

## COMMENT BEN STRONG S'Y SERAIT PRIS ?

BARRY EICHENGREEN \*

PROFESSEUR D'ÉCONOMIE À L'UNIVERSITÉ DE BERKELEY, CALIFORNIE

L'Europe continue à s'acheminer vers l'U.E.M. à grande vitesse. Dès le 1<sup>er</sup> janvier 90 la phase 1 du rapport Delors était déjà en place. Un an et demi après les marges de fluctuation étaient rétrécies. Les contrôles de changes relâchés et les politiques économiques en voie de converger. La phase 2 commencera le 1<sup>er</sup> janvier 1994. L'Institut monétaire européen (I.M.E.) précurseur de la banque centrale européenne ouvrira ses portes mais les banques centrales des différents Etats membres seront encore responsables de la conduite de leurs politiques monétaires. Les derniers contrôles sur les capitaux seront abolis (il est prévu des aménagements pour la Grèce et le Portugal jusqu'en 1996), c'est la seule condition formelle pour la participation à la phase 2. Les autres mesures incluses dans le sommet de Maastricht telles que le renforcement de l'indépendance des banques centrales resteront purement volontaires.

71

La phase 3 prévoit la réalisation de la monnaie unique et la création de la banque centrale européenne pour le 1<sup>er</sup> janvier 1999. Seuls les pays qui auront satisfait à certains critères concernant l'inflation, le déficit budgétaire, la dette publique (les fameux critères de convergences) seront en mesure de passer à la phase 3.

Lors de la phase 1, les banques centrales conservent leur autonomie, décident de leur politique monétaire, et gardent le pouvoir de réaligner leurs taux de change.

Lors de la phase 3, l'Eurofed conduira la politique monétaire pour l'ensemble de l'Europe en ayant à l'esprit l'intérêt de la Communauté européenne.

La phase 2 au contraire est une période de transition un peu ambiguë du point de vue du partage des responsabilités ce qui comporte un danger potentiel. En phase 2, en effet, l'I.M.E. n'aura pas un contrôle formel des

---

\* Ce texte a été publié dans la Revue *The International Economy*, mars-avril 1992.

politiques monétaires nationales qui resteront du ressort des seules banques centrales des Etats membres. Tout en préparant la transition vers l'Union monétaire en 1999, l'I.M.E. encouragera les banques centrales à coordonner leurs politiques sans pouvoir toutefois les y forcer, cela crée le problème du cavalier seul (*free-rider*). Considérons les interventions coûteuses de prêteur en dernier ressort pour stabiliser les marchés financiers européens qui s'avèreront nécessaires en 1994 et 1998. Les banques centrales resteront en charge du rôle de prêteur en dernier ressort entre 1994 et 1998. Le bénéfice des interventions, par contre, ne sera pas limité à l'Etat qui en prend l'initiative, mais à l'ensemble des pays membres du fait de l'intégration complète des marchés financiers d'ici 1994 avec abandon total du contrôle des mouvements de capitaux et la fixation des parités.

Par exemple, le bénéfice d'une intervention de la Banque centrale de Paris comme prêteur en dernier ressort ne se limitera pas à la France. De la même façon les effets d'une intervention de la Banque centrale de New York ne se limitent pas aux banques de cet Etat.

Dans la mesure où les bénéfices reviennent aussi aux étrangers, personne n'est incité à fournir les montants financiers nécessaires.

Les dangers de cette situation sont évidents : tout se passe comme si la Federal Reserve Bank de Chicago restait inerte en cas de déstabilisation du marché financier de New York. Aux Etats-Unis, le problème est résolu du fait que le Federal Reserve Board est investi du pouvoir d'obliger les banques centrales régionales américaines à se coordonner. Le problème du cavalier seul est résolu par l'existence d'une autorité centrale. Les autorités monétaires américaines trouveraient étrange inefficace et dangereux de déléguer les décisions de politique monétaire aux banques centrales régionales prises de manière individuelle.

C'est précisément ce que l'Europe se propose de faire durant cette phase 2 de la transition vers l'Union monétaire.

De façon ironique les Etats-Unis ont fait la même erreur au début. Lors des premières années de la mise en place de la FED, les banques centrales régionales émettaient leur propre monnaie qui s'échangeait à des parités fixes l'une vis-à-vis de l'autre contrôlant donc leur propre politique monétaire. C'est seulement au moment où les autorités ont commencé à apprécier les problèmes posés par cette organisation que le contrôle de la politique monétaire fut transféré à Washington. La politique d'ensemble vint à en être élaborée par le Federal Reserve Board et par un Open Market Committee au sein duquel siègent les membres du Board et, de manière tournante, des responsables de banques centrales régionales. Mais la mise en œuvre, spécialement de l'*open market purchase* restait du ressort des banques centrales régionales. A la fin des années 1930 les *districts reserve banks* pouvaient abandonner les systèmes de transaction. C'est seulement après que l'autorité fut définitivement concentrée entre les mains du Board of

Governor et l'open market committee, par le banking act de 1933 et 1935, que les nouvelles institutions commencèrent progressivement à fonctionner.

Quatre « vignettes » provenant des premières années de l'histoire du Federal Reserve System illustre ce fait : le premier épisode date de 1927, l'économie était dans un état de mini récession suite à une décision de Henry Ford. Les économies allemandes et britanniques battaient de l'aile. A la suite d'une réunion avec ses collègues européens Benjamin Strong gouverneur de la Federal Reserve Bank décida une réduction des taux d'intérêts, ce qui eut comme effet de stimuler non seulement l'économie américaine, mais soutint aussi les balances des paiements européennes.

Malheureusement, les négociations avaient été conduites unilatéralement par le gouverneur de la New York Fed, Benjamin Strong n'ayant tenu au courant qu'un seul membre du Federal Reserve Board. Celui-ci, évidemment, désapprouva cette initiative. Et c'est seulement avec réticence qu'elles approuvèrent la réduction des taux d'intérêt. Plusieurs banques centrales régionales refusèrent de suivre, la Fed de Chicago en particulier, plus préoccupée de lutte contre l'inflation que de soutien de l'économie, refusa de baisser ses taux comme la New York Fed.

Deux mois après l'initiative de Strong, le Federal Reserve Board tint une réunion spéciale, votant à 4 contre 3 une résolution qui obligeait la Fed de Chicago à réduire ses taux. Cette baisse commença à stimuler la reprise. Mais la conséquence de cette lutte pour le siège de l'autorité fut que la réaction du Federal Reserve System contre la récession fut plus hésitante.

73

Un second épisode de la controverse sur l'autorité et le contrôle survint la veille du krach de Wall Street d'octobre 1929. Celui-ci engendra une crise de liquidités dans New York. Les brokers qui s'étaient endettés auprès des banques New Yorkaises, en leur offrant comme garantie leurs portefeuilles d'actions se trouvèrent incapables de rembourser. Un peu plus de la moitié des prêts des banques membres de la Fed de New York étaient garantis par ces portefeuilles d'actions. Suite au krach, les banques qui, à l'intérieur du pays avaient placé leurs fonds en option, les rapatrièrent. La New York Fed, voyant le danger pour ses banques membres intervint en réduisant de manière délibérée le taux d'intérêt et achetant 100 millions de bons du Trésor sur l'open market.

De façon significative, les initiatives de New York furent prises sans accord préalable du Federal Reserve Board. La majorité des membres comprirent la décision d'injecter les liquidités sur le marché financier de New York en détresse tout en sentant bien que cette décision de New York prise sans autorisation avait empiété sur leurs prérogatives. Harrison était sur la sellette. Il insista pour que les banques centrales régionales soient en droit d'acheter des titres pour leur propre compte. Le Board désapprouva. Sur le moment, la controverse resta en l'état.

Aussi longtemps qu'elle dura, cette dispute perturba les efforts du Federal

Reserve System pour mettre au point une réponse coordonnée à l'effondrement économique. En novembre 1929 l'Open Market Investment Committee conduit par Harrison demanda l'autorisation du Board d'acheter des titres gouvernementaux supplémentaires. Celui-ci refusa, en représaille à l'intervention non autorisée de la New York Fed le mois précédent. Des semaines critiques passèrent avant qu'un compromis ne soit élaboré, permettant des achats de titres sur l'open market.

Le troisième épisode de la controverse concernant le siège de l'autorité eut lieu en 1932 et concerna l'utilisation de la politique d'open market.

Les gouverneurs des 12 banques centrales régionales étaient divisés sur l'efficacité de ces opérations. La majorité apparemment pensait que vu la dépression qui persistait déjà depuis 2 ans et demi, cette politique était nécessaire pour stimuler la reprise. Une minorité conduite par les banques centrales de Chicago et Boston s'alarmait du fait que les opérations sur l'open market ne feraient que provoquer un retour de l'inflation et de la spéculation ce qui à terme mènerait à un autre crash.

Avec la majorité de gouverneurs en faveur de cette politique en avril 1932, l'Open Market Committee approuva, par un vote serré une résolution soutenue par la New York Fed d'engager 500 millions d'achats. Mais les banques de Chicago et Boston restèrent sur leurs positions alors que les autres achetaient des titres. Du fait que les Etats-Unis étaient dans le système de l'étalon or et que ses règles s'appliquaient individuellement à chaque banque centrale, le danger pouvait provenir du fait que le ratio de couverture or de la Fed de New York ou une autre banque centrale régionale ne tombe en dessous du minimum légal.

En juin 1932, le *gold cover ratio* de New York était tombé de 50 % alors que Chicago couvrait encore à 75 %. Si New York avait continué à acheter des titres sans le soutien de Chicago, sa capacité de prêteur en dernier ressort des banques de son district aurait été laminée. En principe le Board aurait pu obliger Chicago de réduire son taux pour soutenir New York, c'est-à-dire en transférant de l'or, mais les autorités considéraient que l'usage de la contrainte aurait pu révéler l'ampleur des divisions au sein du système et démoraliser le marché. Le montant des pertes d'or obligeait désormais à stopper les opérations sur l'open market en atout. Une fois encore à cause de la décentralisation et des divisions internes le Federal Reserve System fut empêché de sortir l'économie de la dépression comme il aurait pu le faire.

Les pertes d'or étaient intégralement supportées par les banques centrales régionales, New York supportant la charge la plus lourde.

Les étrangers, craignant une dévaluation du dollar retiraient leurs dépôts de New York. Les banques commerciales de New York essuyèrent des pertes massives sur les dépôts pendant que la New York Fed perdait de l'or, limitant ainsi sa capacité d'intervention. Le 4 mars, quand les réserves d'or des Etats-Unis étaient descendu au niveau minimum autorisé de 40 %.

En 1932 la Chicago Fed était le principal dépositaire des réserves d'or du Federal Reserve System. Celles-ci s'élevaient encore à 65 %. En principe la New York Fed aurait pu obtenir de l'or supplémentaire de Chicago. Mais les banques membres de Chicago étaient sceptiques sur l'idée que les banques de New York puissent être soutenues par des transferts de fonds et étaient convaincues que leur propre proposition en serait affaiblie. Elles firent donc pression sur la Fed de Chicago pour qu'elle retire son soutien à New York, ce qui fut fait le 3 mars.

Le 4, le Federal Reserve Board refusa d'obliger Chicago à aider New York. Désormais la New York Fed était forcée d'abandonner son activité de prêteur en dernier ressort. La bourse de New York et les autres bourses à travers le pays suspendirent leurs opérations le même jour. La mise en congé des banques s'en suivit immédiatement. Finalement, le 7 mars le Board obligea Chicago et les autres banques centrales régionales à réduire les taux pour le compte de la Fed de New York. Ce qui permit à cette dernière d'appliquer cette mesure à ses membres. Mais dans l'intervalle, le système bancaire s'était écroulé dans son entier, ce qui accentua la dépression de toute l'économie.

Ainsi les débuts de l'histoire du Federal Reserve System peuvent servir d'exemple à l'Europe. Elle illustre les dangers auxquels fera face la Communauté Européenne en phase 2 de la transition vers l'union monétaire. L'I.M.E., comme la Fed dans ses premières années est une fédération hybride de banques régionales qui gardent chacune une autonomie considérable. L'I.M.E. suit la même voie que la Fed au début, en cherchant à désamorcer les conflits possibles entre les pays participants. Ainsi l'I.M.E., exactement comme la Fed à ses débuts, est menacée par des comportements de cavaliers seuls avec tous les dangers que comportent les interventions de prêteurs en dernier ressort.

Quelle voie devrait être suivie pour écarter cette menace ? L'Europe devrait passer plus rapidement de la phase 1 à la phase 3. La phase 2 devrait être raccourcie ou mieux, supprimée purement et simplement. Les partisans de l'approche retenue objecteront qu'il suffit, pour cela de renforcer la capacité de l'I.M.E. à promouvoir la coordination des banques centrales durant cette phase. Mais quelque puisse être la capacité de l'I.M.E. à faire pression, les banques centrales nationales seront tentées de résister aux efforts faits en vue de promouvoir cette coordination. Ce sera seulement quand l'Eurofed conduira effectivement la politique monétaire pour l'ensemble de l'Europe que le problème du cavalier seul sera éliminé.