

ACTION DU PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT : QU'AVONS-NOUS APPRIS LORS DE CETTE CRISE ?

ESTHER JEFFERS *

L'ampleur et le rythme des interventions pour prévenir la faillite d'institutions financières dans la crise actuelle sont sans précédent dans l'histoire. Au cœur de ces actions se retrouve la notion du prêteur en dernier ressort (PDR), concept fort ancien dans la théorie économique classique. Face à la menace imminente d'un effondrement systémique, les autorités sont intervenues de façon massive et parfois précipitée. On peut se demander dans quelle mesure ces interventions respectaient les principes dictés par la théorie et, au contraire, dans quelle mesure elles s'en sont écartées. L'objet de cet article est donc de rappeler la doctrine du PDR et son évolution, d'examiner la crise actuelle du point de vue du PDR, de faire le point sur la gestion de cette crise par le PDR et d'en tirer les leçons provisoires.

241

LE PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT : UN DÉTOUR THÉORIQUE

En période de crise, c'est auprès de la banque centrale que les banques peuvent se tourner pour obtenir de la liquidité, c'est sa fonction de PDR. La banque centrale fournit alors une sorte d'assurance contre le risque de système. C'est à Thornton (1802) et à Bagehot (1873)

* Université Paris VIII et LED (Laboratoire d'économie dionysien - université Paris VIII).

Cet article s'inspire d'une présentation effectuée par l'auteur à la « Journée d'étude sur la crise bancaire et financière » du 8 décembre 2008 organisée par le LED et le Centre d'économie de Paris-Nord (CEPN).

que l'on doit la doctrine classique du PDR. Elle énonce ainsi les principes qui doivent guider l'action du PDR (Humphrey, 1989 ; Freixas et *al.*, 2000) :

- il ne doit prêter qu'aux banques solvables ;
- il doit le faire contre des actifs financiers de qualité ;
- il doit le faire à un taux d'intérêt pénalisant ;
- il doit annoncer à l'avance sa volonté de prêter, afin d'ôter toute incertitude ;
- toutes les banques illiquides doivent avoir accès au crédit ;
- sa responsabilité est à l'égard du système financier dans son ensemble et non vis-à-vis d'institutions financières individuelles.

Ces principes continuent à servir de modèle pour la politique des banques centrales bien que, depuis, ils aient été enrichis de nombreuses précisions et que le concept ait connu d'importantes évolutions. Ainsi Solow (1982) précise que si la banque centrale doit assurer la stabilité du système financier, il serait préférable qu'elle n'exclut pas les banques insolvables. En situation de crise, la ligne de séparation entre banques solvables et celles illiquides est très difficile à tracer. Pour Goodhart (1985 et 2008) la distinction entre illiquidité et insolvabilité est un mythe. Lorsque la banque centrale vient au secours immédiat d'une banque en raison de son illiquidité, elle ne sait pas exactement dans quelle mesure elle est solvable. Quant aux banques défailtantes, elles sont plus souvent sauvées que liquidées (Hoffman et Santomero, 1998).

Ainsi, la banque centrale, en tant que PDR, doit assurer la stabilité du système financier. On entend par stabilité du système financier celle du système bancaire, des marchés financiers et celle du système de paiement. La banque centrale doit prendre des mesures préventives contre le risque systémique ; et si celles-ci se révèlent insuffisantes, elle doit prendre des mesures qui permettent d'empêcher qu'il ne se réalise. Il s'agit donc d'une forme d'assurance collective contre le risque de système quand celui-ci n'a pu être contenu en amont. En cas de crise, la banque centrale doit s'assurer avant tout que la liquidité est disponible ou la restaurer le plus rapidement possible afin de stabiliser le système financier.

Le marché interbancaire étant le marché sur lequel les banques se refinancent, il est donc important que la banque centrale assure en premier lieu sa liquidité. La liquidité sur le marché interbancaire peut s'assécher et les banques peuvent refuser de prêter l'une à l'autre. Cela peut survenir soit par peur de ne pas pouvoir emprunter sur le marché interbancaire pour ses propres besoins, soit en raison d'une incertitude stratégique : l'incertitude sur le comportement des autres prêteurs ou déposants et, par conséquent, une éventuelle contagion dans le système interbancaire (Freixas et *al.*, 2000).

Mais si la banque centrale doit s'engager à éviter le risque systémique et à fournir des liquidités pour éviter le risque de contagion et faire clairement connaître sa politique avant que la crise ne survienne, comment alors éviter l'aléa moral ? Comment éviter la prise de risques sachant qu'il y a un filet de sécurité pour la banque, dès lors que le PDR viendra à son secours ? Ou selon la question de Minsky (1985), comment éviter de donner un chèque en blanc ?

La réponse apportée est l'introduction de l'incertitude (Corrigan, 1990 ; Giannini, 1999). Si les banques ne sont pas sûres à l'avance d'être secourues, elles seront contraintes d'agir plus prudemment. Ainsi apparaît la notion « d'ambiguïté constructive » qui sera mise en pratique contrairement à la doctrine classique qui recommandait que la volonté de prêter sans limites soit annoncée préalablement au marché. Par contre, trop « d'ambiguïté constructive » peut empêcher de résoudre la crise.

En même temps, comme la perte de confiance peut engendrer des ruées bancaires et que le phénomène n'affecte pas que des banques insolubles, il convient de mettre en place une assurance pour garantir les dépôts, prévenir la panique et empêcher l'effondrement de tout le système bancaire et financier. D'où la mise en place aux États-Unis, en 1934, de la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) qui fournit une assurance des dépôts garantissant au déposant un remboursement à hauteur de 100 000 dollars si la banque ne peut pas tenir ses engagements (ce montant fut relevé en octobre 2008 à 250 000 dollars, et ce, jusqu'à fin 2009). Dans l'Union européenne, la garantie des dépôts met en œuvre un système d'assurance avec un plafond d'indemnisation qui varie d'un pays à l'autre.

LA CRISE ACTUELLE DU POINT DE VUE DU PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT

Il ne s'agit pas ici de revenir sur les causes de la crise, mais de rappeler succinctement quelques éléments relatifs à la contagion qui saisit l'ensemble des marchés. Dès mars 2007, la baisse persistante de la valeur de marché de certains titres ainsi que la chute de la valeur des actifs consécutifs aux défauts observés sur les prêts hypothécaires *subprimes* ont provoqué un mouvement de panique chez les investisseurs institutionnels qui ont vendu leurs parts, ce qui a précipité davantage la baisse. En même temps, des difficultés sont parues dans le renouvellement des facilités de financement à court terme dont dépendent les fonds divers qui constituent le système bancaire parallèle. Les banques, soumises à la réglementation prudentielle, avaient trouvé des partenaires dans ce système bancaire parallèle, non contrôlé, non soumis à la

réglementation, composé de *hedge funds*, de véhicules spécialisés et d'autres structures qui avaient tous emprunté aux banques pour acheter un volume croissant de titres. Dans ce contexte, quelques événements illustrent la méfiance qui commence à s'installer sur l'ensemble des marchés : en juillet 2007, deux *hedge funds* gérés par Bear Stearns s'effondrent, le 2 août c'est au tour de la banque allemande IKB d'être au bord de la faillite et le 9 août, c'est BNP Paribas qui annonce la suspension de cotation de trois de ses fonds.

Ces événements ont induit des tensions extrêmes sur le marché interbancaire. Le climat de défiance où les banques ne trouvent pas de financement pour les véhicules d'investissement susceptibles de détenir des titres structurés se mue en crise de confiance généralisée entre les acteurs sur les marchés financiers. De nombreux segments du marché du crédit structuré et hypothécaire ont cessé toute transaction, rendant très difficile toute évaluation de l'encours des positions. Les prêts interbancaires se raréfient, on assiste à ce qui est qualifié de *liquidity hoarding* (accumulation de liquidités). En septembre 2007, la crise paraît bien plus globale et plus aiguë, surtout quand la banque Northern Rock demande le soutien des autorités anglaises.

En cas de problème de liquidités, que peut faire le PDR ? Il peut injecter des liquidités pour limiter les effets de liquidation des actifs et limiter la crise. Pour cela, il dispose de plusieurs moyens dont on peut discuter les avantages et les inconvénients :

- le premier consiste à intervenir directement sur le marché des actifs touchés par la crise et à acheter des actifs dont le prix baisse jusqu'à stabilisation. La difficulté est de trouver un prix. S'il est trop élevé, cela reviendrait à récompenser avec l'argent du contribuable des comportements risqués, mais s'il est trop bas, les banques risquent de faire faillite ;

- la banque centrale peut aussi intervenir pour accroître les liquidités grâce aux opérations d'*open market* sur le marché monétaire avec la prise en pension de titres, mais cette fois c'est le problème de la qualité des titres qui est posé ;

- troisième moyen dont dispose le PDR, c'est d'octroyer directement des facilités d'urgence aux banques en difficulté. Celles-ci conservent leurs actifs, puis remboursent le PDR quand les prix se normalisent ;

- autre possibilité : la recapitalisation, c'est-à-dire l'injection de fonds dans le capital de la banque en échange de titres. Se pose la question de la qualité de ces titres, s'agit-il de titres hybrides sans droit de vote ou d'actions ordinaires ; et la proportion acquise, est-elle partielle, majoritaire ou totale ?

Quels que soient les moyens utilisés, même si les liquidités sont injectées sur le marché, il n'y a aucune garantie que les banques qui en

ont besoin puissent y accéder. La réussite de ces actions par le PDR suppose que les banques ne cachent pas leurs difficultés par peur de perdre leur crédibilité et que le marché n'interprète pas tout recours à la facilité de refinancement comme un signe de faiblesse. Car, d'une part, la méfiance est très contagieuse, le marché interbancaire s'assèche quand la confiance disparaît. D'autre part, dans une économie de défiance généralisée, la peur d'être stigmatisée et de devoir faire face à des difficultés accrues peut empêcher certaines banques de recourir à l'aide d'urgence. Ainsi, au Royaume-Uni, le gouverneur de la Bank of England aurait préféré fournir les aides d'urgence à Northern Rock en secret. Reste à savoir si cela est possible ou même souhaitable.

LA GESTION DE LA CRISE

Les réactions des banques centrales ont différé par leur style, par leur ampleur et par leur *timing*. Au début de la crise, la Federal Reserve et la Banque centrale européenne (BCE) ont pris des décisions divergentes en ce qui concerne les taux d'intérêt. Au total, la Federal Reserve est intervenue une dizaine de fois et a ramené le taux directeur de 5,25 % à près de 0 %. La BCE a résisté au départ, puis a dû se résigner à réduire successivement son taux jusqu'à 1 % en mai 2009. La Bank of England a abaissé son taux jusqu'à 0,5 %, le taux le plus bas depuis sa création en 1694.

245

La gamme d'instruments utilisés est assez large : outre la baisse des taux et l'allongement de la durée des prêts accordés, les banques centrales ont accepté des créances douteuses comme garantie et ont injecté du capital en échange de titres hybrides.

Le fait le plus marquant est sans doute l'extension du rôle de PDR à des institutions dont il n'avait même pas la supervision. Ainsi, la Federal Reserve est intervenue dans le cas de plusieurs institutions financières qui ne dépendaient pas d'elle. Ce sauvetage s'est aussi fait au coup par coup et sans qu'une cohérence globale puisse être trouvée. En mars 2008, la Federal Reserve a refusé d'intervenir directement pour sauver Bear Stearns, mais elle a organisé le sauvetage de la banque d'investissement en subventionnant son rachat par JP Morgan Chase. Le 9 septembre 2008, elle a procédé à la nationalisation de Fannie Mae et Freddie Mac. Par contre et cela a constitué un tournant important dans l'approfondissement de la crise, Lehman Brothers connaît une faillite retentissante six jours plus tard. « *In wild periods of alarm, one failure makes many...* », disait Walter Bagehot. Le lendemain, contrairement à Lehman, AIG est secouru (150 Md\$ en échange d'une prise de participation de l'État à hauteur de 79,9 %),

Merrill Lynch est repris par Bank of America et Citigroup est abondamment aidé.

Le manque de cohérence ne concerne pas seulement les institutions qu'il convient de sauver ou pas, mais aussi les plans successifs de sauvetage et les changements successifs de stratégie oscillant entre le rachat des actifs toxiques et la recapitalisation des banques. L'existence de plusieurs autorités et le fait que les institutions en détresse évoluent sous des autorités différentes posent la question des responsabilités respectives et de la cohérence des actions entreprises ainsi que leur coordination. Aux États-Unis, pas moins de quatre agences sont intervenues (la Federal Reserve, le Trésor, la FDIC et l'Office of Comptroller of Currency) auquel il faut rajouter la SEC (Securities and Exchange Commission), responsable, du moins théoriquement, des banques d'investissement. Dans la zone euro, le traité de Maastricht a créé la BCE et lui a confié la responsabilité de la politique monétaire ainsi que celle d'assurer le fonctionnement du système de paiement. Mais ni le traité de Maastricht, ni les statuts de la BCE ne lui donnent explicitement mandat pour venir au secours des institutions financières en difficulté et leur fournir des liquidités d'urgence. Ce sont les banques centrales nationales qui possèdent les informations nécessaires pour agir en tant que PDR pour les banques qui sont sous leur supervision. Or, la définition et la conduite de la politique monétaire leur échappent. Elles utilisent des instruments dans les conditions fixées par la BCE. Les compétences et les périmètres d'intervention en matière de PDR qui relèvent des autorités nationales et celles qui sont supranationales nécessitent d'être plus clairement définis.

Au Royaume-Uni, les responsabilités de la Bank of England sont clairement établies en ce qui concerne la stabilité monétaire dans le Bank of England Act de 1998. Toutefois, il n'y a pas de référence à la stabilité financière. La responsabilité pour la stabilité financière est partagée par des autorités tripartites que sont la Bank of England, le Treasury et la Financial Services Authority (FSA). L'une des leçons tirée par le gouvernement britannique est la nécessité de finaliser sur le plan législatif le rôle de la Bank of England dans la stabilité financière. La multiplicité des acteurs semble favoriser la dilution de la responsabilité de chacun d'entre eux.

QUELLES CONCLUSIONS POUVONS-NOUS EN DÉDUIRE ?

La conception de ce que doit être l'intervention du PDR et les conditions dans lesquelles elle doit se dérouler ont largement évolué depuis Henry Thornton et Walter Bagehot. Il convient bien entendu de les replacer dans le contexte juridique, économique et institutionnel

de leur époque pour apprécier leur ampleur. Ces évolutions reflètent les changements dans les structures économiques, financières et institutionnelles, mais aussi la montée spectaculaire des risques dans un monde globalisé et financiarisé. L'action du PDR, ses missions et ses interventions doivent être revues à l'aune de ce nouveau contexte. À la lumière de la crise actuelle, trois champs d'analyse illustrent l'écart entre l'intervention du PDR aujourd'hui et les recommandations de la conception classique.

1- *En ce qui concerne la doctrine même du PDR.* L'action du PDR, loin de se limiter aux banques illiquides mais solvables comme le recommandait la doctrine classique, s'est étendue à toutes les banques, y compris celles insolubles, ainsi qu'à des institutions financières non bancaires qui ne sont pas sous la surveillance du PDR. Le filet de sécurité s'est élargi et l'aléa moral s'est approfondi. Cela est d'autant plus grave que les structures établies par et autour des banques sont complexes et opaques. La distinction entre banques et non-banques s'est considérablement réduite, ces dernières jouant un rôle de plus en plus important. Or, le *shadow banking*, véritable système bancaire parallèle, est composé d'investisseurs qui ne sont pas soumis aux mêmes obligations prudentielles que les banques, ni aux mêmes obligations de transparence et n'ont pas les mêmes capacités pour supporter les risques. Le PDR n'est supposé prêter que contre des titres de qualité. Or, nous avons vu les banques centrales accepter des titres de qualité plus qu'incertaine, des actifs « toxiques », ce qui a amené la revue *The Economist* du 14 juin 2008 à qualifier la BCE de *litterbin of last resort* (poubelle en dernier ressort), la réduction des risques pour les banques se traduisant par la détérioration du bilan de la banque centrale. C'est la banque centrale et les contribuables et non les banques elles-mêmes qui sont pénalisés.

2- *En ce qui concerne les conditions d'intervention du PDR.* La crise actuelle a démontré qu'un risque né sur un segment comme le *subprime* peut se propager très vite à l'ensemble des marchés. L'interconnexion des investisseurs et l'interdépendance des risques sont tellement grandes que la menace de risque systémique existe, dès que les doutes apparaissent sur une institution et se propagent aux autres. La globalisation financière donne d'emblée une dimension globale et systémique à une crise sectorielle au départ. Au concept de *too big to fail* semble se rajouter aujourd'hui le concept de *too interconnected to be allowed to fail*. Les banques centrales doivent assurer la stabilité financière et prévenir le risque systémique, alors qu'elles n'ont pas les moyens ou l'autorité directe pour le faire. Une grande partie des risques trouve son origine sur les marchés de gré à gré et les banques centrales n'ont le pouvoir de surveiller ni ces marchés, ni les acteurs sur ces marchés.

Enfin, face à une crise globale et systémique qui se déroule à l'échelle mondiale, des réponses à l'échelle nationale sont-elles suffisantes ?

3- *En ce qui concerne les pistes pour l'avenir.* Historiquement, le concept « d'ambiguïté » *ex ante* pour éviter l'aléa moral a succédé à la « classique » annonce publique à l'avance de la politique de la banque centrale afin d'ôter toute incertitude. Aujourd'hui, on semble évoluer vers « l'ambiguïté » *ex post* avec l'idée de prêter en gardant anonyme l'identité de la banque secourue pour éviter la spirale de la défiance (cas de Northern Rock). Une telle évolution renverserait la situation antérieure et augmenterait qualitativement l'aléa moral en accordant *ex ante* une quasi-certitude d'être secouru et une ambiguïté *ex post* sur l'identité des secourus. On peut aussi considérer que la multiplicité des acteurs brouille les responsabilités respectives et nuit à l'efficacité des interventions du PDR. Or, dans plusieurs pays, États-Unis, Royaume-Uni et autres, plusieurs acteurs sont intervenus activement sans qu'on puisse démêler les rôles exacts. Ce flou dilue les responsabilités des intervenants. Dans la zone euro, qui est le PDR ? La BCE ou les banques centrales nationales ? Si c'est la BCE, alors la question de son statut est discutable, car il ne pourrait être question d'indépendance de ses objectifs. Si ce sont les banques centrales nationales, existe alors une contradiction entre leur caractère national et le fait que la politique monétaire est unique et leur échappe. Le PDR doit-il être national ou paneuropéen et comment concilier cela avec l'appartenance de certains pays à l'Union européenne mais pas à la zone euro ? La manière dont les banques centrales sont intervenues en tant que PDR ne peut qu'encourager le risque systémique futur. L'auteur de la phrase suivante : « Ce qui serait perçu comme une extension implicite du filet de sécurité pourrait exacerber le problème « du trop grand pour faillir », en encourageant finalement des prises de risques supplémentaires, ce qui accentuerait encore davantage le risque systémique futur », n'est autre que Ben Bernanke, président de la Federal Reserve, lors de la réunion des présidents de banques centrales à Jackson Hole, dans le Wyoming, en août 2008.

Tous ces éléments rendent aujourd'hui l'intervention du PDR inopérante et son coût exorbitant. La nécessité d'un PDR découle du rôle spécifique des banques dans l'économie et des externalités qui peuvent résulter en cas de défaillance de ces banques ou des mesures prises pour les prévenir. Les programmes de sauvetage mis en œuvre dans la crise actuelle sont là pour témoigner du coût de la fourniture de liquidité par les banques centrales et du coût social des interventions massives et sans précédent. Pour éviter l'augmentation de l'aléa moral et la prise en otage du PDR (en raison du *too big to fail* et du *too interconnected to be allowed to fail*), obligé d'intervenir pour empêcher

l'écroulement du système, il convient, au minimum, d'imposer des conditionnalités au secours apporté. Ces conditionnalités doivent porter avant tout sur l'utilisation des fonds. La régulation et la supervision des banques et des plans de sauvetage doivent être publiques et non laissées au marché en raison du caractère spécifique des banques et des externalités liées à leur sauvetage ou à leur faillite. Pour concilier ces impératifs et réduire les coûts, la meilleure solution est la nationalisation de ces systèmes bancaires. Une telle décision doit être prise rapidement, afin d'éviter la défiance dont font l'objet, tour à tour, les banques désignées comme potentiellement nationalisables. Cela pourrait aussi permettre que les solutions à la crise d'aujourd'hui ne créent pas les conditions d'une nouvelle crise dans les dix ou quinze prochaines années.

BIBLIOGRAPHIE

249

- BAGEHOT W. (1873), *Lombard Street : a Description of the Money Market*, London : Kegan Paul, réédité, London : John Murray, 1920.
- CORRIGAN E. G. (1990), « Statement before US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs », Washington DC.
- FREIXAS X. et al. (2000), « Lender of Last Resort : What Have We Learned since Bagehot ? », *Journal of Financial Services Research*, vol. 18, n° 1, pp. 63-84.
- FREIXAS X., PARIGI B. et ROCHET J.-C. (2000), « Systemic Risk, Inter-Bank Relations and Liquidity Provision by the Central Bank », *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 32, n° 2, pp. 611-638.
- GIANNINI C. (1999), « Enemy of None but a Common Friend of All ? An International Perspective on the Lender of Last Resort Function », Federal Reserve Bank of Chicago, *Proceedings*, mai, pp. 614-631.
- GOODHART C. (1985), « Bank Suspension and Convertibility », *Journal of Monetary Economics*, pp. 177-193.
- GOODHART C. (2008), « The Regulatory Response to the Financial Crisis », *Journal of Financial Stability*, vol. 4, pp. 351-358.
- HOFFMAN P. et SANTOMERO A. (1998), « Problem Bank Resolution : Evaluating the Options », The Wharton School, University of Pennsylvania, *Working Paper*, n° 98-05.
- HUMPHREY T. (1989), « Lender of Last Resort : the Concept in History », *Economic Review*, vol. 75, n° 2, mars-avril, pp. 8-16.
- MINSKY H. (1985), « Money and the Lender of Last Resort », *Challenge*, mars-avril, pp. 12-18.
- SOLOW R. (1982), « On the Lender of Last Resort », in *Financial Crises : Theory, History and Policy*, Kindleberger C. et Laffargue J.-P. (éd.), Cambridge : Cambridge University Press.
- THORNTON H. (1802), *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, édité et avec une introduction par Hayek F. A., London : George Allen and Unwin, 1939.

