

L'ÉVOLUTION DU RÔLE DE LA FEDERAL RESERVE

PAUL WACHTEL*

A lors que le XX^e siècle tirait à sa fin, les activités de banque centrale semblaient très simples. Tout le monde s'accordait à reconnaître qu'il n'y avait qu'un seul objectif, qu'une seule politique monétaire possible et qu'un seul instrument opérationnel. L'objectif était la stabilité des prix, la politique monétaire se résumait à un taux d'intérêt à court terme, comme le taux directeur de la Federal Reserve (Fed), et l'instrument était une intervention axée sur le marché, comme les appels d'offres de la Banque centrale européenne (BCE) ou les opérations d'*open market* de la Fed. Ce consensus simple et séduisant s'est effrité de façon spectaculaire lorsque les marchés financiers mondiaux se sont trouvés confrontés à des crises de liquidité sans précédent, qui ont commencé à l'été 2007, et à de sérieuses crises de solvabilité un an plus tard¹. Ces événements ont rapidement et radicalement changé le monde de la banque centrale.

265

En quelques mois seulement, les banques centrales ont dévoilé des fonctions qui avaient été largement ignorées pendant des décennies². Elles ont renoué avec leurs origines et ont repris conscience que la stabilité financière pouvait bien être leur mandat premier. Pour la première fois depuis de nombreuses années, le prêt à des institutions non liquides est devenu une fonction significative de la politique monétaire. Avec l'augmentation des prêts et l'inquiétude relative à la qualité du collatéral, les banques centrales ont développé un intérêt renouvelé pour la supervision des banques et autres institutions financières. Et, pour finir, un nouveau rôle a émergé lorsque les banques centrales ont lutté pour développer les outils nécessaires au contrôle et

* Department of Economics, Stern School of Business, New York University.

à la gestion des risques macroprudentiels, un terme nouveau dans le vocabulaire de la banque centrale.

À la suite de la crise, il est apparu de façon évidente que les banques centrales modernes ont trois fonctions étroitement liées : une politique monétaire macroéconomique, la régulation et la supervision des institutions financières individuelles et la régulation macroprudentielle. La banque centrale du XXI^e siècle est bien plus complexe que ne l'était le consensus de la fin du XX^e siècle.

Aux États-Unis, la Fed a étendu ses activités dans des directions radicalement nouvelles lorsque la crise a pris de l'ampleur à la fin de 2008 et au début de 2009. Elle a adroitement créé de nouvelles possibilités de prêt et a plus que triplé son bilan pour dépasser les 2 800 Md\$ en novembre 2011. Ses réponses à la crise ont été innovantes et sans précédent, mais se sont appuyées sur l'autorité législative existante. Plus récemment, le *Dodd-Frank Act*, signé par le président Obama le 21 juillet 2010, va amener des changements significatifs dans le rôle de régulateur de la Fed et dans sa participation aux futures réponses qui seront faites à la crise. Ainsi, la banque centrale aux États-Unis a évolué à la fois au niveau conceptuel et en pratique. En premier lieu, l'équilibre entre les objectifs macroéconomiques et la stabilité a changé et en second lieu, le cadre institutionnel et législatif a évolué.

266

Le *Federal Reserve Act* de 1913 ne spécifiait pas d'objectifs macroéconomiques ; en fait, le terme « macroéconomie » n'était pas encore utilisé à l'époque. Le mandat d'origine de la Fed était de fournir des liquidités au système financier afin d'éviter les paniques financières et de maintenir la stabilité de la monnaie.

L'*Employment Act* de 1946 a établi l'« emploi maximal » comme l'un des objectifs du gouvernement fédéral et il faut attendre 1978 pour que le *Full Employment and Balance Growth Act* exprime de façon explicite la dualité du mandat : « promouvoir le plein-emploi et une stabilité raisonnable des prix ». Alors que d'autres banques centrales dans le monde adoptaient des objectifs d'inflation explicites, la Fed insistait également davantage sur la primauté de la stabilité des prix. Au même moment, on s'attardait de moins en moins sur les inquiétudes en matière de stabilité financière qui avaient conduit à la création de la Fed un siècle auparavant. Il y a eu quelques occasions notables dans son histoire récente où la politique a répondu audacieusement à ces inquiétudes. Par exemple, elle a fourni d'abondantes liquidités au système financier afin d'atténuer les effets du *krach* boursier de 1987, ou encore la faillite de l'un des principaux fonds spéculatifs (LTCM – Long Term Capital Management) à la suite de la crise financière russe de 1998.

La culture politique de l'ère Greenspan-Bernanke a quasiment érudé toutes les inquiétudes relatives au potentiel de survenue de problèmes systémiques dans le secteur financier. Cela est bien illustré par le débat concernant le rôle de la politique monétaire dans les réponses faites aux bulles spéculatives. Greenspan et Bernanke pensaient tous les deux que la politique monétaire n'avait pas de rôle à jouer. Greenspan (1999) a déclaré au Congrès que le rôle de la politique monétaire était d'« atténuer les répercussions lorsqu'elles surviennent ». Cela a conduit, comme chacun le sait, à l'idée selon laquelle le rôle de la banque centrale est de réparer les dégâts après l'explosion d'une bulle. Autrement dit, la banque centrale a un rôle stratégique macroéconomique et ne devrait pas se préoccuper des prix des actifs et de leurs conséquences éventuelles sur la stabilité financière.

Quant au choix d'un objectif de politique monétaire, la dépendance de la Fed aux taux d'intérêt a évolué avec le temps, tandis que le système financier changeait. Dès le début de la période d'après-guerre, on insistait sur les conditions du marché des réserves et la Fed contrôlait étroitement les réserves nettes empruntées des banques. Dès les années 1970, les monétaristes plaidaient en faveur de l'utilisation de la croissance de la masse monétaire comme politique monétaire et leur importance croissante a commencé à influencer la banque centrale. Le *Full Employment and Balanced Growth Act* de 1978 a exigé que la Fed fixe des objectifs en termes de croissance de la masse monétaire dans les rapports qu'elle faisait au Congrès. Néanmoins, peu de temps après, l'innovation financière a rendu la vitesse de circulation des agrégats monétaires classiques de plus en plus difficile à prédire, ce qui a réduit la valeur pratique des objectifs en matière de croissance de la masse monétaire. La Fed a commencé à recourir plus largement à une cible pour son taux directeur. Ses objectifs ont bientôt été divulgués dans la presse et à partir du milieu des années 1990, elle a commencé à annoncer l'objectif de taux directeur à la suite de chacune des réunions concernant la politique monétaire. Le taux d'intérêt au jour le jour est devenu le seul indicateur de politique monétaire.

La Fed utilise ses opérations d'*open market* sur le marché secondaire des obligations d'État afin de maintenir le taux directeur au niveau de l'objectif. Le but est de mettre en place les conditions d'ensemble du marché monétaire plutôt que d'influencer des institutions spécifiques. L'insistance sur les conditions du marché a conduit à la quasi-disparition du service de réescompte, le mécanisme traditionnel grâce auquel elle prête à des institutions financières individuelles. Les prêts *via* le guichet de l'escompte étaient rarement supérieurs à quelques centaines de millions de dollars et étaient la plupart du temps accordés

à des banques qui étaient trop petites pour accéder aux fonds du marché interbancaire.

En résumé, au début du siècle, la Fed était devenue l'unique, le plus important et le plus puissant décideur macroéconomique du pays. Mais elle avait alors largement perdu de vue ses fonctions d'origine, à savoir son rôle traditionnel de prêteur et celui de superviseur et de régulateur des banques. Heureusement, ces fonctions n'avaient pas complètement disparu et ont pu rapidement être réanimées en temps de crise³.

Depuis le XIX^e siècle, le rôle du prêteur en dernier ressort était de fournir des fonds à des institutions solvables, mais illiquides ; la Fed faisait cela *via* le guichet de l'escompte. Certains observateurs, dont Schwartz (1992), pensaient que le guichet de l'escompte était un anachronisme : avec des marchés monétaires bien développés, les banques solvables pouvaient toujours obtenir des liquidités auprès de sources privées et les besoins systémiques de liquidités pouvaient être satisfaits avec des opérations d'*open market*. L'inquiétude portait sur l'existence même des mécanismes de prêts traditionnels, puisqu'ils étaient une incitation à fournir des capitaux à des institutions insolvables. Le guichet de l'escompte n'a pas été fermé, même s'il n'a été que peu utilisé pendant de nombreuses années. Il y a eu quelques exceptions notables, en particulier la réponse de la Fed aux tragiques événements du 11 septembre 2001, qui ont provoqué la fermeture des marchés des capitaux. La Fed a étendu le crédit là où la perturbation l'exigeait et les prêts *via* le guichet de l'escompte ont presque atteint 12 Md\$ au cours de la semaine qui a suivi le 11 septembre.

268

Les premiers signes de la crise financière sont apparus à l'été 2007 avec des problèmes dans quelques fonds européens qui avaient lourdement investi dans des titres hypothécaires *subprimes* américains. En septembre 2007, les emprunts au guichet ont dépassé la moyenne mensuelle de 1 Md\$ pour la première fois en dix-sept ans. Alors que la crise prenait de l'ampleur, les emprunts ont augmenté pour atteindre 19 Md\$ en mars 2008 (le mois où la banque Bear Stearns a été vendue) et la somme sans précédent de 403,5 Md\$ en octobre 2008, à la suite de la faillite de Lehman Brothers. En plus du recours traditionnel au guichet de l'escompte, la Fed a introduit de nouveaux programmes de prêts en vertu de la Section 13(3) du *Federal Reserve Act*, qui autorisait des prêts quasi illimités à des non-banques en situation financière critique. Le total des prêts de la Fed a atteint son plus haut niveau en novembre 2008 avec 698,8 Md\$.

La Section 13(3) a été introduite en 1932 et a été utilisée avec parcimonie pendant la Grande Dépression et seulement à quelques rares occasions par la suite (Fettig, 2009). En fait, la Fed a refusé d'y recourir lors de plusieurs situations de crises précédentes (comme la

faillite de la compagnie de chemin de fer Penn Central en 1970 et la quasi-faillite de la ville de New York en 1975) qui n'avaient pas les mêmes conséquences systémiques que les événements de 2008. Elle a inversé ce précédent lorsqu'elle a arrangé la vente de Bear Stearns à Morgan Chase. À la fin de 2008, 600 Md\$ de prêts accordés en vertu de la Section 13(3) n'étaient pas remboursés.

Pour les détracteurs de la Fed, l'extension du prêt à des institutions spécifiques (soit directement, soit au travers d'instruments financiers créés spécialement et appelés « sociétés Maiden Lane », la Fed de New York étant située sur Maiden Lane) a parfaitement illustré la volonté de la banque centrale de recourir à des ressources gouvernementales pour renflouer des institutions financières et de le faire à l'abri de tout examen minutieux des officiels élus ou d'un mandat législatif spécifique. Pour beaucoup d'autres observateurs, l'habileté de la Fed et l'utilisation rapide de cette capacité de prêt lui ont permis de prévenir la tourmente qu'aurait causée l'engloutissement d'autres grandes institutions connectées et vulnérables. Le fait que la Fed ait eu raison de fournir des liquidités avec tant de libéralité ou qu'elle ait endossé un rôle de sauveur dépassant les limites convenables du rôle d'une banque centrale est une question qui sera débattue encore longtemps. Cependant, une chose est certaine, le guichet de l'escompte quasi vestigial et la capacité quasi éteinte (et largement oubliée) d'accorder des prêts sous condition de situation critique ont été au cœur de la réponse fructueuse de la Fed à la crise.

269

Avant la crise, le rôle de la Fed dans la régulation bancaire était fréquemment méconnu. La régulation des banques et des institutions financières aux États-Unis est complexe pour des raisons historiques. Il existe plusieurs agences de supervision et le principal régulateur d'une institution en particulier dépend à la fois de son agrément et de ses activités. Ainsi, une banque à charte d'État sera en principe soumise à la régulation au niveau de l'État, sauf que la Fed va s'y intéresser si elle est membre du Système de réserve fédérale et que la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) va aussi s'y intéresser si elle possède des dépôts garantis. La Fed joue un rôle essentiel dans le système. Elle est le principal régulateur des sociétés de holding bancaire, des banques étrangères et, depuis le *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999 qui autorise les sociétés financières diversifiées, des sociétés de holding financier. Ainsi, elle est le principal superviseur des sociétés financières les plus grandes et les plus diversifiées.

Même si ce rôle de régulateur a toujours fait partie des activités de la Fed, il a souvent été une préoccupation accessoire. La surveillance et l'examen des banques sont menés par les banques fédérales régionales,

très éloignées des décideurs du Conseil fédéral des gouverneurs de Washington.

Des changements dans l'industrie financière américaine dans la décennie qui a précédé la crise ont nécessité une surveillance plus importante par la Fed, alors que les organisations financières systémiques les plus importantes prenaient de l'ampleur. La législation de 1999 susmentionnée a permis la création de « supermarchés financiers » qui incluaient les activités de banque et d'assurance sur titres et de prise ferme de titres ; les restrictions (*Glass-Steagall Act*) de la période de la Grande Dépression ont été abrogées. De plus, il y a eu une consolidation considérable dans l'industrie bancaire qui a conduit à la formation de plusieurs banques gigantesques établies d'est en ouest et à une augmentation substantielle de la concentration.

Une remarque de Greenspan (2010) qui apparaît presque comme un *mea culpa* est révélatrice. À propos de la crise en cours, il écrit : « Cela fait des années que la Fed est préoccupée par la taille de plus en plus importante de nos institutions financières. La recherche conduite par la Fed n'a pas été en mesure de trouver des économies d'échelle dans le secteur bancaire, à part dans les institutions de taille modeste. Il y a une dizaine d'années, (...) j'ai constaté que les "mégabanques issues de la croissance et de la consolidation étaient des entités de plus en plus complexes qui généraient un potentiel de risques systémiques extraordinairement importants pour l'économie nationale et internationale si elles venaient à faire faillite"⁴. Malheureusement, nous avons fait peu de chose pour résoudre ce problème. »

270

Le paysage évolutif de la finance américaine nécessitait un rôle de régulation plus proactif, qui n'était pas disponible. Il n'en reste pas moins que le rôle existant de régulateur de la banque centrale a été primordial lorsque la crise a frappé. Il aurait été difficile d'apporter des réponses rapides et innovantes en termes de prêts pendant la crise sans la grande expérience pratique que le personnel de supervision de la Fed avait du système financier. Le savoir-faire et l'expertise développés au cours de la régulation bancaire et de la supervision ont une grande valeur lorsque survient une crise. Le personnel expérimenté de la Fed a été capable de s'attaquer directement aux problèmes de management et à l'évaluation des bilans des institutions en grande difficulté ou au bord de la faillite. Rien ne peut remplacer les connaissances internes qui résultent d'une relation de supervision de longue date.

La Fed du début du siècle s'est concentrée sur une politique monétaire macroéconomique, mais sa fonction historique de prêteur et son rôle de régulateur lui ont donné les moyens de répondre de façon créative et agressive lorsque la crise a frappé à l'automne 2008. Avant même que la crise ait reculé, le Congrès s'est intéressé à l'amélioration

de la régulation du secteur financier et sur la façon d'éviter les crises futures. Ces débats ont mené à l'adoption du *Dodd-Frank Act* qui s'attaque aux nombreux problèmes liés à la régulation et qui a eu plusieurs conséquences majeures sur la Fed. Dans certains cas, cette loi étend le rôle de la Fed et dans d'autres, elle le limite.

La Fed a été sévèrement critiquée pour son rôle dans le prétendu sauvetage bancaire pendant la crise. Par exemple, beaucoup de colère a été générée par son prêt à AIG, qui a permis à la compagnie d'assurances de payer ses contreparties en dérivés parmi lesquelles se trouvaient bon nombre de sociétés financières les plus importantes. Il est possible de soutenir que ces interventions ont permis de prévenir un effondrement complet des marchés des capitaux américains, mais il est tout aussi plausible de considérer que ces prêts étaient des renflouages gouvernementaux inappropriés. La colère des gens a été encore un peu plus exacerbée lorsque AIG a versé des sommes considérables pour payer les bonus qu'elle s'était engagée à verser par contrat à ses employés. Beaucoup auraient préféré une faillite qui aurait placé les bénéficiaires des bonus à la fin d'une longue file de créanciers. Néanmoins, la Fed ne pensait pas qu'une faillite ordonnée pouvait être mise en place sans causer de perturbations systémiques.

Ces attitudes sont reflétées dans la législation du *Dodd-Frank Act*, laquelle met en place des restrictions importantes aux possibilités de prêt d'urgence de la Fed aux institutions non bancaires. Premièrement, un tel prêt doit faire partie d'un programme avec une éligibilité large plutôt que d'être attribué à une institution spécifique. Deuxièmement, la législation stipule qu'un tel prêt « est destiné à fournir des liquidités et non à aider une société financière en faillite ». Troisièmement, le secrétaire au Trésor doit approuver tout programme de prêts de ce type. Il est étonnant qu'il ait un rôle à jouer dans des financements conçus pour fournir des liquidités avec des prêts correctement collatéralisés. Quatrièmement, le prêt ne doit être fait que contre un collatéral approprié et lorsqu'on peut s'attendre à ce que l'emprunteur rembourse le prêt. Cette approche de la législation peut susciter des inquiétudes quant à l'indépendance de la Fed. Cependant, seule l'expérience déterminera si ces restrictions vont entraver la capacité de la banque centrale à répondre à une autre crise.

Le Congrès a débattu de problèmes difficiles. Premièrement, il se peut qu'une capacité de prêt d'urgence soit extrêmement importante, mais elle doit être limitée pour éviter l'aléa moral de la part de sociétés qui sont généralement considérées comme trop importantes pour faire faillite. Deuxièmement, pendant une crise, il est souvent impossible de faire la différence entre un approvisionnement en liquidités et un sauvetage financier d'une société en faillite. Le premier est une fonction

adéquate d'une banque centrale indépendante, mais le second est une décision budgétaire qui devrait être laissée aux mains des autorités politiques. Assurément, une banque centrale dans une société démocratique devrait être soumise à une évaluation et être responsable devant les élus. Cependant, l'expérience de 2008 illustre l'importance d'être capable de faire des interventions opportunes en réponse à une crise réellement systémique.

Le *Dodd-Frank Act* fait également de la stabilité financière un objectif explicite de la banque centrale ; il établit expressément un nouveau vice-président pour la supervision au sein du Conseil des gouverneurs. Ainsi, la législation – au moins de manière implicite – ratifie-t-elle les réponses agressives de la Fed à une crise. De plus, il introduit de nouveaux mécanismes pour la régulation des institutions financières d'importance systémique. La Fed est l'un des principaux acteurs d'une structure complexe qui se met seulement maintenant en place.

Le Federal Stability Oversight Council (FSOC) est le nouveau régulateur systémique. Il est constitué de tous les principaux régulateurs des institutions financières, notamment la Fed, et s'appuiera sur les conseils du tout nouveau Treasury Office of Financial Research établi au sein du département du Trésor. Il sera capable de déterminer quelles sociétés financières non bancaires (en plus des sociétés de holding bancaire ayant des actifs pour un montant supérieur à 50 Md\$) sont d'importance systémique. Il pourra alors autoriser la Fed à imposer des ratios de fonds propres et de liquidité supplémentaires aux sociétés en question. La loi demande également aux sociétés d'importance systémique qu'elles développent des « testaments de leur vivant » qui prévoient leur résolution ordonnée, mais le rôle de la Fed dans ce processus est secondaire.

Dans une large mesure, la Fed avait déjà le pouvoir d'étendre la supervision aux non-banques, mais elle n'a pas réussi à reconnaître les risques systémiques qui sont apparus avec la croissance du système bancaire parallèle. La principale question concernant la régulation des institutions financières d'importance systémique introduite par le *Dodd-Frank Act* est de savoir si le nouvel instrument complexe sera en mesure de répondre de façon dynamique à l'innovation dans le secteur financier. La reconnaissance explicite des risques systémiques est un pas dans la bonne direction, mais on ne sait pas au juste si les régulateurs seront capables de coordonner efficacement un groupe d'analyse (le Treasury Office of Financial Research), une assemblée délibérante (le FSOC qui détermine quelles sont les institutions d'importance systémique et qui autorise la Fed à établir la régulation) et le régulateur (la Fed). Cela sera particulièrement difficile en présence de grandes institutions financières d'importance systémique qui utilisent leurs consi-

dérables ressources pour influencer le gouvernement lorsque celui-ci établit des règles.

Il y a d'autres éléments de la législation du *Dodd-Frank Act* qui affectent la Fed, mais ils sont de moindre importance. Le législatif requiert que la Fed divulgue (généralement dans un délai de deux années) une information complète sur tous ses programmes de prêts, y compris les noms des emprunteurs, les montants empruntés et les conditions de prêt. Cette brèche dans le secret traditionnel de la banque centrale a suscité quelques inquiétudes. Tous les détails des prêts accordés par la Fed pendant la crise sont déjà disponibles sur le site Internet du Conseil des gouverneurs et cela ne semble pas avoir causé d'effets négatifs. Enfin, il y a eu beaucoup de discussions sur la relation potentiellement trop étroite entretenue par la Fed et l'industrie financière, discussions qui ont mené à diverses propositions de changer le mode de gouvernance de la Fed, d'introduire des audits de politique monétaire et de politiser les nominations supérieures à la Fed. Le *Dodd-Frank Act* prévoit quelques changements modestes dans les procédures de gouvernance de la Fed, mais rien qui pourrait fondamentalement compromettre son indépendance.

En définitive, la Fed d'aujourd'hui est bien différente de la vision que l'on avait de la banque centrale du début du siècle présentée précédemment. Même si cette vision – d'un rôle exclusivement macropolitique – a pu être une simplification excessive de la façon dont elle fonctionnait, il est également évident que les activités de banque centrale ont profondément évolué. La Fed, en conséquence à la fois de ses expériences de la crise et des changements dans la législation consécutifs à la crise, est une institution bien différente de celle qu'elle était il y a dix ans.

Les banques centrales modernes interviennent dans trois domaines : la politique monétaire, la supervision et enfin la régulation des institutions financières individuelles et la régulation systémique du secteur financier dans son ensemble. Une leçon évidente de la crise est que les banques centrales du XXI^e siècle vont devoir gérer simultanément ces trois fonctions. Jusqu'à récemment, les liens entre ces trois domaines avaient été largement sous-estimés.

Très peu de gens contesteraient l'idée selon laquelle une politique monétaire visant la stabilisation économique doit être placée entre les mains d'une banque centrale indépendante. Les économistes ont montré que les banques centrales indépendantes obtiennent des taux d'inflation plus bas et moins volatils que celles qui sont redevables auprès de gouvernements au pouvoir et qu'elles acquièrent ces résultats sans générer de coûts à long terme pour la production économique. Certains soutiennent encore que la fonction d'une banque centrale devrait

commencer et se terminer avec les objectifs macroéconomiques de la politique monétaire et que tout autre obligation la détournerait de son objectif principal de stabilisation économique (ou, plus spécifiquement, de stabilité des prix). Néanmoins, cette approche ne tient pas compte des liens importants qui existent entre la prise de décisions en matière de politique monétaire, la régulation financière et la supervision prudentielle, approche qui privilégie un rôle plus étendu de la banque centrale moderne. En plus de ses effets macroéconomiques, la politique monétaire peut affecter le comportement des institutions financières et pourrait engendrer des faiblesses dans le système financier.

Un exemple de ces liens est la politique monétaire poursuivie par la Fed au début des années 2000. Celle-ci a commencé à réduire son objectif de taux directeur avant même que l'économie commence à se contracter et il est rapidement tombé de 6 % à 1,75 % en 2001. Même si l'expansion a commencé en novembre 2001, l'objectif de taux directeur a de nouveau été revu à la baisse à la fin de 2002 et au milieu de 2003. Il a atteint son plus bas record (à cette époque) de 1 % en juin 2003 et a été maintenu à ce niveau pendant douze mois. Ainsi, la première hausse dans l'objectif de taux directeur est survenue vingt-neuf mois après la fin de la récession. D'après une mesure possible, le taux directeur réel de la Fed a été négatif pendant cinq ans. À l'époque, dans ses débats de politique monétaire, la Fed a exprimé son inquiétude à propos de la déflation et de la fragilité d'une reprise datant déjà de deux années. Même s'il a été fait état de certains problèmes qui ont pris de l'importance dans les années suivantes – refinancement des prêts hypothécaires, pratiques comptables dans les institutions financières spécialisées d'intérêt public et croissance « soutenue » de M2 –, les risques, à la hausse comme à la baisse, concernant les deux macroobjectifs ont dominé les discussions autour de la politique monétaire.

Même s'il serait injuste de tenir les décisions prises par la Fed au début des années 2000 pour responsables des problèmes systémiques survenus plus tard dans la décennie, cette insistance sur les conditions macroéconomiques signifiait que personne au sein de la Fed ne se posait seulement la question de savoir si la politique monétaire pouvait avoir des conséquences systémiques sur le marché du crédit. Les événements ultérieurs ont montré que la banque centrale du XXI^e siècle devait éviter cette coupure entre politique monétaire macroéconomique et ses autres fonctions.

Les banques centrales ont commencé en tant que banques exerçant d'importantes activités de prêt, à la fois de façon régulière et en tant que prêteurs en dernier ressort. Leur fonction en matière de politique

monétaire trouve son origine dans leurs activités de prêt, lorsque les premières banques centrales se sont aperçues que leurs prêts influençaient la disponibilité du crédit, les taux d'intérêt et le cours de l'or, avant même que leur rôle en matière de politique monétaire ne soit reconnu. En tant que prêteur régulier du système financier et parfois prêteur en dernier ressort lorsque des problèmes spécifiques de liquidité menacent le fonctionnement du système bancaire, la banque centrale a un intérêt évident à connaître la viabilité de ses clients. Tout prêteur devrait posséder une information suffisante sur ses emprunteurs afin d'être en mesure d'accorder des prêts sains. Ainsi, ce n'est pas un hasard si le prêteur en dernier ressort a aussi joué un rôle dans la régulation et la supervision bancaires.

Les activités de prêt de la Fed sont devenues moins importantes à la fin du XX^e siècle, lorsque la menace de paniques bancaires a reculé après que l'assurance-dépôt a été introduite et tandis que se développaient d'autres moyens d'obtenir des liquidités. La régulation bancaire est devenue un élément moins central des activités de la Fed. Au Royaume-Uni, elle a complètement été transférée de la Bank of England à la Financial Supervisory Authority (FSA), même si cela est à nouveau en train de s'inverser. Le fait que la BCE n'ait aucun rôle direct dans la supervision bancaire a conduit à des difficultés à répondre à certains aspects de la crise de l'euro.

275

L'expérience de la crise a démontré la pertinence, depuis le début du XXI^e siècle, des capacités de prêt de la banque centrale. Tant que le prêt continue d'être l'une de ses fonctions importantes, il est essentiel que le prêteur soit en mesure d'obtenir des informations opportunes sur tout emprunteur potentiel. Cela est un élément clé de l'argument selon lequel elle devrait avoir un rôle dans la régulation et la supervision bancaires. Elle a besoin de connaître ses clients.

Les avantages d'une association entre le prêteur en dernier ressort et la supervision vont au-delà des avantages d'une communication rapide. Le savoir-faire et l'expertise développés au cours de la régulation et de la supervision peuvent aider le prêteur en dernier ressort à innover lorsque cela est nécessaire pendant une crise de liquidité. De la même façon, l'expérience en matière de régulation et de supervision peut être essentielle pour le développement d'une régulation efficace du risque systémique.

L'étendue des activités de régulation bancaire qui devraient incomber à la banque centrale est une question complexe. Le rôle de prêteur en dernier ressort est d'une pertinence des plus importantes lorsqu'il s'agit de traiter avec des institutions dont l'instabilité constitue une menace directe pour le système financier dans son ensemble. L'expérience de la crise récente suggère que les grandes institutions financières

complexes (*large complex financial institutions* – LCFI) ont plus de chance d'être à l'origine d'une perturbation systémique. Pour cette raison, il y aurait ici un argument plus solide en faveur du fait d'associer le prêteur en dernier ressort à la supervision des LCFI qu'à la supervision des autres institutions financières. Le projet du *Dodd-Frank Act* reconnaît que parmi les institutions qui peuvent présenter des risques systémiques se trouvent les institutions financières autres que les banques. Pendant la panique financière, la Fed a dû faire des pieds et des mains pour compenser le fait qu'elle n'avait que peu de liens avec le système bancaire parallèle.

Même si le risque systémique n'est pas une idée nouvelle, la notion de fonction explicite de régulation du risque systémique est nouvelle. S'occuper des menaces systémiques était une fonction implicite de la Fed parce que sa capacité de prêteur en dernier ressort était l'ultime outil disponible pour répondre aux risques systémiques. Lorsque le fonctionnement du système financier a été menacé par la panne informatique qui perturba les compensations de titres en 1985, par les inquiétudes liées au *bug* du passage à l'an 2000 ou encore par les attaques terroristes du 11 septembre 2001, le guichet de l'escompte de la Fed a été utilisé pour répondre aux problèmes. La disponibilité de ce guichet pour les prêts d'urgence a fait de celui-ci l'outil principal de la banque centrale pour répondre aux défaillances systémiques d'exploitation.

276

Les possibilités de prêt sont peut-être l'outil pour répondre aux problèmes systémiques, mais la mise en place d'une autorité de régulation macroprudentielle est une tout autre question. Le régulateur devrait être en mesure de contrôler et de mesurer les risques systémiques et d'entreprendre des actions de régulation afin de réduire ces risques avant qu'ils ne déclenchent une crise. La banque centrale est bien adaptée pour ce rôle en raison de ses liens existants avec le système financier et, comme le souligne la crise récente, il est précieux d'avoir une autorité qui soit formellement chargée de répondre aux risques systémiques. Comme cela a auparavant été remarqué, le projet du *Dodd-Frank Act* met en place une fonction de régulation systémique pour les États-Unis, mais c'est une fonction que la Fed va partager avec le FSOC.

Le régulateur du risque systémique devrait avoir une influence qui s'étend dans de multiples directions. Premièrement, il a besoin d'augmenter la surveillance et la supervision d'institutions qui sont tellement grandes et tellement interconnectées que toute insolvabilité de leur part engendrerait des problèmes systémiques. Deuxièmement, il doit être en mesure de s'occuper des problèmes systémiques qui peuvent émaner d'institutions plus petites faisant face à une vulnérabilité ordinaire.

Troisièmement, il doit avoir autorité sur le système bancaire parallèle et notamment sur toute institution nouvelle, ou instrument nouveau, qui pourrait créer des risques systémiques. Par exemple, les institutions bancaires parallèles – comme les sociétés de Bourse – qui dépendent du marché collatéralisé des pensions livrées ont largement contribué à la crise. Quatrièmement, les conditions économiques peuvent générer une activité risquée du point de vue systémique. L'expansion rapide du crédit, la détérioration des normes en matière de crédits et les bulles spéculatives sont autant de macroproblèmes qui peuvent engendrer des fragilités systémiques. Le nouveau terme de « régulation macroprudentielle » reflète la prise de conscience consécutive à la crise selon laquelle la politique monétaire doit en permanence être consciente de ses propres implications sur la stabilité systémique.

En conséquence de l'expérience de la crise, la Fed et d'autres banques centrales ont des outils qui peuvent être utilisés pour répondre aux problèmes systémiques. Mais la régulation systémique va au-delà des outils pour répondre à une crise. Premièrement, tant que la banque centrale aura autorité pour prêter dans des situations d'urgence, elle devra, comme cela a été soutenu ci-dessus, avoir un rôle dans la régulation des institutions qui pourraient présenter des risques systémiques. Deuxièmement, la régulation du risque systémique nécessite le développement de normes de risque – autrement dit, d'une politique macroprudentielle – pour le secteur financier dans son ensemble. On sait peu de choses sur les outils permettant de mesurer le risque systémique et sur les instruments permettant de le réguler. Un cadre de politique macroprudentielle commence à être mis en place par le biais du FSOC aux États-Unis, mais aussi ailleurs dans le monde. Le risque systémique n'est peut-être pas une idée nouvelle, mais sa gestion et la régulation macroprudentielle le sont.

L'expérience nous a appris comment, par exemple, établir le ratio de capital minimal pour une institution individuelle fonctionnant dans un environnement ordinaire. Mais on a peu d'expérience dans la détermination des tampons supplémentaires que les institutions d'importance systémique et le système dans son ensemble ont besoin de maintenir en présence d'un choc systémique ou d'une crise.

Les autorités monétaires, à la fois en Europe et aux États-Unis, ont rapidement fait des efforts en matière de gestion prudentielle, et ce, immédiatement à la suite de la crise, sous la forme de stress tests (tests de résistance bancaire). Ces tests posent l'hypothèse d'un choc et simulent ses effets sur le bilan des institutions financières afin de déterminer si elles ont suffisamment de fonds propres pour faire face au stress conjecturé. Les premiers stress tests conduits par la Fed l'ont été sur dix-neuf des plus grandes sociétés de holding bancaire aux États-

Unis. Les résultats, annoncés en mai 2009, ont eu un effet apaisant sur les marchés financiers car les déficits de fonds propres étaient moins importants que ce qui avait été redouté.

En conclusion, la politique monétaire, la régulation des institutions financières et la régulation macroprudentielle sont étroitement liées. Par conséquent, un argument peut être invoqué en faveur du fait de conférer à la banque centrale un rôle dans ces trois domaines. Même si l'on considère la politique macroéconomique comme étant la principale fonction de la banque centrale, cette dernière a besoin de contrôler les institutions financières car aucune politique macroéconomique ne peut porter ses fruits en l'absence de stabilité financière. Et puisque les objectifs de stabilité économique ne peuvent être atteints sans stabilité financière, les rôles macroéconomique et macroprudentiel sont liés. Le rôle de microrégulation est lui aussi impliqué puisque les grandes institutions complexes ainsi que les paniques au sein des institutions plus petites peuvent avoir des implications systémiques.

278

Ces rôles étendus de la banque centrale du XXI^e siècle ne sont pas sans risques. Les réponses d'urgence à une crise, comme celles mises en place en 2008-2009, peuvent empiéter sur la politique fiscale et impliquer des considérations politiques qui pourraient compromettre l'indépendance de la banque centrale et sa capacité à poursuivre son rôle initial macroéconomique. Goodfriend (2010) rappelle que les sauvetages financiers opérés par la banque centrale sont des décisions fiscales politiquement contestables qui peuvent détruire son indépendance⁵. Les décisionnaires étaient conscients que leurs réponses innovantes à la crise augmentaient le rôle politique de la Fed. Au plus fort de la crise, en mars 2009, la Fed et le Trésor américain ont publié un communiqué qui donnait un aperçu de leurs rôles respectifs et des différences qui existaient entre les deux organismes. Le projet du *Dodd-Frank Act* de 2010 aboutira à un partage du pouvoir avec les autres régulateurs et le Trésor américain dans le domaine potentiellement litigieux du point de vue politique de la gestion du risque systémique.

Ainsi, les banques centrales auront des rôles plus étendus qu'à la fin du XX^e siècle et agiront dans un environnement potentiellement bien plus politisé. Le monde de la banque centrale ne sera plus jamais le même.

NOTES

1. Voir : Levine (2010) pour une analyse de la crise et de ses causes.
2. Pour plus d'informations sur l'évolution du rôle des banques centrales, se référer à Wachtel (2011) ; voir également : Blinder (2010), Borio (2011) et Goodhart (2010).
3. Pour une analyse supplémentaire du rôle de la Fed dans la crise, voir : Cooley et al. (2011) et Goodfriend (2010).
4. Discours adressé à l'American Bankers Association le 11 octobre 2009.
5. Meltzer (2010) suggère que la Fed n'a jamais été complètement autonome au plan politique. Son indépendance pourrait être une vision idéalisée de la réalité.

BIBLIOGRAPHIE

- BLINDER A. S. (2010), « How Central Should the Central Bank Be ? », *Journal of Economic Literature*, vol. 48, n° 1, pp. 123-133.
- BORIO C. (2011), « Central Banking Post-Crisis : What Compass for Uncharted Waters ? », Bank for International Settlements, *Working Papers*, n° 353.
- COOLEY T., SCHOENHOLTZ K., SMITH G. D., SYLLA R. et WACHTEL P. (2011), « The Power of Central Banks and the Future of the Federal Reserve System », in *Regulating Wall Street the Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, Acharya V., Cooley T., Richardson M. et Walter I. (éd.), John Wiley & Sons.
- FETTIG D. (2009), « The History of a Powerful Paragraph », Federal Reserve Bank of Minneapolis, *The Region*, juin. Disponible sur le site : www.minneapolisfed.org/publications_papers/pub_display.cfm?id=3485.
- GOODFRIEND M. (2010), « Central Banking in the Credit Turmoil : an Assessment of Federal Reserve Practices », Carnegie Mellon University et National Bureau of Economic Research, avril.
- GOODHART C. A. E. (2010), « The Changing Role of Central banks », Bank for International Settlements, *Working Papers*, n° 326, novembre.
- GREENSPAN A. (1999), *Testimony to US House of Representatives Committee on Banking and Financial Services*, 22 juillet.
- GREENSPAN A. (2010), « The Crisis », *Brookings Papers on Economic Activity*, printemps.
- LEVINE R. (2010), « An Autopsy of the US Financial System : Accident, Suicide or Negligent Homicide », *Journal of Financial Economic Policy*, vol. 2, n° 3, pp. 196-213.
- MELTZER A. (2010), « Politics and the Fed », Carnegie Rochester Conference « The Future of Central Banking », avril.
- SCHWARTZ A. (1992), « The Misuse of the Fed's Discount Window », Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review*, septembre-octobre, pp. 58-69.
- WACHTEL P. (2011), « Central Banking for the 21st Century : an American Perspective », in *Post-Crisis Growth and Integration in Europe*, Nowotny E., Mooslechner P. et Ritzberger-Grünwald D. (éd.), Edward Elgar Publishing.

