérer l'inquiétude. Il est possible que ces achats « tournent bien » et que les banques centrales fassent finalement des gains en capital. Et si effectivement le prix des actifs achetés baisse, il y a alors distribution aux agents économiques de monnaie créée *ex nihilo*. Cette « monnaie par hélicoptère » tourne mal si l'offre de biens est inélastique, ce qui n'est sans doute pas le cas avec la faible utilisation des capacités (74 à 76 % contre 82 % en moyenne) et la possibilité d'importer depuis les pays émergents. Elle tourne également mal si elle cause des bulles sur les prix des actifs. Ce peut être aujourd'hui le cas pour l'or, mais pas pour les autres actifs tant que l'aversion pour le risque est forte. Les agents économiques conservent donc plutôt la monnaie en actifs monétaires, ce qu'on observe aujourd'hui. ■

RB LIBRAIRIE

Nouveauté



CRÉDITS DOCUMENTAIRES
LETTRES DE CRÉDIT STAND-BY
CAUTIONS ET GARANTIES
GUIDE PRATIQUE
2e édition

Hubert Martini, Dominique Deprée, Joanne Klein-Cornede

Face aux risques de non-paiement, les exportateurs ont tendance à recourir à toute la panoplie des sécurisations proposées par les banques et les assureurs-crédit et, en premier lieu, au crédit documentaire. Les acheteurs, quant à eux, requièrent la mise en place systématique de couvertures en leur faveur : clauses contractuelles plus sévères et garanties bancaires pour se prémunir contre les risques de défaillance de leurs fournisseurs.

Ce guide pratique est unique. Il propose une lecture simple des problématiques relatives à la pratique des crédits documentaires, cautions et garanties indépendantes dans leurs aspects juridiques, commerciaux et financiers et traite de manière exhaustive les deux volets de la sécurisation des contrats. Cette deuxième édition est totalement à jour des dernières révisions tant des règles et usances des crédits documentaires (RUU 600) que des garanties sur demande. La récente réforme des RUGD 758 (entrée en vigueur au 1er juillet 2010), qui devrait favoriser le développement d'un standard dans l'émission des garanties de marché, est traitée en avant-première sous forme de commentaires et d'analyse comparative avec les règles précédentes et une approche géographique inédite.

En référence aux RUU 600 qui sont opérationnelles depuis le 1er juillet 2007, l'ouvrage traite, en première partie, de la protection des intérêts de l'exportateur au travers des crédits documentaires et des lettres de crédit stand-by. Il en décrit les mécanismes, présente les différentes formes et analyse la position de chacun des acteurs sous l'angle des risques et des sécurités obtenues. Il aborde également les crédits documentaires et stand-by à l'import, les exportateurs étant souvent eux-mêmes confrontés à des problématiques d'achat international. La deuxième partie est consacrée à la sécurisation de l'acheteur par la mise en place de cautions et garanties de marché par l'exportateur. Après une présentation juridique, l'ouvrage développe les aspects pratiques : conseils aux exportateurs lors de la phase de négociation, puis de gestion. Il présente les différentes garanties et étudie les clauses à recommander ou à éviter. Il analyse le contexte de mise en jeu des garanties, détaille les recours offerts aux exportateurs et expose un panorama de la jurisprudence en la matière.

Commander cet ouvrage sur Internet :
revuebanquelibrairie.com