

EN BREF

Les banques centrales ont le monopole d'émission des billets et des réserves détenues par les banques. Elles peuvent créer autant de monnaie qu'elles le veulent, pour acheter une quantité théoriquement illimitée de titres ou éteindre toute dette. L'utilisation de cette formidable capacité d'action a évolué au long du ^{xx}e siècle, du fait des leçons tirées des crises et des périodes d'inflation élevée. Le consensus actuel, hérité des années 1980, a conduit à l'indépendance opérationnelle des banques centrales, qui s'occupent de la stabilisation de l'inflation à moyen terme et, pour la Réserve fédérale américaine, de la stabilisation de l'activité économique.

Sur le plan fiscal, la doctrine actuelle consiste à affirmer l'indépendance des banques centrales par rapport aux institutions politiques et au financement de la dette publique. Le but est d'éviter l'emploi de la taxe inflationniste ou de la rente de seigneurage comme outil fiscal. L'équilibre du budget de l'État doit revenir à la politique fiscale qui permet un débat démocratique sur l'impôt et des effets redistributifs maîtrisés. Cette doctrine provient aussi d'expériences extrêmes comme l'hyperinflation de l'Allemagne sous la République de Weimar, suite à une création monétaire massive destinée à payer les dépenses publiques.

Une telle doctrine, fruit des leçons du passé, a permis des succès certains, parmi lesquels une inflation faible depuis trente ans et une intervention des banques centrales pour soutenir les systèmes bancaires lors des crises. Mais cette conception de la politique monétaire n'est pas adaptée à un environnement financier libéralisé et instable. Elle est en partie responsable de la myopie des banques centrales face à l'accumulation des déséquilibres financiers avant la crise de 2007. Celles-ci se sont fiées aux marchés financiers pour évaluer les risques sans penser que ces marchés pouvaient engendrer des erreurs dans leur appréciation des risques

macroéconomiques. Par ailleurs, le mandat actuel des banques centrales limite leur capacité d'action. La Banque centrale européenne ne peut aujourd'hui afficher comme objectif en soi la stabilisation des marchés des titres de la dette publique, si cela n'a pas d'effet sur l'inflation.

Le mandat des banques centrales doit donc changer. Elles doivent non seulement maîtriser l'inflation, mais aussi être responsables de la stabilité financière au sens large. Leur rôle particulier dans la stabilité financière devra être de superviser la liquidité, en surveillant les risques systémiques qui entraînent le dysfonctionnement de marchés cruciaux pour le financement des banques et des entreprises. Cette responsabilité devra s'adapter à l'évolution de l'environnement réglementaire en cours de définition. Dans tous les cas, la capacité de création illimitée de monnaie restera toujours un aspect essentiel du rôle des banques centrales.

Cet opuscule décrit d'abord comment les banques centrales ont contribué à la constitution de la fragilité financière avant la crise apparue en 2007. Il présente ensuite leur action au cœur de la crise, avant d'en venir à la crise des dettes publiques en Europe. L'appréciation du rôle de la Banque centrale européenne sous l'angle de la stabilité financière permet de différencier le cas de la Grèce de celui de l'Italie. Des arguments solides peuvent être avancés pour justifier une intervention visant à diminuer les taux de financement publics italiens, afin de permettre la mise en place de mesures fiscales dans un environnement stabilisé.

Xavier Ragot est professeur associé à l'École d'économie de Paris et chercheur au CNRS. Il a été économiste senior à la Banque de France pendant trois ans. Ses recherches actuelles portent sur l'économie monétaire et la macroéconomie financière.

Introduction

Les banques centrales sont en principe les gardiennes silencieuses de la stabilité économique : stabilité des prix, stabilité du système de paiement et stabilité du système bancaire. Ces différentes fonctions sont apparues crise après crise. La pratique moderne des banques centrales est le fruit des leçons chèrement payées des crises bancaires du XIX^e siècle et du début du XX^e siècle. La Réserve fédérale américaine, la FED, a été créée en 1913 pour mettre fin à des crises bancaires cycliques. L'objectif actuel d'inflation faible visé par les banques centrales est une leçon des années 1970 pendant lesquelles l'inflation était forte et la croissance faible. Dans les années 1980, le coût en termes de chômage et de croissance de l'effort de diminution de l'inflation a fait prendre conscience des mérites d'une inflation stable et modérée. À n'en pas douter, la crise financière commencée en 2007 sera une nouvelle étape de la définition du rôle des banques centrales dans l'économie. Il est peu probable en effet que les démocraties acceptent une nouvelle fois de consacrer autant d'argent à sauver des acteurs financiers qui ont été à l'origine de la crise¹. La réglementation financière va changer, tout comme le rôle des banques centrales.

Avant la crise, la fonction des banques centrales pouvait paraître assez simple. Elles modifiaient leurs taux directeurs, c'est-à-dire les taux auxquels les banques se prêtent de l'argent entre elles, en fonction de l'inflation anticipée et de l'activité économique, suivant leur mandat. La crise a tout bouleversé. Les banques centrales ont mis en place, dans l'urgence, de nouveaux outils pour éviter la désagrégation du système financier. Elles ont dû gérer à la fois des crises bancaires, l'implosion de certains marchés essentiels au fonctionnement de l'économie, les difficultés de financement de la Grèce et de l'Irlande, les risques de récession et, évidemment, les

1. Voir J.-P. Trichet, *Wall Street Journal*, 26 décembre 2010.

risques de déflation ou d'augmentation de l'inflation. Reconnaissons que cela fait beaucoup pour une seule institution.

Aujourd'hui que le rôle des banques centrales, notamment leur détention des dettes publiques, est devenu plus visible, nombre d'économistes se demandent si leur mandat ne devrait pas évoluer. Ainsi, la Banque centrale européenne (BCE) est principalement la gardienne de la stabilité des prix, avec une inflation faible, proche de 2 % ; or son action durant la crise a eu une portée bien plus large, comme nous le verrons plus loin. Cependant, un rapport récent du Centre d'analyse économique¹ sur les banques centrales et la stabilité financière montre des divergences entre les économistes. Si certains continuent d'insister sur le rôle clé de la stabilité des prix dans le mandat des banques centrales, d'autres estiment qu'elles doivent peser sur la stabilisation macroéconomique et financière.

Les marchés financiers étant aujourd'hui instables, on ne peut écarter l'idée qu'ils développeront de nouveau les germes d'une crise future. Face à un tel risque, les banques centrales doivent désormais être en charge de la stabilité financière et de la stabilité globale de la liquidité dans l'économie. Même si de nouvelles institutions sont en cours de création afin d'assurer la stabilité financière et le financement des États, les banques centrales auront toujours un rôle décisif dans cette stabilité par leur capacité à créer de la monnaie et donc de la liquidité.

Ce constat se fonde sur trois observations :

- Les marchés financiers sont instables et leur liquidité peut brusquement disparaître, entraînant des effets réels profondément déstabilisants. La politique des banques centrales peut affecter, en positif ou en négatif, la stabilité financière. Par ailleurs, elles peuvent coordonner les anticipations pour éviter les crises de dettes autoréalisatrices.
- Les banques centrales peuvent créer de la liquidité de manière générale ou ciblée, vers certains marchés ou vers certaines institutions. En effet,

1. J.-P. Betbèze *et alii*, *Banque centrale et stabilité financière*.

la nature de la « liquidité manquante » n'est pas la même aux États-Unis et en Europe, par exemple. Les banques centrales ont su définir les outils adaptés pour cela.

- Les banques centrales auront toujours un rôle à jouer pour assurer le fonctionnement normal des marchés financiers, avant, pendant et après les crises. Il convient donc de faire évoluer leur mandat. Les coûts éventuels d'un tel changement sont inférieurs au gain qui en résultera : le renforcement de la compétence des banques centrales en matière de compréhension du fonctionnement des marchés financiers.

Quelle a été l'action récente des banques centrales ? Avant la crise de 2007, elles ont contribué à augmenter les déséquilibres produits par le système financier. Cette période est analysée dans la première partie de notre étude.

Le cœur de la crise financière a consisté en une implosion du secteur bancaire aux États-Unis et en Europe. Aux États-Unis, la liquidité produite par le secteur bancaire parallèle s'est évanouie ; en Europe, la liquidité échangée sur le marché interbancaire a disparu. Dans les deux cas, la réaction des banques centrales a été de fournir des liquidités en quantité presque illimitée. Nous décrivons ce moment de la crise dans une deuxième partie.

La troisième période de la crise est celle des dettes publiques en Europe. La BCE fournit très partiellement de la liquidité aux États pour leur donner le temps nécessaire à la mise en place d'une consolidation fiscale. Les montants sont probablement trop faibles. Un incident de paiement de la part de certains grands pays européens comme l'Italie aurait des conséquences très déstabilisatrices sur les marchés financiers. Il faut donc envisager la relation entre BCE et États sous l'angle de la stabilité financière et non directement sous celui de la contribution fiscale. Notre troisième partie étudie l'utilité d'un financement de certains États européens et les risques associés.

Dans une quatrième partie, nous montrons la nécessité de faire évoluer le mandat des banques centrales pour qu'elles assument leur rôle clé dans

la stabilité financière. Ce rôle est à penser au sein d'une nouvelle architecture financière où de nouvelles institutions seraient aussi en charge de la stabilité des marchés financiers. Dans tous les cas, les banques centrales demeurent les institutions qui ont le monopole de la création de billets de réserve, donc de la liquidité. Ce qui leur donnera toujours un rôle décisif en matière de stabilité financière.