

FAILLITES BANCAIRES ET POLITIQUE MONÉTAIRE

CHRISTIAN BORDES,

PROFESSEUR, UNIVERSITÉ DE BORDEAUX I, IARE

Entre les années 1930 et le début des années soixante-dix, le monde occidental a connu la *pax bancaria*. Les faillites bancaires ont été peu nombreuses et seules quelques petites crises sont venues troubler le calme généralisé. Au début des années 1970, on a assisté à une vague de faillites bancaires — attribuées au premier choc pétrolier ou à la mise en place de mesures de déréglementation du marché monétaire dans certains pays : Herstattbank en Allemagne ; banques San Diego, Franklin... aux Etats-Unis ; difficultés de petites banques au Royaume-Uni... Au début des années 1980, des crises bancaires graves se sont déclenchées : aux Etats-Unis, entre 1982 et 1985, il y a eu plus de 200 banques en difficulté (dont la Continental Illinois) ; en Belgique, l'Institut de Réescorpte et Garantie a dû recourir à sa réserve extraordinaire pour la Banque Capine et la Caisse Hypothécaire Westflamande ; en Italie survient la faillite de la plus grande banque privée, la Banco Ambrosiano... Dans la seconde partie des années quatre-vingt, le problème n'a fait que s'aggraver : aux Etats-Unis, il y a eu plus de 200 faillites bancaires par an entre 1987 et 1989 et 169 en 1990 et, sur le futur proche, l'on en prévoit plus de 150 chaque année (*Thomson, 1991*). Le problème posé concerne tous les pays. Si la situation du système bancaire US est particulièrement préoccupante, tous les systèmes bancaires nationaux se trouvent aujourd'hui fragilisés : un peu partout, la qualité des actifs des banques s'est détériorée et leur rentabilité est faible comme en témoignent leur déclasserment par les agences de « rating », la chute des cours des actions des banques et l'augmentation des primes de risque qu'elles doivent payer pour se procurer des fonds sur les marchés (*voir le Rapport du FMI sur les marchés internationaux des capitaux, 1991, pp. 10-11*).

Les faillites bancaires posent-elles un problème macro-économique qui est du ressort des autorités monétaires ? A ce stade, disons simplement que la question mérite aujourd'hui d'être posée. La thèse d'une réduction de la

marge de manœuvre des autorités monétaires dans des circonstances où le système bancaire est fragile est fréquemment évoquée en faisant référence à l'exemple actuel des Etats-Unis (Friedman, 1986, 1990 a, b, c ; Kaufman, 1986). Plus généralement, trois questions se posent : la politique monétaire est-elle concernée par les faillites bancaires ? Si oui, cela peut-il conduire les autorités à renoncer à certains de leurs objectifs, notamment à la lutte contre l'inflation ? Quels sont les instruments de politique monétaire qui sont affectés par le souci éventuel des autorités de venir en aide au système bancaire ?

Avant de répondre à ces questions, quelques précisions doivent être fournies. En ce qui concerne les faillites bancaires, deux situations doivent être distinguées. En premier lieu, dans des circonstances normales — i.e., où les autorités se contentent de lisser l'évolution des taux d'intérêt en réponse à des variations saisonnières ou cycliques de la demande de monnaie et de la demande de crédit — les faillites de banques individuelles, même accompagnées de ruées vers les guichets (*bank runs*), sont possibles : les clients des banques concernées tentent d'en retirer leurs dépôts ; mais les autres banques ne sont pas touchées ; bien au contraire, leur solidité ne soulevant pas d'inquiétude, les fonds retirés y sont redéposés. En second lieu, dans des circonstances « exceptionnelles », les faillites bancaires peuvent coïncider avec une panique bancaire : on assiste à des tentatives massives de conversion des dépôts bancaires en billets de la part du public ; le processus d'intermédiation est mis en danger ; un problème de dimension systémique est posé. En ce qui concerne la politique monétaire, la définition proposée par Lindsey et Wallich (1987) dans le *New Palgrave* est parfaitement adaptée à notre propos : la politique monétaire désigne l'ensemble « des mesures prises par les Banques centrales pour affecter les conditions monétaires et financières en vue d'atteindre les objectifs plus larges que sont une croissance soutenable de la production en volume, un niveau élevé de l'emploi, et la stabilité des prix » (p. 229). La distinction entre les objectifs et les instruments de politique monétaire sera privilégiée et servira à articuler la présentation.

La présentation est articulée de la façon suivante. Dans un premier temps, les coûts sociaux et les effets macro-économiques des faillites bancaires sont soulignés, ce qui conduit à l'examen des relations entre la politique monétaire et les faillites bancaires à la lumière de l'analyse macro-économique contemporaine (section 1). Dans un deuxième temps, la discussion est placée au niveau des objectifs de la politique monétaire : on s'interroge sur la place occupée par la stabilité du système bancaire dans la hiérarchie des objectifs des autorités et sur l'existence de conflits éventuels entre cet objectif et la recherche de la stabilité des prix (section 2). Dans un troisième temps, la question qui nous préoccupe est examinée au niveau des

instruments de la politique monétaire en se demandant quel est le meilleur moyen pour les autorités de venir en aide aux banques en difficulté (section 3). À chaque stade, le problème est abordé soit sous l'angle de la monnaie — en mettant l'accent sur le rôle joué par les banques dans l'offre de moyens de paiement et en insistant sur l'opposition entre la monnaie et les autres actifs —, soit sous l'angle du crédit — en soulignant le rôle joué par les banques dans le financement de l'économie et en insistant sur l'opposition entre le crédit et les autres moyens de financement. Ces deux optiques convergent sur l'idée que les autorités ne peuvent se comporter vis-à-vis des faillites bancaires comme elles le font vis-à-vis des faillites d'entreprises « ordinaires ». Mais, au-delà, leurs conclusions divergent tant sur les implications de cette attitude des autorités pour la stabilité des prix que sur les instruments les plus appropriés pour mener à bien leur action. Ces divergences constituent une nouvelle illustration de la querelle séculaire qui occupe les économistes depuis la controverse entre la *Currency School* — l'approche par la monnaie — et la *Banking School* — l'approche par le crédit.

FAILLITES BANCAIRES, MONNAIE ET CRÉDIT

Les coûts privés des faillites bancaires sont supportés par les propriétaires des banques concernées et par tous ceux qui y ont des intérêts financiers, à savoir les déposants — dans la mesure où ils ne sont pas couverts par le système de garantie des dépôts —, les détenteurs d'obligations émises par ces banques et leurs autres créanciers.

97

Coûts privés des faillites bancaires

Ces coûts sont, par nature, identiques à ceux associés à la faillite d'une firme ordinaire. [En Europe, à l'exception de l'Italie, les banques sont soumises au régime juridique général de la faillite. Il n'en va pas de même aux Etats-Unis (voir l'encadré 1).] En premier lieu, la faillite fait supporter des coûts directs. En effet, la procédure de redressement judiciaire — qu'elle débouche sur la réorganisation de la firme ou sur sa liquidation — est coûteuse : honoraires de l'administrateur provisoire ou du liquidateur désignés par le tribunal ; dépenses supportées par les créanciers pour faire valoir leurs droits. Ces dépenses sont supportées par les actionnaires et les créanciers de la firme — y compris les déposants pour la partie des dépôts qui n'est pas couverte par un régime de garantie — parce qu'au moment de la liquidation, ils se partagent la valeur des actifs amputée des frais de justice et des rémunérations versées à l'administrateur et au liquidateur. En second lieu, la faillite fait supporter des coûts indirects. Ceux-ci sont liés aux difficultés de fonctionnement de la banque, et plus généralement de la firme, en difficulté :

difficultés pour recruter et conserver le personnel ; temps consacré à la procédure judiciaire plutôt qu'à la gestion de la firme ; opportunités d'investissement et de vente qui ne peuvent être saisies ; difficultés pour trouver des moyens de financement... Les déposants restent exposés aux coûts indirects de la faillite bancaire même s'il existe un système de garantie des dépôts (*Gendreau et Prince, 1986*). En effet, ils sont à la fois créanciers et clients (des services) de la banque. En cas de faillite bancaire, ils doivent non seulement établir de nouvelles relations de clientèle avec une autre banque mais aussi récupérer le montant de leurs dépôts, ce qui peut prendre du temps.

Une première tradition libérale extrême insiste sur la stabilité d'un système de banques libres et remet même en question la nécessité de l'existence d'une Banque centrale. La tradition du *free banking* attribue les faillites et les paniques bancaires à la réglementation : l'origine des ruées aux guichets serait exogène au système bancaire et tiendrait à l'action des pouvoirs publics. Cette thèse énonce les deux propositions suivantes : (i) il n'y a aucune raison pour qu'il y ait des ruées dans un régime de *free banking* et s'il y en a, le système de *free banking* peut y faire face ; (ii) l'intervention de l'Etat déstabilise le système bancaire et accroît les dommages occasionnés par les *bank runs*. Dans ce cadre, la politique monétaire n'a même aucun rôle à jouer. Plus précisément, exprimée sommairement, cette thèse revient à dire qu'un équilibre concurrentiel est Pareto optimal et que l'existence d'un monopole dans l'émission de monnaie (centrale) éloigne de cette situation. La politique monétaire est alors un exercice de recherche d'un second best où il s'agit de déterminer la politique optimale parmi les différentes possibilités auxquelles on a choisi de se limiter volontairement ¹.

Le paradigme du cycle réel accepte la nécessité de l'existence d'une Banque centrale mais conteste le bien-fondé de sa préoccupation pour les faillites bancaires et remet en cause l'aide apportée par les autorités aux banques en difficulté. Les fluctuations sont expliquées au moyen d'un modèle de croissance concurrentiel stochastique, modifié pour prendre en compte l'offre de travail, où les variables financières ne jouent pas de rôle actif et s'ajustent passivement à l'évolution de l'activité. Sans nier l'intérêt de la contribution de cette approche à la théorie économique, il faut bien dire qu'elle a du mal à expliquer les récessions sévères de l'activité où l'effondrement des activités financières semble jouer un rôle majeur (*Gertler et Hubbard, 1988*). En outre, des chocs réels y sont à l'origine du cycle et des faillites bancaires (*voir par exemple Williamson, 1988*). Or, il est difficile de

¹ Pour une présentation du *free banking*, voir la réédition en 1990 de l'ouvrage classique de Smith publié en 1936. Pour une présentation de la version moderne du *free banking*, voir Dowd (1989) et Salin (1990).

Encadré 1**Aspects juridiques des faillites bancaires
en France et à l'étranger**

En Italie, la loi bancaire exempte les banques du droit commun de faillite et prévoit une procédure spéciale — la *liquidazione coatta amministrativa* — qui est une sorte de faillite imposée et maîtrisée par l'administration et où le pouvoir judiciaire est fortement marginalisé (Porzio, 1988). Il n'y a pas d'autres exemples de ce type dans les législations européennes. En France, la loi bancaire prévoit simplement la nomination éventuelle par la Commission bancaire d'un liquidateur aux établissements de crédit qui cessent d'être agréés (article 46). Les établissements en difficulté sont soumis au droit commun de la faillite. Quand une firme est en état de cessation de paiements, elle est mise en redressement judiciaire (loi du 25 janvier 1985). Celui-ci est institué en vue de permettre la sauvegarde de l'entreprise, le maintien de l'activité et de l'emploi et l'apurement du passif. Cette procédure débouche :

- (i) soit sur la voie d'un redressement judiciaire proprement dit, conduisant, moyennant l'élaboration du bilan économique et social et du projet de plan de redressement de l'entreprise à la continuation ou à la cession de celle-ci ;
- (ii) soit, à l'issue de la période d'observation ou même avant l'expiration de celle-ci, à la liquidation judiciaire de l'entreprise — dans le langage courant, on parle de faillite. Celle-ci est prononcée par le tribunal lorsqu'il n'existe pour l'entreprise aucune chance sérieuse de survie (par continuation ou cession). Elle consiste dans la réalisation de l'actif et l'apurement du passif et s'accompagne nécessairement du dessaisissement du débiteur ainsi que de la cessation d'activité (voir Cornu, 1987).

Aux Etats-Unis, jusqu'en 1934, les faillites bancaires étaient soumises au même traitement que les faillites « ordinaires » : la plupart des dépôts bancaires n'étaient pas assurés ; l'administration (généralement, l'*US Comptroller of the Currency*) nommait un liquidateur chargé de liquider les actifs de la banque ; les sommes ainsi obtenues servaient, dans l'ordre : (i) à rémunérer le « liquidateur » et à couvrir les frais ; (ii) à payer les déposants et les autres créanciers de la banque ; (iii) à payer les propriétaires de la banque. Les déposants, les créanciers et les propriétaires supportaient tous les coûts de la faillite. Depuis 1934, c'est l'organisme fédéral de garantie des dépôts — *Federal Deposit Insurance Corporation* — qui se charge de régler les faillites bancaires. Les dépôts qui bénéficient du régime de l'assurance-dépôt sont payés, en théorie, dans les limites du montant couvert par l'assurance (c'est-à-dire USD 100 000), mais en pratique, intégralement pour les dépôts dans les grandes banques dont l'effondrement éventuel ferait souffler un vent de panique sur le système bancaire. Les autres sont soumis au même régime qu'avant 1934. Les déposants non assurés supportent donc, comme avant 1934, les coûts de la faillite.

mettre en évidence les chocs de productivité qui, au cours de l'histoire, auraient pu être à l'origine de faillites bancaires.

Monnaie et coûts sociaux des faillites bancaires

Pour les monétaristes, la spécificité des banques tient à ce que les dépôts bancaires ont ceci de particulier que le public les utilise comme monnaie. L'accent est donc mis sur le marché de la monnaie. Les crises financières sont associées à des paniques bancaires (Cagan, 1965 ; Friedman et Schwartz, 1963). Celles-ci sont à l'origine d'une profonde contraction de l'offre de monnaie qui provoque à son tour un recul de l'activité. D'où la recommandation en faveur du rôle de prêteur en dernier ressort de la Banque centrale pour empêcher les paniques bancaires et l'instabilité monétaire. En revanche, les situations dans lesquelles la richesse diminue mais où l'offre de monnaie ne connaît pas de ralentissement profond ne sont pas considérées comme des crises financières nécessitant une intervention de la Banque centrale. Schwartz (1986) les nomme « pseudo-crisis financières ».

L'approche monétariste considère que les paniques bancaires amplifient l'amplitude des récessions. Elle met l'accent sur la forte contraction monétaire résultant de la volonté des déposants de convertir leurs dépôts en billets et de la volonté des banques d'augmenter leurs réserves. Quand les faillites bancaires se multiplient, le public s'efforce de ne pas en supporter les coûts et échange ses dépôts contre des billets. Le ratio billets/dépôts augmente. Le multiplicateur diminue et l'offre de monnaie baisse. Des retraits de dépôts encore plus importants sont anticipés et les banques souhaitent se protéger contre ce risque en détenant des réserves excédentaires plus fortes, ce qui accentue la contraction de l'offre de monnaie.

Cette thèse peut être illustrée au moyen des enchaînements observés aux Etats-Unis lors de la Grande Dépression². Entre la fin de 1930 et mars 1933, les Etats-Unis ont enregistré la plus forte contraction de l'offre de monnaie de leur histoire. Friedman et Schwartz dans leur *Histoire Monétaire des Etats-Unis* donnent de cet épisode la description suivante : « Au mois de novembre 1930, (...) une succession de faillites bancaires — notamment dans le Missouri, l'Indiana, l'Iowa, l'Arkansas et la Caroline du Nord — a conduit à des tentatives généralisées de conversion des dépôts à vue et à terme en billets, et, dans une moindre mesure, en dépôts d'épargne postale. La peur s'est répandue chez les déposants, à partir des zones agricoles qui avaient enregistré le plus fortement l'impact des faillites bancaires dans les années vingt. Les

² On pourra se reporter aussi à Gilbert et Wood (1986) pour une analyse comparative des aspects macro-économiques des faillites bancaires aux Etats-Unis et au Royaume-Uni fondée sur l'approche monétaire.

faillites de 256 banques — ayant 180 millions de dollars de dépôt — en novembre 1930 ont été suivies par les faillites de 532 autres — ayant plus de 370 millions de dépôt — en décembre, la plus dramatique étant la faillite le 11 décembre de la Bank of United States avec plus de 200 millions de dépôt. Cette faillite a eu une importance particulière. La Bank of United States était, sur la base du montant des dépôts, la plus grande banque commerciale à faire faillite dans l'histoire des Etats-Unis. En outre, bien qu'étant une banque privée, nombreux étaient ceux qui, en raison de son nom, la considéraient comme une banque officielle, de sorte que sa faillite est venue entamer plus fortement la confiance que s'il s'était agi d'une banque au nom moins distinctif.» (Friedman et Schwartz, 1963, pp. 308-311).

Au cours de cette période (octobre 1930 - janvier 1931), le ratio billets/dépôts a commencé à augmenter. Les réserves excédentaires ont plus que doublé entre novembre 1930 et janvier 1931. Aussi l'offre de monnaie a-t-elle profondément baissé en décembre 1930 et janvier 1931 au cours de la première panique bancaire. A ce stade, la nature de la contraction économique a changé. Les crises bancaires ont continué entre 1931 et 1933 — réduisant d'un tiers le nombre des banques — avec les conséquences prévues par l'approche monétaire : le ratio billets/dépôts a continué d'augmenter de même que les réserves excédentaires. Au mois de mars 1933, à la fin des crises bancaires, l'offre de monnaie, mesurée par M1, avait baissé de 25 % et cette contraction a coïncidé avec la plus forte récession de l'activité économique jamais enregistrée aux Etats-Unis. Et cela, malgré une augmentation de 20 % de la base monétaire. Au cours de cette période, la Réserve Fédérale est restée complètement passive et n'a pas joué son rôle de prêteur en dernier ressort. A l'époque, les autorités ne comprenaient pas l'impact négatif que les faillites bancaires pouvaient avoir sur l'offre de monnaie. Elles considéraient « *les faillites bancaires comme les conséquences regrettables d'une mauvaise gestion ou d'une mauvaise pratique des activités bancaires, ou comme la conséquence et non point la cause de l'effondrement financier et économique* ». (Friedman et Schwartz, 1963, *op. cit.*, p. 358).

Crédit et coûts sociaux des faillites bancaires

L'approche du crédit vient compléter l'analyse précédente en insistant sur un autre mécanisme par lequel les faillites et les paniques bancaires prennent une dimension macro-économique. L'accent est mis sur la spécificité des prêts bancaires, sur l'asymétrie de l'information entre les prêteurs et les emprunteurs et sur la structure financière (*voir, par exemple, Blinder et Stiglitz, 1983 ; Bernanke et Blinder, 1988, et, pour un bilan, Gerlier, 1988*). La spécificité des prêts bancaires vient de ce que les banques prêtent fréquemment à des agents économiques — ménages, petites et moyennes

entreprises — qui n'auraient pas la possibilité de trouver des moyens de financement sur les marchés financiers. En raison de l'asymétrie de l'information entre les prêteurs et les emprunteurs, ces derniers sont mieux informés que les prêteurs sur les projets d'investissement qu'ils veulent financer. D'où un phénomène de sélection adverse et un problème classique d'imperfection de l'information. Les banques, en se spécialisant dans les opérations de prêt, font baisser les coûts de transaction (coûts de collecte d'informations sur l'emprunteur ; coûts de surveillance de ses performances) : elles peuvent effectuer des opérations de prêt à moindre coût et à un taux d'intérêt inférieur à celui exigé par un investisseur privé ordinaire. Elles jouent donc un rôle essentiel sur les marchés financiers car elles sont bien équipées pour résoudre un grand nombre de problèmes de sélection adverse et de hasard moral inhérents au marché du crédit. Elles sont expertes en collecte d'informations sur les débiteurs et sont mieux à même de distinguer les mauvais des bons emprunteurs. Cet avantage est accentué par l'établissement de relations de clientèle à long terme. Enfin, les banques peuvent procéder à moindre coût à la surveillance des emprunteurs. Pour toutes ces raisons, la spécificité des prêts bancaires vient de ce qu'ils constituent le principal moyen de financement dans les situations où le volume d'informations nécessaires pour conclure la transaction entre prêteur et emprunteur est important (*Fama, 1985*). Or les situations de ce genre sont fréquentes, de sorte que l'offre de crédit des banques est un déterminant important de la dépense et de l'activité économique.

Une modification du comportement de la Banque centrale a bien sûr des effets sur les décisions des banques relatives à leur détention d'actifs. Mais, dans cette optique, il est surtout important de voir ce qui se passe quand les banques décident de réduire le montant de leurs prêts et de détenir des titres, toutes choses égales par ailleurs — i.e., pour un montant donné de leur bilan. Les taux d'intérêt des débiteurs augmentent et le volume du crédit distribué diminue. Les ménages et les entreprises qui dépendent des banques pour se financer réduisent le montant de leurs dépenses, l'activité économique recule. Ce ralentissement est associé à une baisse du taux d'intérêt puisque simultanément la demande d'encaisses de transaction baisse alors que la demande de titres augmente, ce qui fait baisser leur taux de rendement.

Dans ces conditions, en cas de courses aux guichets et de panique financière, les banques cherchent à tout prix à améliorer la liquidité et la sécurité de leur portefeuille. Elles réduisent autant que faire se peut leurs prêts pour détenir des titres sûrs et liquides. Cette forte demande de titres fait baisser leur taux de rendement à des niveaux sans précédent, ce qui donne l'impression trompeuse que les conditions financières sont devenues plus faciles. Mais les prix des actifs non liquides et risqués s'effondrent, il est

difficile de trouver du crédit — même pour les emprunteurs solvables — et la dépense baisse fortement. Dans ces conditions, l'une des caractéristiques des paniques financières est l'augmentation du spread entre les taux d'intérêt pour les emprunteurs à risque et les taux d'intérêt sur les actifs sans risque, notamment les bons du Trésor.

Au cours des paniques bancaires, les banques se trouvent dans l'impossibilité de jouer leur rôle d'intermédiaire financier. Les déposants, craignant pour la sécurité de leurs dépôts, les retirent du système bancaire, provoquant un ralentissement de l'activité, une contraction au multiple des prêts et des dépôts. Un problème d'asymétrie de l'information est à l'origine de la crise financière parce que les déposants se précipitent aussi bien vers les banques solvables que vers celles qui ne le sont pas pour retirer leurs dépôts car ils ne peuvent pas distinguer les unes des autres. En outre, la volonté des banques de se protéger contre des retraits possibles de dépôts les conduit à augmenter leurs réserves par rapport à leurs dépôts, ce qui amplifie la contraction des prêts et des dépôts. Les paniques bancaires réduisent les fonds dont disposent les banques pour accorder des prêts et le coût de l'intermédiation financière augmente, provoquant un recul de l'investissement et de l'activité économique.

Une panique bancaire a aussi pour caractéristique de réduire la liquidité. D'où une hausse des taux d'intérêt sur les marchés du crédit et une réduction de la richesse nette des firmes, qui peut amplifier les problèmes de sélection adverse et le ralentissement de l'activité. Tout comme l'approche centrée sur la réalisation de l'équilibre monétaire, l'approche en termes d'asymétrie de l'inflation admet que la multiplication des faillites bancaires est à l'origine d'une contraction de l'offre de monnaie associée à un recul de l'activité économique. Mais le modèle de l'offre de crédit suggère que les conséquences macro-économiques de la multiplication des faillites bancaires ne se limitent pas aux effets de la contraction de la masse monétaire sur l'activité économique et les taux d'intérêt. Il adopte une vision plus générale de la crise financière : le crédit bancaire diminue ; les effets sont transmis au marché des produits ; le degré d'intermédiation financière baisse ; les coûts de transaction et les coûts d'information augmentent ; le réseau du crédit s'effondre et le volume de la demande de produits diminue. Cette crise du crédit est un phénomène à part qui se surajoute à la crise bancaire proprement dite (*voir l'encadré 2 pour une comparaison simplifiée des deux approches*).

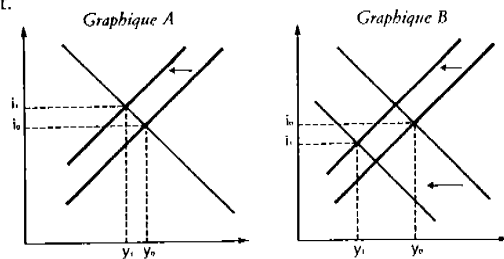
Il est intéressant de réexaminer les événements de la Grande Dépression à la lumière de l'approche du crédit. Bernanke (1983) présente une masse importante d'informations qui révèlent la profondeur de la crise du crédit au cours de la Grande Dépression et tendent à montrer que la diminution de l'offre de monnaie résultant des paniques bancaires n'a pas été la seule cause

de la dépression (*voir aussi Hamilton, 1987*). A la suite des crises bancaires des années trente, les prix à la production ont baissé de même que les prix des actifs réels (ceux-ci encore plus fortement). Cette déflation massive s'est produite après l'accomplissement des dettes dans les années vingt. La richesse nette des ménages et des entreprises endettés a chuté. Compte tenu de la situation des débiteurs, le processus déflationniste a augmenté le nombre de faillites, faisant baisser à son tour la richesse nette des créanciers et accélérant la crise de l'endettement. Sur de nombreux actifs, la prime de

Encadré 2

Aspects macro-économiques des faillites bancaires : modèle de l'offre de monnaie/modèle de l'offre de crédit

Le modèle IS-LM est un moyen commode d'illustrer les principales différences entre les analyses des conséquences macro-économiques des paniques bancaires proposées par l'approche centrée sur la monnaie et l'approche centrée sur le crédit. L'approche par la monnaie est représentée sur le graphique A. Au cours de la panique bancaire, l'augmentation de la préférence du public pour les billets et la hausse des réserves excédentaires détenues par les banques entraîne une diminution de l'offre de monnaie. Pour un niveau donné de l'activité, la demande excédentaire de monnaie conduit à une hausse du taux d'intérêt. La courbe LM se déplace vers la gauche et vers le haut. On assiste à un ralentissement de l'activité économique et à une hausse du taux d'intérêt. Selon l'approche par le crédit, on assiste bien à un déplacement vers la gauche de la courbe LM mais simultanément la courbe IS glisse vers la gauche : quand les banques choisissent de réduire le montant des dépôts en accordant moins de prêts, les dépenses d'investissement des firmes qui dépendent des banques pour leur financement diminuent. Le niveau de l'activité économique baisse mais l'évolution du taux d'intérêt est ambiguë. Tout dépend de l'amplitude des déplacements des deux courbes. Le graphique B représente une situation où le recul des dépenses est important, i.e. le déplacement de IS est plus important que celui de LM, de sorte que l'on assiste à une baisse du taux d'intérêt.



risque a augmenté, ce qui a fait baisser encore un peu plus les prix des actifs correspondants. L'effondrement du système bancaire a empêché les banques de s'engager dans des activités d'intermédiation financière qui auraient réduit les problèmes d'information asymétrique. L'accentuation de ces problèmes sur les marchés du crédit a provoqué une chute de l'investissement de la part de ceux qui avaient pourtant des projets d'investissement rentables. En outre, la détérioration des bilans des ménages les a conduits à réduire leurs dépenses (*voir aussi Mishkin, 1978, et Mishkin, 1990*).

Le spread — mesuré par l'écart entre le taux des obligations privées et le taux sur les bons du Trésor à long terme — n'a pas augmenté au moment du krach d'octobre 1929 et il n'a guère varié jusqu'au mois d'octobre 1930, s'établissant aux alentours de 2,5 %. Cela tendrait à prouver que même si le krach a profondément marqué les esprits, il n'a pas immédiatement dégénéré en crise financière profonde (*Bernanke, 1983 ; Mishkin, 1990*). L'explication tiendrait au comportement de la Federal Reserve Bank de New York qui a approvisionné en liquidité les banques de son ressort. Le spread a commencé à augmenter au mois de novembre 1930, atteignant un maximum temporaire au cours de la panique bancaire du mois de décembre suivant. Au milieu de l'année 1932, le spread dépassait 7,5 % et il n'a pas retrouvé les niveaux antérieurs à octobre 1930 avant la fin de 1936. Cela témoigne de l'importance des problèmes d'asymétrie d'information au cours de cette période et peut expliquer pourquoi la Grande Dépression a duré si longtemps. En outre, les problèmes d'asymétrie de l'information se sont à nouveau posés avec acuité en 1937-1938. L'économie américaine ne serait donc pas véritablement sortie de la crise avant la Deuxième Guerre mondiale.

105

Toutes ces observations empiriques, relatives à l'expérience des Etats-Unis dans les années trente, semblent confirmer la proposition selon laquelle les facteurs financiers — en tout premier lieu, le crédit — ont contribué au recul de l'activité indépendamment de l'évolution de l'offre de monnaie. En outre, une comparaison entre l'expérience des Etats-Unis et l'expérience du Canada au cours de la même période permet d'affiner cette proposition : au cours des périodes de fortes perturbations financières, ce sont les faillites bancaires — plus que la faiblesse du système financier — qui sont à l'origine du recul de l'activité. Au début des années trente, le système bancaire canadien — organisé par branches — a été sérieusement affaibli : les prêts et les dépôts ont diminué, les cours des actions bancaires ont chuté et le nombre de branches a baissé. Mais il n'a connu ni ruées ni paniques ni faillites généralisées. Au Canada le coût du crédit ne semble pas avoir influencé l'évolution de l'activité sur la période, ce qui tendrait à montrer qu'en l'absence de faillites bancaires les conséquences macro-économiques d'une variation du coût du crédit restent limitées (*Haubrich, 1990*).

FAILLITES BANCAIRES ET OBJECTIFS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Les conséquences macro-économiques de faillites bancaires massives ne peuvent laisser une banque centrale indifférente. Si les faillites bancaires se multiplient, les marchés de la monnaie et du crédit sont sévèrement perturbés et le coût de ces perturbations est supporté autant par le public que par les propriétaires et les créanciers des banques.

Coûts sociaux des faillites bancaires : la Banque centrale gardienne de la stabilité financière

Pour ces raisons, la stabilité du système financier, en général, et du système bancaire, en particulier, constitue une préoccupation majeure des autorités (voir Corrigan, 1990 ; Lagayette, 1990 ; King, 1990, p. 129), cite le passage de l'*Histoire de la Banque d'Angleterre* où Sayers (1976, p. 501) écrit : « *La Banque centrale, dans la plénitude de ses fonctions, doit prendre soin de la santé des institutions financières en général ; cette préoccupation peut se limiter à une fonction de "chien de garde" mais elle peut, dans des circonstances difficiles, occuper une large part de son activité et s'étendre au-delà du domaine financier en conduisant la Banque centrale à intervenir dans le domaine de l'industrie et du commerce.* » King fait aussi remarquer que, dans les économies occidentales, les Banques centrales sont apparues après le développement des marchés financiers et qu'elles se sont vu confier comme responsabilité première d'assurer la stabilité financière et de prévenir les crises financières. Ainsi, la loi créant la Réserve Fédérale (1913) ne fait aucune allusion à la lutte contre l'inflation. L'objectif avoué du législateur était de permettre « *l'élasticité de l'offre de monnaie* » et d'empêcher que se renouvellent les pénuries de monnaie responsables des crises financières et des profondes récessions de l'activité. A l'instar de la plupart des Banques centrales, la Réserve Fédérale américaine a donc été créée avant tout pour empêcher les crises financières et ce n'est que beaucoup plus tard que l'objectif de stabilité des prix a été mis en exergue.

Coûts sociaux de l'inflation : la Banque centrale gardienne de la valeur de la monnaie

Les coûts sociaux de l'inflation sont nombreux. En premier lieu, la hausse du niveau général des prix est généralement associée à des distorsions des prix nominaux. Ce problème est d'autant plus aigu que l'inflation est très variable et difficile à prévoir. Les agents économiques ont alors du mal à savoir si l'augmentation du prix d'un bien reflète une hausse du niveau général des

prix ou bien une hausse de son prix relatif. En compliquant le calcul économique des agents, l'inflation est une source d'inefficiences.

En deuxième lieu, l'inflation suscite la création d'institutions socialement inefficaces. Pour se protéger contre les pertes potentielles occasionnées par la hausse des prix, les agents économiques créent des instruments financiers et des institutions financières qui seraient sans intérêt en cas de stabilité des prix — par exemple un marché à terme sur l'indice des prix à la consommation (Friedman, 1986). En troisième lieu, l'inflation est coûteuse quand elle est associée à des distorsions fiscales (Fisher, 1981 ; Hetzel, 1990). La hausse des prix modifie l'affectation du capital et la structure du financement retenue par les firmes dans le sens d'un endettement plus important. Dans certains cas, la déduction des intérêts nominaux des revenus fiscaux peut conduire, par exemple, à un excès d'investissement en logements. Les déductions pour amortissement n'étant généralement pas indexées sur l'inflation, les firmes préfèrent des actifs dont la durée de vie est longue en période d'inflation (Auerbach, 1979). En quatrième lieu, l'inflation ralentit la croissance. Les études empiriques semblent confirmer la conclusion de certains modèles théoriques (Barro, 1980 ; Mascaro et Meltzer, 1983 ; Stockman, 1981) où existent une relation négative entre, d'une part, le taux de croissance et, d'autre part, le taux d'inflation et la volatilité de la croissance monétaire (Kormendi et Meguire, 1985). Bien sûr, l'inflation non anticipée peut provoquer une réduction temporaire du chômage mais le coût du ralentissement de la croissance associée à une plus forte inflation est vraisemblablement supérieur aux gains associés à une amélioration à court terme du niveau de l'emploi. En cinquième lieu, l'inflation agit à la manière d'une taxe sur le capital monétaire, réduit le volume des encaisses désirées et fait baisser les avantages liés à la détention de monnaie. On a tendance à croire que ce coût est négligeable mais selon une étude empirique récente, effectuée dans le cas des Etats-Unis, le coût d'une inflation de 10 % serait compris entre 0,1 et 0,4 % du PNB (Cooley et Hansen, 1988). Pour toutes ces raisons, « les coûts, en termes de bien-être, d'une inflation élevée sont forts même si l'inflation est anticipée » (Fisher, 1981). Dans ces conditions, la Banque centrale apparaît comme l'institution chargée de limiter ces coûts sociaux en assurant la stabilité des prix (Crow, 1990 ; Feldstein, 1990 ; Hetzel, 1990b ; Meltzer, 1990).

*Conflit possible entre les deux fonctions
de la Banque centrale*

Envisageons tout d'abord le cas d'un choc majeur qui pourrait occasionner une vague de faillites bancaires et une véritable panique. Le krach d'octobre 1987 est venu rappeler le conflit possible, dans de telles circonstances, entre

l'objectif de stabilité du système financier et l'objectif de stabilité des prix (voir, par exemple, de Boissieu, 1990, p. 1698). En théorie, les conflits de politique économique peuvent être facilement résolus si les autorités disposent d'un nombre suffisant d'instruments. Chaque instrument se voit alors assigner la poursuite d'un objectif particulier. Encore faut-il que chaque instrument exerce un effet spécifique sur l'objectif qu'il se voit assigner. En pratique, les conséquences de la manipulation d'un instrument n'étant pas connues avec précision, il peut être difficile de savoir comment l'utiliser. Dans ces conditions, la priorité peut être accordée à un objectif : dans les périodes où le risque d'instabilité financière est important et le taux d'inflation faible, la stabilité financière est privilégiée. Mais, dans certaines circonstances, il peut y avoir des risques d'instabilité financière alors que le taux d'inflation est élevé, d'où un dilemme de politique économique.

Le problème ainsi posé n'est pas nouveau. Dans son ouvrage classique, *The Paper Credit of Great Britain* (1802), Henry Thornton pose la question du conflit possible entre le rôle de gardienne de la valeur de la monnaie de la Banque centrale et sa fonction de prêteur en dernier ressort. Son rôle de gardienne de la valeur de la monnaie conduit la Banque centrale à rechercher une croissance monétaire modérée. L'exercice de sa fonction de prêteur en dernier ressort peut la conduire à relâcher voire à abandonner ce contrôle. Mais, pour Thornton, il n'y a pas d'incompatibilité entre une politique de croissance stable de l'offre de monnaie et les mesures nécessaires pour faire face aux crises de liquidité. Dans le *Paper Credit* (p. 259), il résume son analyse en un ensemble de règles qui constituent la Grande charte de la politique du crédit dans une économie libérale (*l'expression est de Schumpeter, 1983, p. 467*) : « Limiter le montant de l'émission de papier, et s'en remettre pour cela, chaque fois que la tentation d'emprunter est forte, à un principe de limitation efficace ; cependant, en aucun cas, ne laisser baisser le montant de monnaie en circulation mais le laisser fluctuer dans certaines limites ; le laisser augmenter modérément et prudemment en période d'expansion de l'activité dans le royaume ; le laisser augmenter, de manière exceptionnelle et temporaire, en cas d'alerte ou de difficulté extraordinaire afin de prévenir au mieux une forte demande interne de guinées (i.e., de pièces d'or) ; le laisser diminuer en cas de sortie d'or et de déficit durable des échanges ; voilà ce qui semble être la bonne politique pour les responsables d'une institution comme la Banque d'Angleterre. » (Thornton, 1939, p. 188).

En cas de panique, la Banque centrale doit donc être prête à augmenter temporairement de manière importante son émission de monnaie et le montant de ses prêts afin de satisfaire la demande de liquidité du public. Cependant, il n'y aurait pas pour Thornton de conflit entre le contrôle monétaire et la fonction de prêteur en dernier ressort : le premier relève du long terme et la seconde du court terme, au moment où la nécessité s'en fait

sentir. Si la Banque centrale, dans sa fonction de prêteur en dernier ressort répond de manière appropriée à la menace d'une crise de liquidité, la panique sera rapidement évitée. L'écart entre la croissance effective de l'offre de monnaie et son sentier d'évolution à long terme sera peu important et temporaire (*Humphrey, 1975*).

Dans son *Lombard Street* (1873), Bagehot développe une thèse analogue à celle de Thornton : la fonction de prêteur en dernier ressort joue seulement en période de paniques ; si la Banque centrale réagit promptement et vigoureusement, elle y mettra fin rapidement — c'est-à-dire avant que l'offre de monnaie se soit écartée de son sentier de croissance de long terme correspondant à la stabilité des prix.

Dans ces conditions, toute inquiétude quant à la possibilité pour les Banques centrales d'assurer à la fois la stabilité des prix et la stabilité financière serait-elle sans fondement ? Cette conclusion optimiste découle d'une analyse qui s'articule comme suit : (i) les autorités déterminent la croissance à long terme de l'offre de monnaie compatible avec la stabilité des prix sans prendre en compte la situation des banques ; (ii) en cas de crise, elles approvisionnent le marché en liquidité, ce qui conduit à une augmentation transitoire de l'offre de monnaie sans conséquence sur son taux de croissance à long terme — donc sur le taux d'inflation d'équilibre. C'est le premier point de cette argumentation qui peut paraître le plus contestable et une autre analyse est possible où : (i) les autorités cherchent à éviter les crises de liquidité ; (ii) déterminent en conséquence la croissance à long terme de l'offre de monnaie ; (iii) viennent en aide au système bancaire en cas de nécessité.

109

Cette dernière thèse est défendue par Benjamin Friedman dans une série de contributions récentes portant sur l'expérience américaine (*Friedman, 1990 a, b, c*). Il y soutient que la Réserve Fédérale détermine le taux de croissance à long terme de la masse monétaire en prenant en compte la fragilité financière de l'économie. Dans les circonstances actuelles, les autorités monétaires américaines s'efforceraient avant tout d'empêcher une crise financière — une faillite systémique — en faisant passer au second plan la lutte contre l'inflation. Il voit dans l'évolution récente de la politique monétaire américaine la confirmation de sa thèse. L'assouplissement de la politique de la Réserve Fédérale serait motivé par la crainte d'une récession due à un craquement du crédit (*credit crunch*) qui provoquerait une vague de faillites mettant à mal le système bancaire lui-même.

Dans le prolongement de cette argumentation et en la généralisant, on est conduit à s'interroger sur l'existence éventuelle d'une relation de substitution de long terme entre l'inflation et la stabilité financière, ce qui fait resurgir la vieille question des effets de l'inflation sur la situation des banques. Au début des années soixante-dix, en période de forte inflation,

l'idée que les banques profitent de l'inflation anticipée, parce que la rémunération des dépôts bancaires est faible ou nulle, a trouvé de nombreux défenseurs ; la thèse a été défendue en France par Kolm (*voir, par exemple, Kolm, 1974*) qui a engagé un débat à ce sujet avec la profession bancaire³. Par la suite, elle a fait l'objet de différentes critiques. En premier lieu, on a fait remarquer que les banques procèdent à une rémunération implicite des dépôts à vue, par exemple en ne facturant pas certains services rendus à la clientèle (*voir Barro et Santomero, 1972 ; Becker, 1975 ; Klein, 1974 ; Klein, 1978*). En second lieu, on a souligné que les banques détiennent des actifs à taux fixes et souffrent dans ces conditions de l'inflation.

Les deux arguments précédents ne semblent pas décisifs et la vieille idée de l'existence d'un effet positif de l'inflation d'équilibre sur les profits bancaires est tout à fait défendable. Elle peut être étayée par les arguments suivants. En premier lieu, la rémunération des dépôts à vue reste aujourd'hui encore l'exception plutôt que la règle. En second lieu, les banques opèrent encore en régime de concurrence imparfaite. De ce fait, les taux d'intérêt créditeurs peuvent être ajustés moins rapidement que les taux débiteurs. En outre, même si les banques cèdent à leur clientèle une partie des bénéfices procuré par l'inflation, elles peuvent conserver l'autre. Le mécanisme expliquant les profits bancaires liés à l'inflation d'équilibre serait le suivant : la hausse du taux d'inflation d'équilibre provoque une hausse du taux d'intérêt nominal à long terme ; celle-ci est associée à une augmentation du taux de rendement d'équilibre sur les actifs bancaires comparé au taux d'intérêt d'équilibre versé sur les dépôts⁴. L'analyse empirique semble confirmer l'existence de ce mécanisme. Un test économétrique portant sur l'ensemble des données annuelles relatives à dix-sept pays de l'OCDE pour la période 1979-1986 montre qu'une hausse de cent points du taux long augmente la marge bancaire — mesurée par la différence entre le taux d'intérêt sur les actifs et le taux d'intérêt sur les passifs — d'environ 6 % et que l'impact de cette hausse sur le taux de profit des banques est du même ordre de grandeur (*Bordes, Goyeau, Mélitz et Sauviat, 1991*). Dans ces conditions, les autorités monétaires pourraient venir en aide au système bancaire en acceptant sur le moyen terme un peu plus d'inflation.

3 Kolm (1974) écrivait : « On voit aisément qui gagne (en période d'inflation) : ..., le système bancaire qui garde les dépôts, ... » On trouvera dans la Revue Banque (1975) les principales conclusions d'un rapport d'un groupe de travail constitué par des banques exerçant leur activité dans les pays de la CEE en réaction à la thèse selon laquelle les banques profitent de l'inflation.

4 Au passage, notons bien que les banques tirent profit de la valeur élevée du taux d'intérêt mais pas de son augmentation. Au contraire, il est vraisemblable que les banques pâtissent de l'augmentation du taux d'intérêt. Comme l'a noté Samuelson il y a longtemps (1945), quand les taux d'intérêt augmentent, les banques enregistrent des pertes en capital sur leurs actifs supérieures à leurs gains en capital sur leurs engagements puisqu'elles investissent dans des actifs dont la durée de vie est longue comparée à celle de leurs engagements. Il est même vraisemblable que les difficultés occasionnées par la hausse des taux d'intérêt seront accentuées si des problèmes de liquidité sont posés car dans ce cas, la baisse de la liquidité en période de hausse des taux amènera les banques à enregistrer une moindre réalisation sur les ventes rapides d'actifs pour faire face à leurs engagements à vue.

FAILLITES BANCAIRES ET INSTRUMENTS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

A l'origine, le système des réserves obligatoires a été conçu et introduit afin d'assurer la liquidité du système bancaire (voir, par exemple, *Bundesbank, 1990 et Goodfriend et Hargraves, 1983*).

Faillites bancaires et réserves obligatoires

Mais les réserves obligatoires garantissent totalement, à elles seules, la convertibilité des dépôts si, et seulement si, leur taux est égal à 100 % : dans ce cas, une diminution du volume des dépôts entraîne une diminution équivalente des réserves obligatoires, ce qui met à la disposition des banques des sommes suffisantes pour faire face aux retraits de fonds. Cependant, l'instauration d'un système de réserves obligatoires à 100 % conduirait à une réduction substantielle du montant des prêts bancaires et des profits bancaires — surtout dans l'hypothèse où les réserves obligatoires ne seraient pas rémunérées.

L'histoire monétaire des États-Unis confirme qu'un système de réserves obligatoires fractionnaires ne garantit pas, à lui seul, une liquidité suffisante pour l'ensemble du système bancaire même s'il contribue à améliorer la liquidité de la banque individuelle (*Goodfriend et Hargraves, 1983*) : l'instauration d'un système de réserves obligatoires dans le cadre des premières lois bancaires (National Banking Act de 1863 et 1864) n'a pas empêché les crises bancaires de 1873, 1893 et 1907. Dans le cadre de la loi de 1913 créant la Réserve Fédérale, l'imposition de réserves obligatoires a continué à être justifiée en mettant l'accent sur leur contribution à la liquidité bancaire. Mais à partir de 1920, une nouvelle justification a été proposée. Et, en 1931, dans le rapport du Comité sur les Réserves des Banques, l'argumentation en termes de liquidité était officiellement rejetée : « Pour le comité, la fonction principale des réserves obligatoires n'est pas d'assurer la liquidité de la banque individuelle. Le maintien de la liquidité est nécessairement de la responsabilité de la gestion de la banque et est assuré quand une proportion adéquate de son portefeuille est constituée par des actifs qui peuvent facilement être convertis en billets. Depuis l'établissement du système de la Réserve Fédérale, la liquidité de la banque individuelle est mieux assurée par la présence des Banques de Réserve Fédérale qui sont organisées pour — entre autres objectifs — accroître la liquidité des banques membres par le réescompte de leur papier éligible autant que par la détention de réserves obligatoires » (Committee on Bank Reserves, 1931, cité par *Goodfriend et Hargraves, 1983, p. 5*).

L'argument de la contribution du système de réserves obligatoires à la

liquidité du système bancaire est encore parfois avancé pour justifier leur maintien. Dans un argumentaire récent en faveur de ce système, la Bundesbank insiste sur deux points : « *Si les banques ont la possibilité d'utiliser leurs réserves comme encaisses de transaction, le maintien d'un montant de réserves minimum les dispense d'avoir à conclure leurs propres accords volontaires pour faire face à des pénuries de liquidité non anticipées comme celles qui peuvent survenir, par exemple, au cours d'un krach boursier. En outre, l'obligation qu'ont les banques de maintenir des réserves obligatoires peut être considérée comme une sorte de contrepartie du rôle de prêteur en dernier ressort joué par la Banque centrale* » (Bundesbank, 1990, p. 221).

Faillites bancaires et guichet de l'escompte

Pour Thornton (1802), la Banque centrale devait, en cas de panique, fournir de la liquidité au marché en escomptant librement le papier de toutes les banques solvables (Humphrey, 1975, 1989 ; Bordo, 1990). Bagehot reprit en l'élargissant la recommandation de Thornton et énonça la règle qui porte aujourd'hui son nom : la Banque centrale doit jouer son rôle de prêteur en dernier ressort en « *avançant de l'argent — à un taux de pénalité — sans aucune discrimination à tout emprunteur solvable sur la base de tout actif sain quel qu'en soit le type* » et afficher clairement cette règle à l'avance (Humphrey, 1975, p. 9). Si une banque importante souffre d'un problème sérieux mettant en péril sa solvabilité, l'existence du prêteur en dernier ressort évite un effet de dominos — la faillite de banques solvables — à travers le système financier. Dans la majorité des cas, le simple fait de savoir que la Banque centrale est prête à agir comme prêteur en dernier ressort devrait suffire à résoudre le problème⁵.

La Banque centrale peut jouer ce rôle en permettant aux banques confrontées à des problèmes de liquidité de s'adresser à son guichet de l'escompte. C'est la solution aujourd'hui utilisée par la Réserve Fédérale américaine. (Le guichet de l'escompte ne désigne plus d'opérations d'escompte mais des avances accordées par le Système de Réserve Fédérale contre remise, en garantie, de titres ou d'effets représentatifs de crédit.). Les crédits accordés pour faire face à la faillite d'une banque ou aux difficultés d'un groupe de banques émargent à la catégorie des crédits étendus (*extended credits*)⁶. En 1984, ces crédits étendus — qui étaient quasiment nuls auparavant — se sont élevés à 2,8 milliards de dollars à la suite des prêts accordés pour sauver la Continental Illinois. Dans le cadre de la procédure

⁵ Sur le prêteur en dernier ressort, voir Cal (1989) et l'article à ce sujet dans ce numéro.

⁶ Les deux autres catégories étant constituées par les crédits d'ajustement — en cas de besoin temporaire de liquidité — et les crédits saisonniers.

d'octroi d'une avance, la Réserve Fédérale vérifie que le prêt correspond bien à une utilisation appropriée du guichet de l'escompte. Le taux appliqué est le taux de l'escompte majoré de certaines surcharges. Le guichet de l'escompte offre une source temporaire de fonds, disponibles rapidement, pour des banques individuelles en difficulté. Normalement, il permet seulement d'aider des banques solvables. La distinction entre illiquidité et insolvabilité est donc essentielle au fonctionnement du guichet de l'escompte. La Réserve Fédérale doit avoir le temps et les moyens opérationnels de distinguer dans quelle situation se trouve la banque.

La solution utilisée par les Banques centrales européennes pour venir en aide aux banques en difficulté consiste aussi à accorder un certain nombre de facilités à la banque illiquide mais solvable. Elle prend la forme d'opérations de sauvetage organisées par la Banque centrale en relation avec la profession bancaire (à ce sujet, voir l'encadré 3 qui présente le dispositif français en la matière). Une des premières du genre a été montée en 1890 par la Banque d'Angleterre au moment de la crise « Baring » : elle a coordonné l'action d'un groupe de banques commerciales en montant une opération de sauvetage, tout en s'engageant elle-même pour une fraction de l'aide apportée (Goodhart, 1990, p. 45). Il y en a eu beaucoup d'autres depuis⁷. A première vue, la « solution européenne » est très différente de la « solution américaine ». Mais l'esprit qui les anime est le même. Elles adoptent l'une et l'autre une procédure d'aide aux banques en difficulté qui est interventionniste — i.e., privilégie des relations entre la Banque centrale et la banque individuelle — et discrétionnaire, par opposition à une procédure privilégiant le recours au marché et l'utilisation d'une règle.

L'approche centrée sur le crédit approuve le recours à cette procédure interventionniste et discrétionnaire pour venir en aide aux banques solvables mais illiquides (voir, par exemple, Goodhart, 1985). En effet, l'évaluation des actifs bancaires nécessite une grande quantité d'informations. Par exemple, l'évaluation de la qualité des prêts exige des informations sur les emprunteurs et des connaissances approfondies — ne serait-ce qu'en matière de comptabilité — pour les interpréter. Le public n'a ni ces informations ni ces connaissances. Ainsi lui est-il difficile de se faire une idée exacte de la situation des banques. Les déposants, mal informés sur la structure financière des banques individuelles, peuvent chercher à apprécier leur situation en se fondant sur la situation de l'ensemble du système bancaire. Une augmentation des faillites bancaires est considérée par eux comme le signe de la mauvaise situation du système bancaire. Ils font alors preuve de

⁷ Dans le cas français, on peut donner l'exemple d'une opération organisée en 1988 par la Banque de France en application de l'article 52 de la Loi bancaire (voir Lhomme, 1988).

méfiance à l'égard de toutes les banques et estiment que le risque de dépôt est élevé. Le taux de rendement anticipé des dépôts est donc faible. ce qui réduit leur attrait et augmente celui des billets. Un taux de faillites élevé peut ainsi conduire à des ruées sur les espèces. Dans ce cadre, le problème vient du manque d'informations spécifiques sur la situation de la banque individuelle. Si les déposants avaient de telles informations, ils prendraient la décision de retirer leurs dépôts en prenant en compte, non pas la situation du système bancaire dans son ensemble, mais la solvabilité des banques considérées individuellement. Ils ne se rueraient pas aux guichets de banques saines pour en retirer leurs dépôts et la majorité des banques ne devrait pas rencontrer de difficultés.

Encadré 3
Difficultés financières des établissements
de crédit : mesures de prévention,
mécanismes de garantie
et mécanismes de solidarité

La loi du 3 janvier 1973 donne pour mission à la Banque de France de veiller « au bon fonctionnement du système bancaire ». En cas de difficultés financières d'un établissement de crédit, l'article 52 de la loi bancaire du 24 janvier 1984 prévoit : 1) un devoir d'actionnaire : « lorsqu'il apparaît que la situation d'un établissement de crédit le justifie, le Gouverneur de la Banque de France invite les actionnaires ou les sociétaires de cet établissement à fournir à celui-ci le soutien qui lui est nécessaire » (alinéa 1). Ce devoir de l'actionnaire n'est qu'un devoir moral et le législateur compte sur le pouvoir de persuasion et l'autorité du Gouverneur. Le soutien peut être apporté sous des formes variées : apports en capital ; octroi de prêts sans intérêts ou à faibles taux d'intérêt ; reprise d'opérations pesant trop lourdement sur l'établissement ; 2) une solidarité de place et des mécanismes de garantie : « le Gouverneur de la Banque de France peut aussi organiser le concours de l'ensemble des établissements de crédit en vue de prendre les mesures nécessaires à la protection des intérêts des déposants et des tiers, au bon fonctionnement du système bancaire ainsi qu'au bon renom de la place » (alinéa 2). Ces « mesures nécessaires » peuvent intervenir avant le dépôt de bilan : elles visent alors à assurer le redressement de l'établissement. Elles peuvent intervenir après le dépôt de bilan : elles ont alors pour objectif de rendre possible le remboursement des dépôts. En outre, les banques commerciales (AFB) ont mis en place en janvier 1980 un mécanisme de solidarité qui vise à assurer la protection directe du déposant. Celui-ci se voit garantir son remboursement au moins dans certaines limites (voir, par exemple, Rives-Lange et Contamine-Raynaud, 1990, pp. 187-188).

La mise en place d'un guichet de l'escompte pour venir en aide à la banque solvable en difficulté peut être justifiée par le souci de fournir au public des informations sur la banque individuelle. L'accès est permis au terme d'un examen détaillé des comptes de la banque, effectué par les spécialistes de la banque centrale chargés de cette fonction. Cette procédure donne au public l'information qu'il souhaite mais ne peut se procurer seul : si une banque bénéficie des facilités du guichet de l'escompte, les déposants ont des garanties quant à sa solvabilité. En outre, le volume d'informations dont dispose la banque centrale et son expertise lui permettraient d'offrir cette information au moindre coût. Le public, qui ne possède pas une connaissance sophistiquée de la banque en général et des situations particulières des banques individuelles, peut facilement saisir le message que lui adresse la banque centrale sur la banque individuelle (voir Park, 1991).

Faillites bancaires et open market

Pour l'approche centrée sur la monnaie, dans le cas général — i.e., où l'amplitude des chocs macro-économiques est normale et où il n'y a pas de risque de panique —, l'utilisation par la banque centrale du guichet de l'escompte n'est pas le bon moyen de venir en aide aux banques en difficulté parce qu'elle est fondée sur une relation directe entre la banque centrale et la banque individuelle moins efficiente qu'une relation d'open market. Friedman (1960) voit dans l'utilisation du guichet de l'escompte une forme de discrétion qui n'est en rien nécessaire et « entraîne l'octroi d'une aide publique spéciale à un groupe particulier d'institutions financières » (p. 38). Pour Goodfriend et King (1988), les opérations stérilisées au guichet de l'escompte seraient justifiées uniquement en cas de crise généralisée résultant de chocs réels — puisque les chocs monétaires sont, eux, toujours mieux traités au moyen d'une politique d'open market⁸. Ils acceptent l'argument de l'asymétrie de l'information avancé par l'approche du crédit : les opérations stérilisées au guichet de l'escompte s'apparentent à l'ouverture de « lignes de crédit » par des banques privées aux entreprises et aux particuliers et elles exigent, comme ces dernières, un contrôle et une surveillance qui contribuent à améliorer l'information du public sur la situation des banques. Mais ils font valoir que rien ne prouve que la banque centrale puisse fournir de tels services à un coût inférieur à une agence du

⁸ Pour Goodfriend et King, les opérations d'open market constituent la politique monétaire, tandis que les opérations réalisées au guichet de l'escompte sont à ranger dans la politique bancaire. Plus précisément, la politique monétaire désigne des modifications du volume total de monnaie centrale en circulation (billets + réserves bancaires) par opposition à la politique bancaire qui consiste dans : 1) des modifications de la composition de l'actif du bilan de la banque centrale, son montant étant fixé ; 2) des mesures de réglementation et de surveillance de la part de la banque centrale (Goodfriend et King, 1988, p. 4).

secteur privé. Au contraire, il est possible que le secteur privé soit mieux à même qu'une banque centrale de fournir ces services en raison du risque de pressions politiques qui pourraient s'exercer sur la banque centrale pour qu'elle vienne en aide à des banques insolubles. Le recours au guichet de l'escompte pour venir en aide aux banques en difficulté et, plus généralement, le recours à des aides directes de la banque centrale à la banque individuelle pourraient ainsi ouvrir la porte à des opérations de sauvetage de banques dont le nombre serait difficile à limiter, encourager la prise de risque et conduire à des crises financières encore plus sérieuses.

Un certain nombre d'observations relatives à l'expérience américaine des années soixante-dix et quatre-vingt donnent de la consistance à ces critiques : les aides distribuées par la Réserve Fédérale au guichet de l'escompte ont permis d'éviter des faillites de banques solvables et les paniques bancaires mais l'assistance du prêteur en dernier ressort a aussi été accordée à des banques dont la solvabilité était douteuse (*Todd, 1988*) : la Franklin National en 1974, la First Pennsylvania en 1980, la Continental Illinois en 1984. En outre, les prêts ont souvent été accordés à un taux inférieur à celui du marché (*Bordo, 1990, p. 26*).

Si elle choisit d'approvisionner par l'open market le système bancaire en liquidité en cas de crise, la banque centrale procède de la façon suivante : elle détermine quel doit être le montant de liquidité injecté dans le marché sans se préoccuper de savoir quelles sont les banques individuelles qui en bénéficieront ; en cas de crise de liquidité, elle augmente la monnaie centrale en circulation et l'offre aux enchères au plus offrant. Un guichet de l'escompte ne serait pas nécessaire si les opérations d'open market sont bien conduites, i.e. assurent une liquidité globale suffisante. Certaines banques et certaines firmes pourraient faire faillite parce qu'elles sont insolubles, mais les autorités n'auraient pas à s'en soucier.

Au fil du texte, deux visions cohérentes des relations entre la politique monétaire et les faillites bancaires se sont dessinées. Toutes les deux sont d'accord sur un point capital : la politique monétaire est concernée par les faillites bancaires. La fragilité du système bancaire ne peut laisser indifférente les autorités monétaires parce que les coûts de la multiplication des faillites bancaires — débouchant dans les cas extrêmes, sur des ruées des déposants aux guichets et des paniques financières — vont bien au-delà des coûts privés, i.e. des pertes enregistrées par les déposants, les créanciers et les propriétaires des banques concernées. Elles font supporter les coûts sociaux qui se manifestent sous la forme du recul de l'activité économique qu'elles provoquent en perturbant le fonctionnement du marché de la monnaie et celui du marché du crédit.

Au-delà — c'est-à-dire sur les liens existant entre les faillites bancaires, les

objectifs et les instruments de politique monétaire — les deux points de vue divergent. L'approche de la monnaie insiste sur les conséquences macro-économiques des faillites bancaires résultant de leur contribution à l'offre de moyens de paiement, considère que la volonté des autorités monétaires de maintenir la stabilité du système bancaire ne les empêche pas d'assurer la stabilité des prix à moyen terme — car l'injection de liquidité au moment des crises n'affecte pas la croissance à moyen terme de l'offre de monnaie — et que des interventions à l'open market constituent le meilleur moyen de venir en aide aux banques illiquides mais solvables. L'approche du crédit met l'accent sur les conséquences macro-économiques des faillites bancaires résultant de la contribution des banques à l'offre de moyens de financement, pense que les autorités peuvent être conduites à accepter un taux d'inflation d'équilibre plus élevé afin de venir en aide au secteur bancaire — car les faits tendent à montrer que les banques bénéficient de l'inflation anticipée — et que des opérations hors marché — opérations au guichet de l'escompte ou opérations de sauvetage — sont appropriées.

La discussion entre ces deux approches peut apparaître comme la version moderne de la querelle entre *la currency school* et *la banking school*. Au cours des dernières années, l'approche du crédit — la nouvelle *banking school* — a marqué de nombreux points. Sur le plan de la théorie, elle a contribué à renouveler et enrichir l'analyse des implications des faillites bancaires pour la politique monétaire en insistant sur les problèmes d'asymétrie de l'information dans le domaine du financement de l'économie et le rôle joué par les banques en la matière. Sur le plan des faits, l'évolution récente de la politique monétaire américaine semble confirmer que, dans le cas où le système bancaire est particulièrement fragile, les autorités sont prêtes à assouplir leur politique et accepter un peu plus d'inflation.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Auerbach A.J., 1979, « Inflation and the choice of asset life », *Journal of Political Economy*, vol. 87, n° 3, juin, pp. 621-638.
- Banque Revue, 1975, « Inflation, profit et bilans bancaires », décembre, n° 346, pp. 1192-1194.
- Barro R.J., 1980, « A capital market in an equilibrium business cycle model », *Econometrica*, vol. 48, no. 6, september, pp. 1393-1417.
- Barro R.J. et Santomero A.M., 1972, « Household money holdings and the demand deposit rate », *Journal of Money, Credit and Banking*, May, pp. 397-413.
- Becker W.E., 1975, « Determinants of the United States currency-demand deposit ratio », *Journal of Finance*, March, pp. 57-74.
- Bernanke B., 1983, « Non monetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression », *American Economic Review*, 73, June, pp. 257-276.
- Bernanke B. et Blinder A., 1988, « Credit, money, and aggregate demand », *American Economic Review*, May.
- Blinder A. et Stiglitz J., 1983, « Money, credit constraints and economic activity », *American Economic Review*, May.
- Boissieu C. de, 1990), « Politique monétaire », in Encyclopédie économique, *Economica*, pp. 1667-1706.
- Bordes C., 1989, « La politique monétaire dans son environnement international », *XI^e Colloque Banque de France — Université*, Rapport de synthèse.
- Bordes C. ; Goyeau D. ; Mélitz J. et Sauviat A., 1991, « The profitability of anticipated inflation in banking », à paraître dans *Economics Letters*.
- Bordo M.D., 1990, « The lender of last resort : alternative views and historical experience », *Economic Review*, January/February, volume 76/1, pp. 18-29.
- Brunner K. et Meltzer A.H., 1988, « Money and credit in the monetary transmission process », *American Economic Review*, AEA Papers and Proceedings, vol. 78, n° 2, May, pp. 446-451.
- Cagan P., 1965, « Determinants and effects of change in the stock of money 1865-1960 », NBER, *New York : Columbia University Press*.
- Cal M.L., 1989, « Essai de réactualisation de la fonction de prêteur en dernier ressort », *Thèse pour le Doctorat de l'Université de Bordeaux I*, mention Sciences Économiques.
- Cooley T.F. et Hansen G.D., 1988, « The inflation tax and the business cycle », Working paper, *University of Rochester*, July.
- Corrigan E.G., 1990, « Central banks and the financial system », in *Central banking issues in emerging market-oriented economies*, Actes du colloque organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 23-34.
- Cornu G., 1987, « Vocabulaire juridique, Association Henri Capitant », PUF.

- Crow J.W., 1990, « Monetary policy and the control of inflation », in *Central banking issues in emerging market-oriented economies*, Actes du colloque organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 9-22.
- Dowd K., 1989, « The state and the monetary system », *Philip Allan*.
- Fama E., 1985, « What's different about banks ? », *Journal of Monetary Economics*, June.
- Fisher S., 1981, « Towards an understanding of the costs of inflation : II », in K. Brunner et A. Meltzer, eds., *The costs and consequences of inflation*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Amsterdam : North-Holland Publishing Company, vol. 15, pp. 5-41.
- Fonds Monétaire International, 1991, « International capital markets : developments and prospects », *World Economic and Financial Surveys*, May.
- Friedman B.M., 1986, « Increasing indebtedness and financial stability in the United States », in *Debt, financial stability, and public policy*. Actes d'un colloque organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 27-54.
- Friedman B.M., 1990a, « Implications of increasing corporate indebtedness for monetary policy », *Group of Thirty*, Occasional Paper 29.
- Friedman B.M., 1990b, « Financial fragility and the policy dilemma », *Challenge*, July-August, pp. 7-16.
- Friedman B.M., (1990c), « Views on the likelihood of financial crisis », *NBER*, Working Paper n° 3407.
- Friedman M., 1960, « A program for monetary stability », *New York : Fordham University Press*.
- Friedman M., 1986, « The resource cost of irredeemable paper money », *Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 3, June, pp. 642-647.
- Friedman M. et Schwartz A., 1963, « A monetary history of United States, 1867-1960 », *Princeton : Princeton University Press*.
- Gendreau B.C. et Prince S.S., 1986, « The private costs of bank failures : some historical evidences », *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, March-April, pp. 3-14.
- Gertler M., 1988, « Financial structure and aggregate economic activity : an overview », *Journal of Money, Credit, and Banking*, August, pp. 559-588.
- Gertler M. et Hubbard R.G., 1988, « Financial factors in business fluctuations », in *Financial Market Volatility*, Actes du colloque organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 33-71.
- Gilbert R.A. et Wood G.E., 1986, « Coping with bank failures : some lessons from the United States and the United Kingdom », *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, December, pp. 5-14.
- Goodfriend M. et Hargraves M., 1983, « A historical assessment of the rationales and functions of reserve requirements », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, March/April, volume 69/2, pp. 3-21.
- Goodhart C.A.E., 1990, « The evolution of central banks », *Cambridge : the MIT Press* ; deuxième édition.

- Hamilton J.D., 1987, « Monetary factors in the Great Depression », *Journal of Monetary Economics*, March, pp. 145-169.
- Haubrich J.G., 1990, « Nonmonetary effects of financial crises : lessons from the Great Depression in Canada », *Journal of Monetary Economics*, March, pp. 223-252.
- Hetzel R., 1990, « A mandate for price stability & Maintaining price stability : a proposal », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, March/April, volume 76/2, pp. 45-55.
- Hirsch F., 1977, « The Bagehot problem », *Manchester School of Economics and Social Studies*, volume 45, 3, September, pp. 241-257.
- Humphrey T.M., 1975, « The classical concept of the lender of last resort », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, January/February, pp. 3-10.
- Humphrey T.M., 1982, « The real bills doctrine », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, volume 68, n° 5, pp. 3-13.
- Kaufman H., 1986, « Debt : the threat to economic and financial stability », in *Debt, financial stability, and public policy*, Actes du colloque organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 15-26.
- King M.A., 1990, « Central banks and the financial system — Comment », in *Central banking issues in emerging market-oriented economies*, Actes du Colloque organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 129-134.
- Klein B.J., 1974, « Competitive interest payments on bank deposits and the long run demand for money », *American Economic Review*, December, pp. 931-949.
- Klein M.A., 1978, « The implicit deposit rate concept : issues and applications », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, September/October, vol. 64, n° 5, pp. 3-12.
- Kolm S.C., 1974, « Le fruit des erreurs », *Le Monde*, 30 avril, p. 26.
- Kormendi R. et Meguire P.G., 1985, « Macro-economic determinants of growth : Cross-country evidence », *Journal of Monetary Economics*, vol. 16, no. 2, September, pp. 141-163.
- Lacoue-Labarthe D., 1990, « Les crises financières internationales », Communication aux Journées AFSE—GRECO Finance International, Bordeaux, 17-18 mai.
- Lagayette P., 1990, « Central banks and the financial system », in *Central banking issues in emerging market-oriented economies*, Actes du colloque organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 135-140.
- Lhomme B., 1988, « Chronique de technique bancaire », la revue *Banque*, Novembre, p. 1173.
- Lindsey D.E. et Wallich H.C., 1987, « Monetary policy », *The New Palgrave : A dictionary of economics* ; John Eatwell, M. Milgate et P. Newman (ed.) ; London : The Macmillan Press.
- Mascaro A. et Meltzer A.H., 1983, « Long and short-term interest rates in a risky world », *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, n° 14, November, pp. 485-518.

- Méltiz J. et Bordes C., 1991, « The macro-economic implications of financial deregulation », *European Economic Review*, 35, pp. 155-178.
- Meltzer A.H., 1990, « Monetary policy and the control of inflation », in *Central banking issues in emerging market-oriented economies*, Actes du colloque organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 105-112.
- Mishkin F.S., 1978, « The household balance sheet and the great depression », *Journal of Economic History*, December, pp. 918-937.
- Mishkin F.S., 1990, « Asymmetric information and financial crises : a historical perspective », *NBER, Working Paper n° 3400*.
- Park S., 1991, « Bank failure contagion in historical perspective », *Federal Reserve Bank of New York, Research Paper n° 9103*.
- Porzio M., 1988, « Déréglementation et crises bancaires : l'expérience italienne », *Revue de Droit Bancaire et de la Bourse*, n° 9, septembre-octobre, pp. 167-168.
- Rives-Lange J.L. et Contamine-Raynaud M., 1990, « Droit bancaire », Cinquième édition, *Dalloz*.
- Salin P., 1990, « La vérité sur la monnaie », *Editions Odile Jacob*.
- Schumpeter J., 1983, « Histoire de l'analyse économique ; l'âge classique », *Bibliothèque des Sciences Humaines*, Editions Gallimard.
- Schwartz A.J., 1987, « The lender of last resort and the federal safety net », *Journal of Financial Services Research*, September, pp. 1-17.
- Smith V.C., 1990, « The rationale of central banking and the free banking alternative », Indianapolis : *Liberty Press*.
- Stockman A., 1981, « Anticipated inflation and the capital stock in a cash-in-advance economy », *Journal of Monetary Economics*, vol. 8, n° 3, November, pp. 387-393.
- Tallman E., 1988, « Bank panics : Some unanswered questions », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, November/December, pp. 2-21.
- Todd W.F., 1988, « Lessons and prospects for the future in lender of last resort theory », *Federal Reserve Bank of Cleveland, Working Paper*, 8805.
- The Economist*, 1990, « How to handcuff a central bank », May 5, p. 93.
- Thomson J.B., 1991, « Predicting bank failures in the 1980s », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Cleveland, Quarter 1, pp. 9-20.
- Thornton H., 1802, « An enquiry into the nature and effects of the paper credit of Great Britain », *New York : Rinehart and Company, Inc.*, 1939.
- Williamson S., 1988, « Liquidity, banking and bank failures », *International Economic Review*, February, pp. 25-43.