

Faut-il s'inquiéter des pertes des banques centrales ?

Théodore Humann, Kris James Mitchener & Éric Monnet*

Depuis 2021, la hausse des taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation se traduit par des pertes financières importantes pour les banques centrales des économies avancées, qui devraient encore s'accroître en 2023 et 2024. Ces pertes ne sont pas dues à la baisse du prix des actifs détenus par les banques centrales et leur revente, mais à la différence entre le faible rendement des actifs, achetés lors des politiques d'assouplissement quantitatif, et l'augmentation du taux d'intérêt des dépôts des banques à la banque centrale. L'effet d'une hausse des taux sur les finances des banques centrales n'est pas mécanique comme l'illustre la précédente période de hausse rapide des taux d'intérêt dans les années 1980 : contrairement à aujourd'hui, les mesures de désinflation avaient alors augmenté les bénéfices des banques centrales. Les comparaisons historiques montrent également que lorsque des pertes surviennent, comme dans les années 1970 à cause des taux de change, elles ne nécessitent pas forcément un transfert financier du gouvernement et ne discréditent pas la politique monétaire.

Les banques centrales ont réagi à la récente montée de l'inflation par des politiques de resserrement monétaire. Pour beaucoup d'entre elles, la hausse rapide des taux a laissé peu de temps pour réduire leurs bilans gonflés par les politiques d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) menées en réponse à la crise financière mondiale de 2008, puis à la pandémie de Covid-19. Les achats d'actifs s'étaient effectués dans un environnement de taux d'intérêt très bas, voire négatifs, et portaient principalement sur de la dette à longue échéance (près de dix ans en moyenne), l'objectif étant de relancer l'économie en faisant baisser les taux à long terme. Pour lutter aujourd'hui contre l'inflation, les banques centrales ne revendent pas les actifs qu'elles détiennent (elles se contentent d'arrêter d'en acheter¹), mais augmentent leur taux d'intérêt, y compris le taux auquel elles rémunèrent les dépôts que les banques détiennent auprès d'elles, à leur passif.

■ Pourquoi les banques centrales font des pertes

Les pertes des banques centrales peuvent être dues à trois raisons. Premièrement, les pertes sur les actifs domestiques peuvent être causées soit par la vente de titres à des prix inférieurs à leur valeur d'acquisition, soit par la défaillance des emprunteurs dans le cas de prêts non garantis.

Les actifs domestiques des banques centrales sont comptabilisés à leur valeur comptable (c'est-à-dire à leur valeur au moment de l'achat), de sorte que les variations de prix de ces actifs ne génèrent pas de pertes tant qu'ils ne sont pas revendus. Deuxièmement, les réévaluations des avoirs en devises étrangères peuvent générer des pertes, lorsque la monnaie nationale s'apprécie par rapport aux actifs libellés en monnaies de réserve. Troisièmement, des pertes apparaissent si la rémunération globale du portefeuille d'actifs est inférieure au coût du passif. C'est la situation que nous observons actuellement dans la plupart des économies avancées à la suite de la hausse des taux. Le décalage entre un faible rendement de l'actif et un coût croissant du passif a entraîné des pertes financières conséquentes pour les banques centrales et suscité des inquiétudes de la part des gouvernements.

Pourtant, la plupart des banques centrales ont absorbé leurs pertes en 2022 en utilisant leurs réserves et provisions, et donc sans recours à une aide financière extérieure (tableau 1). Cela a entraîné une très forte réduction ou l'absence de bénéfices reversés à l'État. Mais les pertes attendues en 2023 sont bien plus importantes et pourraient entraîner la publication d'un capital négatif (les pertes accumulées à l'actif étant supérieures aux fonds propres) ou un transfert du gouvernement pour éponger les pertes.

Dans le paysage actuel, il faut souligner la singularité de la Suisse, qui illustre le cas où les pertes de la banque centrale sont dues aux pertes sur les réserves de change². Contrairement à la dette publique – ou aux

* Théodore Humann est doctorant à Sciences Po Paris. Kris James Mitchener est professeur, titulaire de la chaire Robert and Susan Finocchio, à la Leavey School of Business de l'université de Santa Clara, et chercheur affilié au CAGE, CESifo, NBER et CEPR. Éric Monnet est conseiller scientifique au CEPII, directeur d'études à l'IEHES, professeur à l'École d'économie de Paris et chercheur affilié au CEPR.

1. La Banque d'Angleterre est une exception puisque des titres achetés lors du *quantitative easing* ont été revendus. Mais du fait du cadre institutionnel singulier mis en place au Royaume-Uni (*Asset Purchase Facility*), les pertes liées à ces ventes sont prises en charge par le Trésor et non par la banque centrale.

2. Pinter, J. & Pourroy, M. (2023). How can Financial Constraints Force a Central Bank to Exit a Currency Peg? An Application to the Swiss Franc Peg. *Journal of Macroeconomics*, vol.75, 103493.

Tableau 1 – Les pertes des banques centrales sont apparues en 2022 et vont s'accroître en 2023

Réserve fédérale (Fed)	Malgré un quatrième trimestre 2022 déficitaire, la Fed est parvenue à maintenir un résultat opérationnel positif en 2022. Ses pertes devraient croître au cours des deux années à venir pour atteindre 60 milliards de dollars en 2024 dans le scénario médian, et 180 milliards de dollars dans le scénario pessimiste (soit 2,25 % de l'actif). Les premières pertes de l'histoire de la Banque (créée en 1913) devraient être inscrites au bilan et couvertes par les profits futurs de la Fed.
Banque centrale européenne (BCE)	En 2022, la BCE a subi une légère perte de 1,6 milliard d'euros (0,2 % de ses actifs), qui a été couverte par ses provisions. L'éventuelle insuffisance de fonds propres de la BCE (environ 50 milliards d'euros fin 2022) dans la couverture des pertes à venir pourrait poser la question d'une recapitalisation par les banques centrales nationales, en l'absence de mécanisme de gestion des pertes clairement établi dans les statuts de la BCE.
Deutsche Bundesbank	La Bundesbank a affiché une perte de 172 millions d'euros en 2022, soit 0,1 % du total de ses actifs, après une année de faibles pertes en 2021 (7 millions d'euros). Si cette perte a été couverte par des provisions suffisantes, celle attendue pour 2023 pourrait, selon la Bundesbank, excéder ses fonds propres (réserves et capital valorisés à environ 20 milliards d'euros).
Banque de France (BdF)	La BdF est parvenue à maintenir un profit positif en 2022, de 5,5 milliards d'euros, dont la majeure partie a été transférée aux provisions en vue des difficultés financières attendues pour l'exercice comptable 2023, et ainsi ne pas générer un capital négatif ni solliciter de recapitalisation de l'État, son actionnaire unique.
Banque d'Angleterre	À la fin de son exercice 2022, la Bank of England Asset Purchase Facility a enregistré une perte de 170 milliards de livres, soit 6,5 % du PIB. Ayant un bilan séparé de celui de la Banque d'Angleterre et étant constitué des actifs achetés dans le cadre du <i>quantitative easing</i> , cette facilité bénéficie de l'engagement du Trésor public à assumer les pertes. Le profit de la Banque elle-même n'est pas pour l'instant entré en territoire négatif.
Banque nationale suisse	La Banque nationale suisse a affiché des pertes de 132,5 milliards de francs sur son portefeuille en devises étrangères, soit 15 % du total de ses actifs. Ces pertes n'ont pas donné lieu à une recapitalisation par l'État fédéral et ont été pour la majeure partie couvertes par les réserves de la Banque, et inscrites au bilan pour être reportées sur l'exercice comptable ultérieur. Il est attendu que ces pertes se poursuivent sur l'année 2023.
Banque du Canada	La Banque du Canada a subi en 2022 une perte de 1,1 milliard de dollars canadiens, soit 0,3 % de ses actifs. Elle prévoit que ses pertes devraient s'accroître au cours des trois années à venir pour atteindre en cumulé 4 à 9 milliards de dollars canadiens.

Sources : Rapports annuels et communiqués des banques centrales.

obligations d'entreprises domestiques –, les réserves de change (devises ou dettes étrangères) sont comptabilisées au prix du marché dans les bilans financiers des banques centrales. Leur valeur courante en monnaie nationale dépend donc du taux de change et des variations du prix des actifs. Puisque la Suisse a principalement mené une politique monétaire expansionniste depuis la crise de 2008 en achetant des réserves de change – plutôt que de la dette publique – pour éviter une trop forte appréciation du franc suisse, la Banque nationale suisse enregistre des pertes lorsque ce dernier gagne de la valeur par rapport aux autres monnaies³.

■ La presse financière s'inquiète, les économistes rassurent

Les difficultés financières peuvent ternir l'image des banques centrales auprès du public, d'autant que la presse financière a attisé les craintes en titrant, par exemple, « Une décennie de largesses des banques centrales menace les contribuables alors que des pertes se profilent » ou « La chute des héros : les banques centrales font face à une crise de crédibilité alors que les pertes s'accumulent »⁴. La Cour des comptes allemande a aussi suggéré que les pertes de la banque centrale devraient être prises en charge par le gouvernement, avec pour conséquence un coût budgétaire important⁵.

Ces proclamations fébriles contrastent avec le point de vue dominant des économistes et des juristes, pour qui les pertes et les capitaux propres négatifs des banques centrales n'ont pas d'effet sur leur capacité à fonctionner efficacement, tant que la création monétaire n'est pas utilisée pour compenser ces pertes⁶. En effet, les banques centrales sont des

institutions de nature très spéciale. Elles peuvent enregistrer des pertes, mais pas faire faillite car elles n'ont pas à rembourser la monnaie qu'elles créent, ni de créancier envers qui faire défaut⁷.

Une note récente publiée par la Banque des règlements internationaux invite ainsi les banques centrales à « atténuer le risque d'erreurs de perception des pertes par une communication efficace », en expliquant les raisons des pertes et en soulignant qu'il est peu probable qu'elles compromettent leur capacité à atteindre leurs objectifs⁸. Dès lors, pour communiquer efficacement dans le contexte actuel, les banques centrales doivent comprendre pourquoi les pertes surviennent, comment les épisodes de pertes précédents ont été gérés et s'ils ont constitué une menace pour leur crédibilité et leur indépendance.

L'analyse la plus récente et la plus complète des pertes des banques centrales s'appuie sur des données commençant au début des années 1990⁹. On connaît en revanche peu les effets dans les années 1980 du « choc Volcker » – du nom du président de la Fed qui fut le premier à ouvrir le bal d'une hausse de taux d'intérêt spectaculaire pour lutter contre l'inflation – ni ceux, au cours des années 1970, de l'effondrement du système de Bretton Woods, confrontant les banques centrales à la plus grande volatilité des taux de change depuis la Seconde Guerre mondiale.

■ Les resserrements monétaires des années 1980 n'ont pas entraîné de pertes

A priori, le choc Volcker, qui a débuté en octobre 1979, aurait pu entraîner des pertes pour la Fed et les autres banques centrales. Cela aurait été le cas si les banques centrales avaient revendu des titres pour faire baisser

3. Monnet, É. (2023). Les mutations du système monétaire international. *L'Économie mondiale 2024*, La Découverte, p. 71-86.

4. Canepa, F. (2022). Decade of central bank largesse haunts taxpayers as losses loom. *Reuters*, 25 octobre ; Treeck, J. (2022). Fallen Heroes: Central Banks Face Credibility Crisis as Losses Pile up. *Político*, 1^{er} décembre.

5. Chazand, G. & Arnold, M. (2023). Bundesbank May Need Recapitalisation to Cover Bond-buying Losses. *Financial Times*, 26 juin.

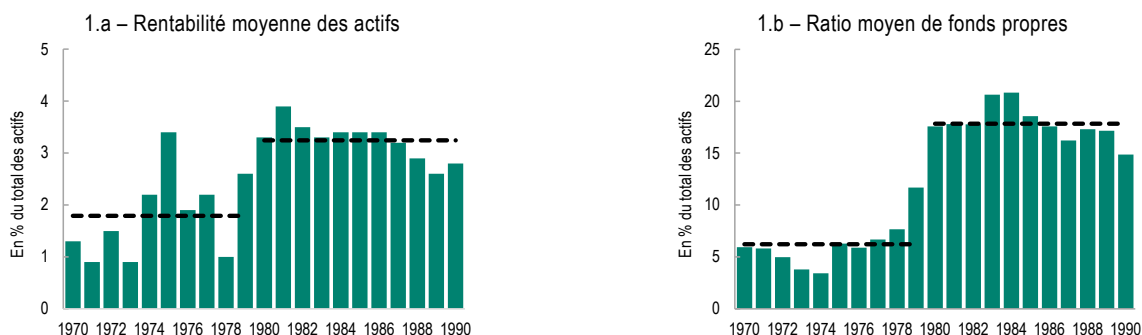
6. Allen, J., Bateman, W., Gleeson, S., Kumhof, M., Lastra, R. & Omarova, S. (2020). Central Bank Money: Liability, Asset, or Equity of the Nation? CEPR. *Discussion Paper*, n° 15521 ; Archer, D. & Moser-Boehm, P. (2013). Central Bank Finances. *BIS Papers*, n° 71 ; Reis, R. (2013). Central Bank Design. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27(4), p. 17-44.

7. Monnet, É. (2021). *La Banque-providence. Démocratiser les banques centrales et la monnaie*, Le Seuil. Cela n'est toutefois pas vrai si la banque centrale doit légalement échanger la monnaie domestique en monnaie étrangère (ou en or) sur demande, ce qui n'est pas le cas dans les pays étudiés ici.

8. Bell, S., M. Chui, Gomes, T., Moser-Boehm, P. & Pierres Tejada, A. (2023). Why Are Central Banks Reporting Losses? Does it Matter? *BIS Bulletin*, n° 68.

9. Goncharov, I., Ioannidou, V. & Schmalz, M. C. (2023). (Why) Do Central Banks Care about their Profits? *Journal of Finance*, vol. 78 (5), p. 2413-3049.

Graphique 1 – La politique anti-inflationniste des années 1980 a généré une hausse des profits des banques centrales



Notes : Les niveaux moyens de rentabilité des actifs (ROA, *return on assets*) – le total des profits rapporté au total des actifs – et de ratio de fonds propres sont la moyenne de ceux des dix banques centrales de l'échantillon (Allemagne, Australie, Belgique, États-Unis, France, Italie, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni et Suisse). Les lignes pointillées correspondent aux moyennes par décennie.

Sources : Calculs des auteurs à partir des rapports annuels des banques centrales.

la création monétaire ou si, comme aujourd'hui, un décalage existait entre le rendement de l'actif et la rémunération du passif. Mais ce n'est pas ce qui s'est produit : le rendement moyen des actifs (ROA) des banques centrales des pays avancés est passé de 1,9 % dans les années 1970 à 3,4 % dans les années 1980 et les capitaux propres par rapport au total des actifs, une autre mesure de la situation financière, de 6,2 % dans les années 1970 à 17,8 % dans les années 1980 (graphique 1). Ces deux indicateurs ont fortement augmenté à partir de 1979 et ont atteint leurs sommets en 1982-1984, période correspondant aux politiques de désinflation des banques centrales occidentales.

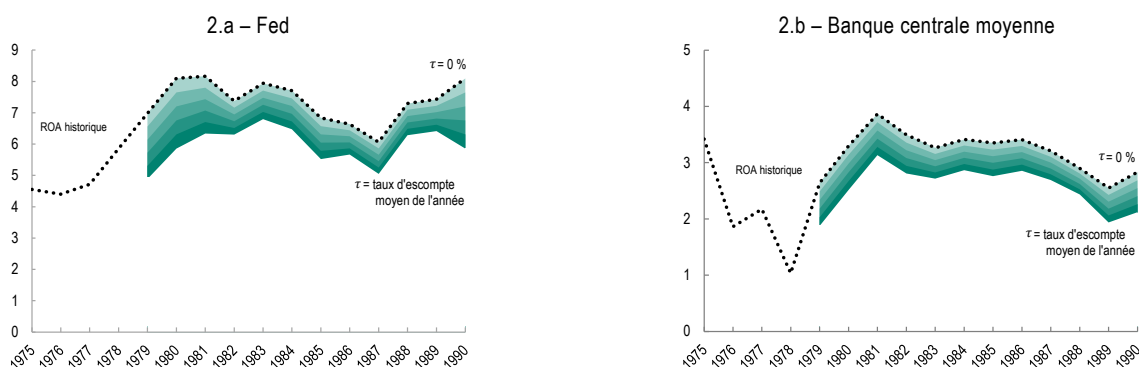
L'absence de pertes est due au fait que les politiques de désinflation ont été menées sans que les bilans nominaux des dix banques centrales ne diminuent. Autrement dit, elles n'ont pas eu besoin de revendre leur actif (et donc de détruire de la monnaie) pour que la hausse des taux se transmette à l'économie. En raison de cette bonne situation financière, les bénéfices transférés par les banques centrales aux gouvernements sont passés de 0,15 % du PIB en moyenne en 1970-1979 à 0,22 % en 1980-1990.

Pourquoi les politiques désinflationnistes des années 1980 n'ont-elles pas affaibli les finances des banques centrales ? Tout d'abord, les revenus des opérations de prêt ont augmenté avec la hausse des taux d'intérêt alors que le total des actifs n'a pas diminué. Ensuite, et contrairement à aujourd'hui, les banques centrales ne rémunéraient pas les dépôts des banques à la banque centrale (réserves bancaires)¹⁰. Cela peut laisser penser que les banques centrales des années 1980 auraient sans doute fait des pertes si elles avaient appliqué un taux d'intérêt aux réserves bancaires¹¹.

Ce n'est pourtant pas le cas. Si l'on simule ce qu'aurait été la rentabilité des banques centrales si elles avaient rémunéré leurs réserves jusqu'à un taux égal au taux d'intérêt directeur de la banque centrale, on constate que cela ne les conduit pas à faire des pertes (graphique 2). Les conclusions sont similaires, qu'il s'agisse de la Fed – la première à augmenter ses taux – ou de la moyenne des banques centrales.

L'absence de rémunération des réserves bancaires ne suffit donc pas à expliquer pourquoi la politique anti-inflationniste des années 1980 a été associée à une hausse du profit des banques centrales. Ce n'est qu'en

Graphique 2 – Même en rémunérant les réserves des banques, les banques centrales des années 1980 n'auraient pas connu de pertes



Notes : La ligne en pointillé correspond aux niveaux de rentabilité des actifs (ROA) observés pour la Fed et la banque centrale moyenne de l'échantillon (dont la Fed). Les nuances de vert présentent l'évolution simulée du ROA lorsque le taux de rémunération des réserves bancaires augmente de 0 % (sa valeur de l'époque) jusqu'à la valeur du taux d'intérêt directeur de la banque centrale (taux d'escompte moyen de l'année).

Sources : Calculs des auteurs à partir des rapports annuels des banques centrales.

10. La Banque centrale européenne a annoncé fin juillet 2023 que les réserves minimum (obligatoires) que les banques doivent déposer à la banque centrale ne seront plus rémunérées à partir du 20 septembre 2023. Les réserves obligatoires sont égales à 1 % des dépôts bancaires (détenus par les ménages et entreprises) avec une échéance inférieure à 2 ans. Les dépôts excédentaires des banques à la banque centrale demeurent quant à eux rémunérés (au taux de 3,75 % actuellement). Ces derniers représentent 96 % de l'ensemble des dépôts des banques à la BCE. La mesure aura donc un effet faible sur les revenus nets de la BCE.

11. De Grauwe, P. & Ji, Y. (2023). Monetary Policies that Do Not Subsidise Banks. *VoxEU.org*, 9 janvier.

combinant les trois principales caractéristiques des banques centrales actuelles – rémunération des réserves, bilans importants et actifs achetés précédemment avec des échéances longues et des taux d'intérêt faibles (ces deux dernières caractéristiques étant liées) – que l'on parvient à générer des pertes pour les banques centrales dans les années 1980¹². Aucune d'entre elles n'est suffisante à elle seule.

■ Les pertes des années 1970 n'ont pas mis les banques centrales en difficulté

Dans les années 1970, avant le début du resserrement des taux d'intérêt au niveau mondial, plusieurs banques centrales européennes ont au contraire enregistré des pertes substantielles sur leurs avoirs en devises à la suite des dévaluations du dollar en 1971 et 1973, puis de sa dépréciation, consécutive à l'effondrement du système de Bretton Woods au cours des années 1970. L'Allemagne et la Suisse ont été particulièrement affectées. Les pertes de la Bundesbank ont atteint leur maximum en 1973, s'élevant à 5,3 % du total de ses actifs. Ces pertes ont été reportées sur l'exercice comptable ultérieur en les couvrant par des bénéfices futurs, sans qu'il n'y ait besoin de transfert financier du gouvernement vers la banque centrale. En 1978, la Banque nationale suisse a également enregistré des pertes, représentant 5,6 % du total de ses actifs, pertes également reportées et compensées par les bénéfices des deux années suivantes. Dans ces deux cas, les pertes n'ont pas été considérées comme un obstacle à la capacité de la banque centrale à mener à bien sa politique monétaire. L'Allemagne et la Suisse sont d'ailleurs les pays où l'inflation moyenne a été la plus faible au cours des années 1970 et où l'indépendance de la banque centrale est élevée¹³.

Les pertes de change peuvent être traitées de manière comptable lorsque les réserves de change sont détenues par la banque centrale. En revanche, elles sont directement prises en charge par le gouvernement lorsqu'elles sont détenues par des fonds de stabilité des changes, ce qui était le cas en France dans les années 1970. Ces fonds sont en effet gérés par la banque centrale, mais ce sont des entités avec un bilan comptable indépendant qui est généralement directement lié au ministère

des Finances. Dans les pays qui disposent encore d'un tel fonds spécial (par exemple, les États-Unis, le Canada, le Royaume-Uni), les pertes de change seraient donc supportées par le Trésor. Au contraire, en Suisse aujourd'hui, c'est toujours la banque centrale qui enregistre les pertes.

Resserments monétaires et pertes financières ne vont pas nécessairement de pair comme l'illustrent les mesures anti-inflationnistes des années 1980 qui ont, au contraire, conduit à un accroissement des profits des banques centrales. Car ce qui importe vraiment n'est pas l'ampleur de la hausse des taux, mais l'héritage laissé par les politiques que les banques centrales ont menées auparavant. Or le bilan des banques centrales dans les années 1980 n'était pas marqué par une décennie d'achats massifs d'actifs à faibles taux d'intérêt et à longue échéance, et les réserves des banques auprès d'elles n'étaient pas rémunérées. Le fait que les pertes actuelles soient dues à la singulière coïncidence historique de ces deux facteurs, qui crée une différence trop grande entre la rémunération de l'actif et le coût du passif, implique que les pertes seront transitoires et diminueront à mesure que les titres financiers détenus par la banque centrale arriveront à échéance. Le portefeuille d'actifs à faible rendement et d'une maturité plus longue verra sa rémunération moyenne graduellement remonter au cours des années à venir, au fur et à mesure de son renouvellement. C'est d'ailleurs ce que des simulations comptables réalisées par le FMI viennent de confirmer pour la BCE¹⁴.

Les cas de la Suisse et de l'Allemagne dans les années 1970 montrent par ailleurs que les pertes transitoires des banques centrales peuvent être gérées de manière comptable sans nécessiter une recapitalisation ou un transfert du gouvernement.

Si les pertes actuelles ne constituent pas une menace pour la stabilité financière des banques centrales, elles pourraient, en l'absence de justification efficace, nuire à leur légitimité, surtout en période de marge de manœuvre budgétaire limitée et lorsque la rémunération des réserves est perçue comme un transfert de bénéfices aux banques commerciales¹⁵. Pour convaincre le public que leurs pertes financières actuelles ne sont pas illégitimes, les banques centrales n'ont d'autre choix que de justifier leur cadre opérationnel actuel et leurs décisions de politique monétaire antérieures.

12. L'ensemble des simulations est disponible dans Humann, T., Mitchener, K. & Monnet, É. (2023). Do Disinflation Policies Ravage Central Bank Finances? *CEPR Discussion Paper*, n° 18246.

13. Bordo, M. D. & Orphanides, A. (2013). *The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking*, University of Chicago Press.

14. Belhocine, N., Bhatia, A. V. & Frie, J. (2023). Raising Rates with a Large Balance Sheet: The Eurosystem's Net Income and its Fiscal Implications. *IMF Working Papers*, n° 2023-145.

15. De Grauwe, P. & Ji, Y. (2023). Monetary Policies that Do Not Subsidise Banks. *VoxEU.org*, 9 janvier.

La Lettre du



© CEPII, PARIS, 2023

Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
20, avenue de Ségur
TSA 10726
75334 Paris Cedex 07

contact@cepii.fr
www.cepii.fr – @CEPII_Paris
Contact presse : presse@cepii.fr

Le CEPII (Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales) est le principal centre français d'étude et de recherche en économie internationale. Les analyses et études du Centre contribuent au débat public et à la formulation des politiques économiques en matière de politique commerciale, compétitivité, macroéconomie, finance internationale et croissance.

RÉDACTEURS EN CHEF :
ISABELLE BENSIDOUN
ANTOINE VATAN

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
ANTOINE BOUËT

RESPONSABLE DES PUBLICATIONS :
ISABELLE BENSIDOUN

RÉALISATION :
LAURE BOIVIN

ISSN 2493-3813

Septembre 2023

Pour s'inscrire à
La Newsletter du CEPII :
www.cepii.fr/Resterinforme

Cette Lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du CEPII.
Les opinions qui y sont exprimées sont
celles des auteurs.

RECHERCHE ET EXPERTISE
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

