



“Les banques centrales dans la crise financière”

**Christian Noyer,
Gouverneur de la Banque de France**

Paris Europlace - Paris, 3 Juillet 2009

Mesdames et Messieurs,

C'est pour moi un grand plaisir de m'exprimer devant un auditoire d'une telle qualité.

Dès le début, les banques centrales ont été des acteurs majeurs de la lutte contre la crise financière. Dans l'ensemble, leur action a suscité une large approbation. Dans le futur proche, toutefois, le pilotage de l'économie dans un environnement de forte incertitude constituera une mission particulièrement délicate. Il est donc opportun de réfléchir à l'orientation passée, présente et future de l'action des banques centrales. J'aimerais aujourd'hui aborder les trois questions suivantes : la politique monétaire est-elle responsable de la crise ? Comment évaluer les mesures prises jusqu'à présent par les banques centrales ? Et, enfin, dans quelle mesure la crise modifie-t-elle notre représentation de leur rôle à l'avenir ?

La politique monétaire est-elle responsable de la crise ?

Les partisans de cette thèse tiennent habituellement le discours suivant : À la suite de l'éclatement de la bulle des valeurs boursières en 2000, les taux d'intérêts ont été maintenus trop longtemps à des niveaux trop bas. Cette situation a incité les investisseurs à prendre des risques excessifs et leur en a donné la possibilité. L'incitation à la prise de risques résultait du bas niveau des taux d'intérêt, la « course au rendement » ne pouvant être satisfaite qu'en réalisant des arbitrages en faveur d'actifs plus risqués et en accroissant le levier d'endettement. La possibilité de prendre des risques a été offerte par une liquidité abondante et un financement bon marché.

On reproche également à la politique monétaire d'avoir une réaction asymétrique aux évolutions des prix d'actifs. Les banques centrales ne cherchaient pas à s'opposer à la formation de bulles, mais seraient prêtes à remédier à leurs conséquences après leur éclatement. Les investisseurs ont donc été incités à penser que les politiques monétaires voleraient toujours à leur secours en cas de difficulté. La perception par les investisseurs de l'existence d'une telle « garantie implicite » au niveau macroéconomique ne pouvait qu'amener à des prises de risques excessives.

Ces arguments ne me paraissent pas totalement convaincants, pour trois raisons :

- Premièrement, dans la mesure où la crise a été déclenchée par des déséquilibres macroéconomiques, ses causes me semblent être plus du côté de l'économie réelle que de l'économie monétaire. En particulier, le bas niveau des taux d'intérêt nominaux entre 2002 et 2005 reflétait davantage la faiblesse des taux d'intérêts réels que des politiques monétaires permissives. En effet, quand les taux directeurs ont été progressivement relevés en 2004 et 2005, les taux à long terme n'ont pas suivi et la courbe des rendements s'est aplatie contre toute attente, créant le fameux « *conundrum* ». L'abondance d'épargne dans le monde, en particulier dans les économies émergentes, a empêché les taux réels d'augmenter, ce qui a entraîné des exportations de capitaux vers les Etats-Unis (et les déficits courants qui vont de pair) et exercé des pressions au plan mondial sur la partie à long terme de la courbe des rendements.
- Deuxièmement, la bulle tient en partie à des facteurs plus « structurels » tels que l'asymétrie des évolutions financières entre les économies émergentes et développées. Selon l'analyse de Caballero, entre autres, le monde souffre d'une « pénurie d'actifs ». L'offre d'instruments financiers sûrs et liquides est insuffisante pour satisfaire la demande, et cette offre est répartie de manière asymétrique dans le monde. Comme les Etats-Unis constituent le premier fournisseur d'actifs liquides et sûrs, ils attirent des entrées de capitaux, processus qui accroît les déséquilibres mondiaux. La demande excédentaire de ces actifs pousse leurs prix à la hausse, faisant apparaître des bulles financières. Le développement du secteur financier des pays en situation d'excédent pourrait largement contribuer à résoudre ce problème en réduisant cette pénurie d'actifs, et donc la probabilité d'apparition de futures bulles.
- Troisièmement, on ne peut nier que les faiblesses et les échecs des marchés financiers ont joué un rôle majeur dans l'apparition de la crise. Au cours des dix dernières années, l'innovation financière a été organisée pour « transformer » des instruments illiquides et risqués en actifs (en apparence) sûrs et liquides. Ce processus non soutenable s'est brutalement interrompu avec l'éclatement de la bulle du crédit. Au cours de cette période, les agences de notation, les règles comptables, les entités non-réglées et hors bilan ainsi que les très grandes insuffisances en matière de gestion des risques ont toutes contribué, volontairement ou involontairement, à fragiliser nos systèmes financiers. Ces faiblesses sont à l'origine de la crise. Si l'on y avait remédié à temps, la plupart des problèmes auxquels nous faisons face actuellement auraient pu être évités. La création d'un nouveau régime de fonds propres réglementaires et le renforcement de nos dispositifs de surveillance figurent au premier plan des efforts déployés au plan national et, pour l'Union Européenne, au plan européen. Ces efforts sont étroitement coordonnés au niveau mondial par le processus du G20 et le Conseil de stabilité financière nouvellement créé.

La réaction des banques centrales à la crise

L'histoire nous a enseigné que, faute d'une intervention rapide et énergique, les crises bancaires dégèrent en dépressions profondes et durables. Ces leçons n'ont pas été oubliées par les autorités budgétaires et monétaires, et leur réaction, dans le monde entier, a, en effet, pris une ampleur sans précédent.

J'aimerais maintenant souligner trois caractéristiques des interventions des banques centrales.

- Premièrement, elles ont été rapides et décisives. En effet, on peut dater le début de la crise du 9 août 2007, quand l'Eurosystème a fourni au marché interbancaire un soutien exceptionnel à hauteur de 95 milliards d'euros de liquidités. Avec l'intensification de la crise, ces interventions se sont multipliées et ont évolué ; je reviendrai sur ce point un peu plus tard. La détérioration de l'économie réelle et l'atténuation des tensions inflationnistes qui a suivi ont ouvert la voie à un net assouplissement de l'orientation de la politique monétaire. Dans la zone euro, à l'issue de sept baisses successives des taux directeurs, le taux des opérations principales de refinancement est revenu de 4,25 % en octobre 2008 à 1 % à l'heure actuelle.
- Deuxièmement, ces interventions ont été caractérisées par leur flexibilité et leur caractère très innovant. Les banques centrales ont estimé qu'il était de leur mission d'éviter la paralysie de l'intermédiation financière et de préserver un fonctionnement efficace des mécanismes de transmission monétaire. Pour atteindre ces objectifs, elles ont considérablement développé et diversifié leurs outils et leurs instruments. Dans les pays où les marchés jouent un rôle important dans la distribution du crédit, elles ont créé un grand nombre de facilités nouvelles pour octroyer des financements et pour réduire les *spread* via l'acquisition de titres de créance privés et publics. Dans la zone euro, où le rôle des banques est prédominant, les interventions ont été conçues afin de garantir une alimentation du système par un flux de liquidités adéquat sans obstacles ni restrictions. Il est devenu banal de qualifier ces mesures de « non conventionnelles » et, en effet, elles le sont. Ce qui est important, toutefois, c'est qu'elles ne remplacent pas mais complètent les modifications « conventionnelles » des taux directeurs et peuvent être mises en œuvre en parallèle. Autrement dit, il n'est pas besoin d'attendre que les taux directeurs deviennent nuls (ou atteignent leur « niveau plancher ») pour introduire des innovations dans la conception et la mise en œuvre de la politique monétaire. Pour la zone euro, la modification la plus importante est intervenue en octobre 2008, lorsque le Conseil des gouverneurs a décidé l'allocation illimitée de liquidité aux banques au taux directeur. Bien qu'elle n'ait pas été présentée sous cet angle, à ce moment là, cette mesure apparemment technique a profondément transformé le cadre de la politique monétaire et a été l'amorce de l'adoption d'une approche non conventionnelle.
- Troisièmement, ces interventions se distinguent par une coopération et une convergence remarquables. La plus importante réduction coordonnée des taux d'intérêt jamais observée a eu lieu le 8 octobre 2008 avec la participation de sept des plus grandes banques centrales. Un maillage serré d'accords de *swap* bilatéraux a permis de répondre rapidement et efficacement aux pénuries de liquidités sur les marchés bancaires et financiers internationaux. Enfin, la crise ayant déclenché un ralentissement synchronisé de l'activité et de l'inflation à l'échelle mondiale, les taux directeurs ont convergé vers des niveaux comparables et peu élevés. Les disparités qui subsistent s'expliquent par de faibles différences en termes de perspectives économiques et de systèmes financiers. Les conditions monétaires sont presque identiques : l'écart entre les taux du Libor et de l'Euribor 3 mois et 6 mois ne dépasse pas 50 points de base.

Je crois fermement que ces trois caractéristiques (rapidité, innovation et coopération) ont permis aux banques centrales de jouer un rôle décisif pour contenir la crise et limiter son incidence.

La crise a-t-elle modifié notre perception du métier de banque centrale ?

La bulle du crédit a déjà représenté un coût élevé pour nos économies et le niveau de vie des citoyens. Tout doit être entrepris afin d'éviter la répétition de telles conséquences.

Toutefois, les bulles sont des phénomènes complexes, difficiles à déceler, à empêcher et à combattre. Pouvons-nous mieux faire à l'avenir et quelle peut-être la contribution des banques centrales ?

La crise a ravivé le débat ancien mais persistant sur l'attribution d'un objectif de la stabilité financière à politique monétaire en plus de son objectif principal de stabilité des prix. Les arguments sont bien connus, des deux côtés. Des idées nouvelles sont avancées concernant notamment l'incidence de la politique monétaire sur la transformation bancaire de créance à court terme en crédits à long terme et le levier d'endettement au sein du système financier. Il est souhaitable et sain que cette discussion ait lieu. Permettez-moi de vous confier ma propre réflexion à ce stade :

- L'objectif principal et prédominant de la politique monétaire doit demeurer le maintien de la stabilité des prix. Toute dilution de cette mission fondamentale nous ramènerait trente ans en arrière et serait fortement préjudiciable à notre niveau de vie et à notre prospérité à long terme.
- Sans préjudice de cet objectif principal, tous les mandats prévoient que les banques centrales s'intéressent à d'autres objectifs. Au vu de notre expérience de ces dix dernières années, il apparaît légitime d'accorder une plus grande priorité à la stabilité financière. Cela pourrait impliquer notamment que pour l'évaluation de l'environnement économique et financier, les banques centrales doivent adopter une vision à plus long terme et être plus attentives à l'apparition de déséquilibres financiers.
- Je ferai remarquer, au passage, que l'Eurosystème dispose des moyens nécessaires pour adopter cette perspective. Notre approche à deux piliers nous permet de suivre en permanence les évolutions des agrégats de monnaie et de crédit, qui sont indispensables pour détecter les risques à long terme pesant sur la stabilité des prix aussi bien que les menaces qui pourraient affecter la stabilité financière.
- Mais il faut faire davantage. Il est aujourd'hui largement admis qu'une approche « macroprudentielle » doit être appliquée à la mise en œuvre de la surveillance financière. Cela suppose d'examiner à la fois les conséquences à l'échelle du système de nos décisions prudentielles et leur incidence sur les déséquilibres financiers et sur l'économie réelle.
- Les banques centrales ont un rôle majeur à jouer dans ce processus pour quatre raisons : (1) elles ont une incitation à agir, le bon fonctionnement des marchés financiers étant essentiel au mécanisme de transmission de la politique monétaire ; (2) disposant des moyens pour opérer en permanence un suivi des marchés financiers et des cycles économiques, elles pourraient disposer d'un avantage en termes d'information pour l'analyse de leurs interactions ; (3) le fait qu'elles sont indépendantes leur permet de formuler des évaluations de risques impartiales et sincères ; (4) et, enfin, en raison de leur proximité avec le système bancaire, elles ont une connaissance très approfondie des évolutions financières. En effet, un des enseignements principaux de la crise pourrait être que les pays dans lesquels les banques centrales sont responsables de la surveillance bancaire ont profité de leur capacité à réagir rapidement et de manière flexible aux situations d'urgence.

À l'évidence, pour garantir le succès de la surveillance macroprudentielle, tous les acteurs impliqués (autorités de contrôle, banques centrales, Trésor public et autorités budgétaires) devront travailler en étroite collaboration. Dans le cadre des programmes qui ont été lancés ou décidés, on remarque que c'est aux banques centrales qu'a été dévolue la fonction de surveillance du risque systémique.

Permettez-moi maintenant de conclure. Toutes les grandes crises financières de l'histoire ont conduit à réexaminer et à redéfinir le rôle des banques centrales. La crise actuelle ne fera pas exception. Le métier de banque centrale ne sera plus le même à l'issue de la crise. Il importe toutefois que les modifications à venir n'aient pas d'incidence sur la capacité des banques centrales à atteindre leur objectif principal. Le maintien de la stabilité des prix n'est peut-être pas une condition suffisante pour la stabilité financière. Mais il en est certainement une condition nécessaire. Les banques centrales doivent enrichir leur rôle et développer leurs missions au profit du bien être général et de la prospérité. Dans le cadre de ce processus, elles demeureront les gardiennes de l'intégrité et de la stabilité de la monnaie, qui est une pierre angulaire du contrat social dans nos sociétés démocratiques.

Je vous remercie de votre attention.