



VII/ Les pertes des banques centrales : un enjeu autant politique que financier

*Éric Monnet et Théodore Humann**

Depuis 2021, la hausse des taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation se traduit par des pertes financières importantes pour la plupart des banques centrales des économies avancées, qui se sont accentuées en 2023 et vont perdurer en 2024. Ces pertes tiennent principalement à la différence entre le faible rendement des actifs, achetés lors des politiques d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*), et l'augmentation du taux de rémunération des dépôts des banques à la banque centrale. Le sujet, habituellement réservé à des discussions entre experts, est ainsi entré sur le devant de la scène des discussions sur l'économie internationale.

Les craintes que ces pertes ont fait naître ont toutefois été rapidement apaisées par l'analyse économique et les exemples historiques : les banques centrales peuvent utiliser leurs fonds propres et leurs profits futurs pour éponger ces pertes, sans menacer leur stabilité ou celle du système monétaire. Si les banques centrales ne font pas faillite, la gestion de ces pertes posent néanmoins des questions majeures d'économie politique qui vont probablement occuper le débat public sur les politiques monétaires au cours des prochaines années.

À l'exception de certains cas comme en Suède ou au Royaume-Uni, ces pertes n'ont pas pour l'instant pesé directement sur les

* Éric Monnet est conseiller scientifique au CEPII, professeur à la Paris School of Economics et à l'EHESS. Théodore Humann est doctorant au département d'économie de Sciences Po Paris.

finances publiques. Toutefois, l'absence de transferts de revenus des banques centrales vers les Trésors publics et l'éventuelle exposition ultérieure des finances publiques dans un contexte de restrictions budgétaires posent question. Même si les pertes des banques centrales ne requièrent pas que ces dernières soient recapitalisées par les gouvernements, il n'en demeure pas moins qu'elles représentent un manque à gagner pour les États auxquels sont habituellement reversés les bénéfices des banques centrales. La question est d'autant plus sensible politiquement que les revenus au compte de résultat des banques centrales sont en partie transférés aux banques commerciales. Cela tient au fait que les dépôts de ces banques à la banque centrale sont aujourd'hui rémunérés à un taux d'intérêt élevé. Cette rémunération a pour but de faire en sorte que la politique monétaire se transmette au reste de l'économie sans constituer une « taxe » sur le système bancaire. Si la banque centrale ne versait pas d'intérêts sur les dépôts des banques, ce sont ces dernières qui subiraient un manque à gagner, d'où l'emploi du terme « taxe » dans ce contexte. Avant le début des années 2000, les dépôts des banques à la banque centrale n'étaient pas rémunérés et les phases de politique monétaire restrictive donnaient lieu à des débats concernant l'opportunité de faire peser leur coût sur les banques commerciales. La politique actuelle pose donc la question inverse : peut-on protéger intégralement les banques du coût de la hausse des taux d'intérêt et créer au contraire un manque à gagner pour l'État ?

Les termes de ce débat rappellent les liens particuliers qui unissent le Trésor et la banque centrale, ainsi que les enjeux distributifs et d'économie politique qui en découlent. Les pertes des banques centrales ne sont néanmoins pas toujours liées aux remontées de taux. D'abord car les politiques de désinflation ne sont pas nécessairement déficitaires : dans les années 1980 à la suite du choc Volcker, les banques centrales, qui ne rémunéraient pas à l'époque les réserves, ont tiré des profits supplémentaires des remontées de taux. Ensuite car ces pertes peuvent aussi être dues aux fluctuations de la valeur des réserves de changes. La Suisse – ou de nombreux pays émergents qui détiennent également beaucoup de réserves de change – fait face à ce cas de figure. La perception politique de ces pertes diffère toutefois car il ne s'agit pas dans ce cas de transferts de revenus aux banques commerciales.

Détermination et distribution du profit des banques centrales

Si le gonflement des bilans des banques centrales a reçu une grande attention depuis la crise de 2008, les mécanismes de constitution et de distribution de leurs profits restent encore peu étudiés, ainsi que la gestion d'éventuelles pertes.

La principale source de revenus des banques centrales provient des intérêts perçus sur leur portefeuille de titres obligataires, dont les volumes ont crû avec les politiques de rachat d'actifs de ces dernières années (*quantitative easing*), auxquels s'ajoutent les revenus issus des opérations de prêt aux banques commerciales (tableau 1). Sur le plan des dépenses, au-delà des charges classiques de fonctionnement, vient s'ajouter la rémunération des passifs, et principalement la rémunération des réserves obligatoires et excédentaires (les réserves au-delà des réserves obligatoires) des banques commerciales (c'est-à-dire les dépôts de ces dernières à la banque centrale). S'ajoutent ensuite, selon leur valeur nette, les éventuelles plus- ou moins-values de la revente d'actifs domestiques ainsi que la fluctuation de la valeur des réserves de changes.

Le résultat opérationnel se définit comme la différence entre les revenus et les charges d'exploitation. Ce bénéfice peut être négatif pour trois raisons. Premièrement, en cas de revente d'actifs domestiques à des prix inférieurs à leur valeur d'acquisition, ou en cas de défaillance des emprunteurs pour les prêts non garantis. Les actifs domestiques des banques centrales sont comptabilisés à leur valeur historique (c'est-à-dire à leur valeur au moment de l'achat), de sorte que les variations de prix de ces actifs n'engendrent pas de pertes tant qu'ils ne sont pas revendus. Le différentiel entre la valeur de marché et la valeur d'acquisition, en l'absence de revente, est parfois comptabilisé en tant que moins-value latente, sans pour autant être affecté au débit du compte de résultat (pertes latentes), mais pouvant donner ensuite lieu à la constitution de provisions pour risques. Deuxièmement, la réévaluation des avoirs en devises étrangères peut provoquer des pertes, lorsque la monnaie nationale s'apprécie par rapport aux actifs libellés en monnaies de réserve. Enfin, des pertes apparaissent si la rémunération globale du portefeuille d'actifs est inférieure au coût du passif. C'est la situation observée actuellement dans la plupart des économies avancées à la suite de la hausse des taux d'intérêt.

Tableau 1. Constitution et distribution simplifiées du profit des banques centrales

Compte de résultat			
Revenus (A)		Charges (B)	
Rémunération des actifs	Intérêts du portefeuille de titres	Rémunération des passifs	Rémunération des réserves
	Revenus des opérations de prêt		Autres intérêts versés
	Autres intérêts perçus		
Plus-values sur actifs	Plus-values sur actifs cédés	Moins-values sur actifs	Moins-values sur actifs cédés
	Réévaluation positive des actifs en devises étrangères		Réévaluation négative des actifs en devises étrangères
Autres revenus	Reprises sur provisions et dépréciations	Autres charges	Dotations aux provisions et dépréciations
	Revenus de services spécifiques		Charges administratives, de personnel et d'émission
Allocation du résultat opérationnel (A-B)			
Si positif, transféré :		Si négatif :	
Aux provisions pour risques spécifiques		Couvert par les profits retenus ou fonds de réserves	
Aux profits retenus, réserves ou autres fonds propres		Couvert par le compte de capital	
Aux actionnaires sous forme de dividendes		Couvert par un transfert du Trésor	
Au Trésor		Reporté à nouveau à l'actif pour couverture par les profits futurs	

Les bénéfices des banques centrales sont distribués selon des règles préétablies qui varient en fonction de leur législation et de leur structure actionnariale. Historiquement, les banques centrales ont montré une préférence pour des profits faibles mais positifs comme l'ont montré Igor Goncharov *et al.* [2023]. Ces profits sont en grande partie transférés aux gouvernements, le reste, soit les bénéfices non distribués, étant inscrit au passif afin de renforcer les fonds propres de la banque centrale. L'État, unique actionnaire de la majorité des banques centrales dans le monde, perçoit donc une part non négligeable de ses recettes budgétaires grâce aux transferts des revenus de seigneurage. Seules quelques banques centrales ont des actionnaires privés, dont les banques centrales régionales du système de réserve

fédérale aux États-Unis ou celles d'Afrique du Sud, de Belgique, de Grèce, du Japon, de Suisse et de Turquie. Ces actionnaires privés, souvent minoritaires, n'ont pas de pouvoir sur les décisions de politique monétaire, ils ne peuvent pas révoquer la direction de la banque centrale et leurs dividendes sont limités. Selon l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), les revenus des banques centrales reversés aux États ont représenté environ 0,5 % du produit intérieur brut (PIB) sur la période 2015-2021 (1,2 % des recettes budgétaires) pour les principales économies développées. Dans un contexte où les États européens doivent respecter une règle de déficit budgétaire de 3 % du PIB, la question des finances des banques centrales n'est donc pas négligeable pour les finances publiques. Les politiques d'assouplissement quantitatif ont en effet produit des revenus importants dans un premier temps, avant de se traduire par des pertes aujourd'hui. À titre de comparaison, les transferts de revenus des banques centrales aux gouvernements au cours de la période de désinflation des années 1980 s'étaient élevés en moyenne à 0,22 % du PIB.

Pertes et indépendance des banques centrales

S'il est apparu clairement que les récentes pertes des banques centrales ne menacent pas leur existence, la question plus théorique s'est posée de savoir ce que constituerait la faillite d'une banque centrale dans le contexte actuel où le capital de ces institutions est détenu entièrement ou majoritairement par les États. Il est tout d'abord important de rappeler que les banques centrales ne sont pas soumises à des ratios prudentiels portant sur un minimum de fonds propres à détenir ou à des procédures de faillite [Bell *et al.*, 2023]. D'un point de vue purement comptable, une banque centrale peut donc accumuler à l'actif des pertes et fonctionner avec une position nette de fonds propres négative, rendant une faillite juridiquement impossible.

Dans les faits, une banque centrale peut toutefois préférer financer ses pertes en émettant de la monnaie en grande quantité – comme cela fut le cas lors des guerres mondiales – et ainsi potentiellement créer une situation de très forte inflation qui ferait baisser la valeur de la monnaie, ce que certains considèrent comme une « faillite » – au sens figuré – de la banque centrale et de sa mission première de stabilité des prix. Historiquement, les

banques centrales comme la Banque de France ne pouvaient pas faire de pertes car elles avaient des actionnaires privés (la Banque de France ne fut nationalisée qu'en 1945) et parce que les citoyens pouvaient demander à changer leurs billets en or. Ainsi, lorsque la Première Guerre mondiale éclata et entraîna des pertes pour la banque centrale en raison du défaut de prêts accordés aux banques, la banque centrale n'avait que deux choix : être renflouée par l'État ou créer de la monnaie pour compenser ses pertes avec le risque d'engendrer de l'inflation. En 1914, la Banque de France choisit la seconde option [Duchaussoy et Monnet, 2015]. En 1930-1931, lorsque les crises bancaires de la Grande Dépression causèrent à nouveau des pertes pour la Banque de France, ce fut cette fois la première option qui fut choisie [Mitchener et Monnet, 2023].

L'étude des profits, des pertes et de l'importance du capital des banques centrales est relativement récente. La conceptualisation et les premières évaluations de ces enjeux remontent aux années 1990. Décennie troublée sur les marchés internationaux, les banques centrales de nombreux pays en développement sont alors confrontées à des difficultés financières majeures, liées à d'importantes fluctuations des taux de change et, manquant d'indépendance, à la dérive des finances publiques. Alfredo Leone [1994] documente ces difficultés au sein des banques centrales d'Amérique latine et souligne l'importance d'un cadre comptable et institutionnel clair dans la détermination et la distribution des profits. Les travaux de Peter Stella [Stella, 1997 ; Stella et Klüh, 2008 ; Stella et Lonnberg, 2008] permettent de clarifier le rôle du capital de la banque centrale, qui restait obscur puisqu'une banque centrale ne peut faire faillite. Bien qu'il ne soit pas directement utilisé, ce capital joue un rôle dans l'indépendance, la santé financière et donc la crédibilité de la banque centrale, en tant que réserve de fonds propres indépendante des aléas d'un éventuel soutien du Trésor. La définition actuelle d'indépendance de la banque centrale inclut ainsi également l'indépendance financière vis-à-vis du gouvernement (c'est-à-dire l'absence de besoin légal de recapitalisation pouvant conduire à des pressions politiques).

Les suites de la crise de 2008 et les évolutions de la politique monétaire font émerger la question de la santé financière des banques centrales au sein des économies avancées. Alors que les banques centrales s'engagent dans l'accumulation massive de titres obligataires qui se traduit par des réserves croissantes des banques au passif, que les taux d'intérêt baissent vers des niveaux

sans précédent et que la rémunération des réserves se développe, certains économistes comme Willem Buiter [2008] anticipent les pertes à venir lorsque les taux d'intérêt remonteront. À la lumière des travaux de Ricardo Reis [2015], le lien financier entre Trésor public et banque centrale apparaît plus clairement. La banque centrale doit pouvoir exercer ses fonctions de stabilisation monétaire sans craindre de faire des pertes, et donc ne pas avoir à modifier sa politique monétaire pour éviter d'en faire. Un soutien budgétaire direct du Trésor (dit *fiscal backing*) est donc nécessaire afin que la banque centrale n'ait pas à se renflouer *via* l'émission de passifs sous forme de réserves (c'est-à-dire en créant de la monnaie).

Comprendre les pertes actuelles

Les pertes actuelles des banques centrales sont dues au différentiel de rémunération entre leur actif et leur passif, dont une partie s'explique par le différentiel de maturité. Côté actif, les banques centrales se retrouvent avec l'héritage des programmes de rachats d'actifs qui ont perduré jusqu'à la crise de la Covid-19. Principalement composés de dette publique à taux bas et à maturité longue dont la valeur de marché s'est fortement dépréciée avec les hausses de taux consécutives au retour en force de l'inflation à partir de 2022, ces actifs sont difficilement cessibles sans occasionner des pertes. En dehors de certaines exceptions, ils ne sont donc pas revendus et, de par leur faible rendement, ils pèsent sur la rentabilité globale du portefeuille des banques centrales. Côté passif, la remontée des taux courts se traduit au contraire par une augmentation immédiate des taux de rémunération des réserves accumulées en contrepartie des rachats d'actifs. Les pertes seront appelées à disparaître graduellement avec le renouvellement du portefeuille d'actifs à des taux plus élevés. Mais, pour l'instant, les pertes sont inévitables du fait de la différence de rendement entre l'actif et le passif.

Il est attendu que ces pertes se poursuivent en 2024 et 2025, en diminuant avec le rééquilibrage du différentiel de rémunération entre actif et passif ainsi qu'avec la baisse probable des taux. À l'exception des cas particuliers de la Banque d'Angleterre et, à terme, de la Banque de Suède, ces pertes n'ont pas donné lieu, dans les pays avancés, à des soutiens du Trésor public, mais se traduisent néanmoins par un arrêt des transferts à leur destination (tableau 2).

Tableau 2. Situation financière des principales banques centrales en 2022-2023

Réserve fédérale (Fed)	La Fed est parvenue à maintenir un résultat positif en 2022, malgré un quatrième trimestre déficitaire. Les pertes se sont matérialisées en 2023 avec une perte opérationnelle de 114 milliards de dollars, portant les pertes cumulées à 133 milliards de dollars. Cette position est reportée à nouveau à l'actif et sera couverte par les profits futurs. Le maximum de pertes cumulées est projeté à 200 milliards de dollars en 2025. C'est la première fois de son histoire que la Fed subit des pertes.
Banque centrale européenne (BCE)	La BCE a subi en 2022 une perte opérationnelle de 1,6 milliard d'euros, couverte par ses provisions, engendrant un résultat net nul. En 2023, les pertes opérationnelles se sont élevées à 7 milliards d'euros, dont la majorité a été couverte par les provisions, engendrant un résultat net négatif de 1,6 milliard d'euros, qui sera reporté à nouveau.
Deutsche Bundesbank	La Bundesbank a affiché une faible perte de 172 millions d'euros en 2022, soit 0,1 % du total de ses actifs. Sa perte de 21,6 milliards d'euros en 2023 a effacé la quasi-totalité de ses réserves et provisions, dont le restant (0,7 milliard d'euros) ne devrait pas suffire à couvrir la perte attendue en 2024.
Banque d'Angleterre	Le cas de la Banque d'Angleterre est particulier. Si la Banque n'a pas affiché de pertes en 2022 et 2023, le Bank of England (BoE)'s Asset Purchase Facility, le fonds mis en place dans le cadre des programmes de rachat d'actifs, essuie des pertes importantes. Il a été structuré de manière à ne pas directement faire partie du bilan de la BoE et le Trésor britannique s'est engagé à en assumer les pertes. Le fonds a en effet enregistré des pertes qui pourraient s'élever au total à 150 milliards de livres, dont une partie a déjà été couverte par le gouvernement. La matérialisation de ces pertes tient à la revente des actifs obligataires dépréciés par les hausses de taux, en vue de réduire la taille du fonds.
Banque de France	La Banque de France 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 pertes attendues. Ces dernières se sont bien matérialisées en 2023 avec une perte brute de 12,4 milliards d'euros, entièrement couverte par les provisions, pour un résultat net ainsi nul.

D'autres banques centrales font face à des pertes, elles aussi dues au différentiel de rémunération entre actif et passif. La Banque du Canada a enregistré en 2022 une perte de 1,1 milliard de dollars canadiens (0,3 % de ses actifs seulement), s'approfondissant à 5,7 milliards en 2023. La Banque d'Australie a fait face à une perte de 5 milliards de dollars australiens en 2023, qui a été couverte pour partie par ses réserves et reportée à nouveau pour le restant.

Au sein de l'Eurosystème, la Deutsche Bundesbank affiche les pertes les plus importantes, en comparaison par exemple de la Banque d'Italie, qui voit ses profits se maintenir. Pourquoi ?

Chaque banque centrale nationale détenant les obligations de son propre gouvernement, le portefeuille obligataire de la banque centrale allemande affiche un taux moyen bien inférieur à celui de la Banque d'Italie, les taux obligataires publics allemands étant nettement inférieurs à leurs équivalents italiens. Ainsi, il est estimé que la BCE et les banques centrales nationales ont fait face à une perte cumulée de 62 milliards d'euros en 2023, contre 57 milliards en 2022. Le capital de la BCE est détenu par les banques centrales nationales, mais les statuts de la BCE ne prévoient étonnamment pas de partage du fardeau des pertes – ou de système de recapitalisation – si celles-ci ne sont pas reportées à nouveau au bilan de la BCE.

Si les pertes au sein de l'Eurosystème et de la Réserve fédérale ne semblent pas menacer les finances publiques, cela est moins vrai au Royaume-Uni et en Suède, du fait de spécificités juridiques dans ces deux pays. Les pertes massives subies par les reventes d'actifs du Bank of England's Asset Purchase Facility se traduisent déjà par le versement compensatoire de dizaines de milliards de livres par le Trésor britannique. La Banque de Suède a elle aussi reporté une perte importante, qui a poussé sa position nette de fonds propres en territoire négatif. La législation suédoise imposant un minimum de capital à la Banque de Suède, et cette dernière souhaitant maintenir son indépendance, elle a donc soumis au Parlement en avril 2024 une proposition de recapitalisation d'environ 4 milliards d'euros.

Dans le paysage actuel, il faut souligner la singularité de la Suisse, où les pertes de la banque centrale sont dues aux pertes sur les réserves de change. Contrairement à la dette publique – ou aux obligations d'entreprises nationales –, 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 domestique – 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 monnaies. C'est ce qui s'est produit en 2022 : la Banque nationale suisse a affiché des pertes de 133 milliards de francs suisses 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 pour la majeure partie été couvertes par les réserves de la Banque et inscrites au bilan pour être reportées sur l'exercice comptable ultérieur. En 2023, alors que les actifs en devises sont profitables, c'est la hausse de la rémunération des réserves qui a conduit à des pertes de 3,5 milliards de francs suisses.

Évoluant toujours dans un univers de taux structurellement bas, la Banque du Japon a procédé à un resserrement quantitatif très modéré et ne devrait pas, dans les conditions actuelles, enregistrer de pertes, malgré un bilan lui aussi fortement alourdi par les acquisitions de dette publique.

Économie politique des pertes des banques centrales

S'il est clair que les pertes actuelles ne constituent pas une menace pour la stabilité des banques centrales ou du système monétaire et financier en général, elles pourraient, en l'absence de justification efficace, nuire à leur légitimité. C'est en particulier vrai du fait de deux éléments cruciaux : l'absence de transferts de leurs profits aux gouvernements et l'éventuelle exposition budgétaire de ces derniers, alors que leurs marges de manœuvre s'amenuisent avec la hausse des taux.

Ensuite, les revenus non transférés aux gouvernements sont en réalité transférés aux banques commerciales sous forme de rémunération des réserves, ce qui n'a pas manqué de soulever des critiques sur le manque de concertation et de discussion de ce choix politique. La rémunération des réserves est un outil encore nouveau, inconnu avant le ^{xxi}^e siècle, hérité des politiques monétaires accommodantes de ces dernières années, et dont l'introduction reste critiquée. Les politiques de désinflation des années 1980 s'étaient faites en l'absence de rémunération des réserves, et donc sous la forme d'une taxe sur les banques qui se voyaient obligées de déposer une fraction de leurs ressources sur un compte non rémunéré.

Pour faire face à ces critiques, la Banque centrale européenne a cessé depuis juillet 2023 de rémunérer les réserves obligatoires, mais ces dernières représentent un montant infime des dépôts des banques à la banque centrale. Des propositions de réforme plus ambitieuses existent, car les réserves excédentaires, massives, sont toujours rémunérées. Paul De Grauwe et Yuemei Ji [2023]

proposent un système à deux niveaux de réserves obligatoires pour minimiser les coûts financiers de la hausse des taux d'intérêt pour les banques centrales. Claudio Borio [2023] reconnaît également que la perception selon laquelle la banque centrale «subventionne» les banques pourrait être très préjudiciable à l'image publique de la politique monétaire indépendante, surtout si les banques privées hésitent à offrir des taux plus attractifs aux déposants. Pour cette raison, il plaide en faveur d'un retour rapide aux systèmes de gestion des réserves qui prévalaient avant la crise financière mondiale de 2008. Cela passerait par la suppression (partielle ou totale) de la rémunération des réserves, pour en réduire le volume en rétablissant le coût d'opportunité de leur détention (c'est-à-dire ne pas prêter ces montants sur le marché interbancaire). Les banques centrales pourraient ainsi limiter leur coût financier mais surtout à nouveau les utiliser comme par le passé, c'est-à-dire pour contrôler le taux interbancaire. La responsabilité des banques centrales implique qu'elles doivent être en mesure de justifier que leur cadre opérationnel ne crée pas de subvention ou de taxe injustifiée pour certains acteurs spécifiques de l'économie et ainsi éviter des effets distributifs trop importants.

La gestion des pertes et les transferts de revenus aux banques commerciales témoignent aussi de banques centrales plus craintives dans leur approche des politiques de désinflation. De manière plus ou moins explicite, les banques centrales ont décidé de supporter une partie du coût de la désinflation, au détriment des finances publiques. Les remontées de taux ont entraîné une forte perte de valeur des titres obligataires publics sur les marchés et, pour éviter les moins-values latentes sur les bilans des institutions financières privées, certaines banques centrales ont offert de racheter à ces agents leurs titres à leur valeur historique. Elles ont ainsi décidé de transformer les pertes latentes d'agents privés en pertes latentes pour elles-mêmes. C'est ce qui s'est passé lorsque la Fed a introduit, après la panique bancaire de 2023 (effondrements des banques SVB, First Republic et Signature), le *Bank Term Funding Program*, qui permettait aux banques de se refinancer en utilisant comme collatéral des obligations prises à leur valeur d'émission et non du marché. Autrement dit, la banque centrale rachète aux banques des titres à une valeur supérieure au prix de marché. De manière plus ou moins similaire, la Banque d'Angleterre a racheté des titres publics en 2022 à des fonds de

pension en difficulté après les fortes remontées de taux d'intérêt qui ont suivi l'épisode du « mini budget » au Royaume-Uni.

Mais toutes les pertes n'ont pas la même portée politique. Celles induites par la fluctuation du taux de change créent peu de contestation ou débat car leur cause et leur gestion sont différentes des autres pertes. Tout d'abord, un plus grand nombre de pays ont historiquement choisi de faire reposer ces pertes sur le gouvernement en créant des fonds de stabilité des changes, comme en France de 1936 à 1998. Ces fonds sont gérés par la banque centrale, mais sont des entités avec un bilan comptable indépendant, généralement directement lié au ministère des Finances. Dans les pays qui disposent encore d'un tel fonds (comme les États-Unis, le Canada, le Royaume-Uni), les pertes de change sont supportées par le Trésor. Au contraire, en Suisse aujourd'hui, c'est toujours la banque centrale qui enregistre les pertes. Ensuite, et de manière encore plus importante, on peut considérer que les pertes sur les réserves de change sont en principe associées à des gains futurs, si ces dernières sont utilisées pour des interventions limitant les fluctuations des taux de change. Elles ne constituent donc pas des transferts à des institutions financières privées, même si des questions peuvent se poser quant à leur investissement dans divers produits financiers étrangers (comme nous l'avons vu dans le cas suisse). Dans la mesure où les pertes de change sont principalement causées par la réévaluation due à l'appréciation du taux de change, mais que les réserves de change ne sont généralement vendues – *via* des interventions sur le marché des changes – que lorsque le taux de change se déprécie, une perte comptable aujourd'hui peut donc être compensée par un gain futur. Pour cette raison, les banques centrales marquent souvent les pertes ou les profits résultant des variations de la valeur des changes dans un « compte de réévaluation » spécial du passif.

Pour convaincre le public que leurs pertes financières ne sont pas illégitimes, les banques centrales n'ont donc d'autre choix que de justifier leur cadre opérationnel actuel et leurs décisions de politique monétaire antérieures. Une manière de faire serait de rappeler que les politiques d'assouplissement quantitatif des années 2010 ont été bénéfiques pour les États puisqu'elles leur ont permis de se financer sur les marchés à des taux plus bas.

Ne pas avoir à se soucier de potentielles pertes est la force des banques centrales et un élément déterminant de leur fonction

assurantielle, ou d'absorption du risque. La capacité à prêter en cas de crise, tout en créant en parallèle de la monnaie pour garantir la liquidité et la sûreté des actifs dans l'économie, est fondée sur leur insensibilité aux pertes financières, contrairement aux autres banques. Ainsi – ce qui peut sembler paradoxal – c'est parce que la banque centrale est moins sensible aux pertes qu'une banque commerciale qu'elle en fait finalement rarement. C'est aussi pour cette raison que l'indépendance financière des banques centrales est considérée comme une garantie de leur indépendance opérationnelle.

On ne doit pas pour autant conclure que les finances d'une banque centrale ne sont pas un objet de débat public et de contrôle parlementaire. Car, *in fine*, c'est bien l'État qui est actionnaire de la banque centrale, qui perçoit des dividendes en cas de profit et, au contraire, ne reçoit rien ou recapitalise en cas de perte. Il serait contreproductif qu'un État impose à une banque centrale de faire des profits à tout prix. Mais il n'est pas déraisonnable que l'État se soucie de la manière dont est gérée la banque centrale puisque les choix de cette dernière impliquent toujours *in fine* des transferts financiers. Dans des pays comme la Chine ou la Suisse, où la banque centrale détient des montants énormes de devises étrangères pour éviter une trop forte appréciation du taux de change, la question se pose – et a souvent été posée publiquement dans le cas de la Suisse – de l'opportunité de rémunérer ainsi autant d'États et d'entreprises étrangères et d'accuser des pertes dues à l'évolution du taux de change. La rémunération des dépôts des banques commerciales à la banque centrale pose également la question de la justification d'un tel transfert aux banques. Dans ces deux cas, la question est de savoir si les opérations et instruments de la banque centrale sont bien adaptés à ses objectifs et à qui bénéficie directement le pouvoir de création monétaire.

Les pertes des banques centrales soulèvent la question du contrôle démocratique de la banque centrale et de la transparence des décisions monétaires [Monnet, 2024]. Si les statuts juridiques et la théorie économique restent attachés, à raison, à l'indépendance des banques centrales, la question des pertes montre bien que cette notion est plus complexe qu'elle n'y paraît. Les travaux de Ricardo Reis [2015] ont montré l'importance du soutien budgétaire implicite (c'est-à-dire l'acceptation par l'État d'une absence de transferts) pour que les

banques centrales puissent fonctionner correctement. En outre, l'importance prise par les banques centrales dans la soutenabilité de la dette publique suggère en réalité une forte dépendance entre État, système financier et banque centrale. Il est donc nécessaire de poser plus clairement la question de la gestion de la monnaie et du partage des bénéfices qui en découlent, au-delà de la dimension technique du système de rémunération des réserves. Le débat public doit intégrer le fait – *a priori* peu intuitif – que le choix des instruments de politique monétaire a des conséquences sur la répartition des profits dans l'économie et sur le budget de l'État.

Repères bibliographiques

- ARCHER D. et MOSER-BOEHM P. [2013], « Central bank finances », *BIS Paper*, n° 71.
- BELL S. et al. [2023], « Why are central banks reporting losses ? Does it matter ? », *BIS Bulletin*, n° 68, février.
- BORIO C. [2023], « Getting up from the floor », *SUERF Policy Notes*.
- BUITER W. H. [2008], « Can central banks go broke ? », *CEPR Policy Insight*, n° 24, p. 12.
- DE GRAUWE P. et Ji Y. [2023], « Monetary policies that do not subsidise banks », *VoxEU.org*, 9 janvier.
- DUCHAUSSOY V. et MONNET E. [2015], « La Banque de France et le financement du Trésor pendant la Première Guerre mondiale », in DESCAMPS F. et QUENNOUËLLE-CORRE L. (dir.), *La Mobilisation financière pendant la Grande Guerre*, Comité pour l'histoire économique et financière de la France-IGPDE, Montreuil, p. 121-152.
- GONCHAROV I., IOANNIDOU V. et SCHMALZ M. C. [2023], « (Why) do central banks care about their profits ? », *The Journal of Finance*, vol. 78, n° 5.
- HUMANN T., MITCHENER K. J. et MONNET E. [2023], « Do disinflation policies ravage central bank finances ? », *CEPR Working Paper*, n° 18246.
- LEONE A. M. [1994], « Institutional and operational aspects of central bank losses », *Frameworks for Monetary Stability : Policy Issues and Country Experience*, FMI, Washington, D. C., p. 738-755.
- MITCHENER K. et MONNET É. [2023], « Connected lending of last resort », *CEPR Discussion Paper*, n° 17831.
- MONNET É. [2024], *Balance of Power. Central Banks and the Fate of Democracies*, University of Chicago Press, Chicago.
- REIS R. [2015], « Different types of central bank insolvency and the central role of seignorage », *NBER Working Paper*, n° 21226.
- STELLA P. [1997], « Do central banks need capital ? », *IMF Working Paper*, n° 1997/083.
- STELLA P. et KLÜH U. H. [2008], « Central bank financial strength and policy performance : an econometric evaluation », *IMF Working Paper*, n° WP/08/176.
- STELLA P. et LONNBERG A. [2008], « Issues in central bank finance and independence », *IMF Working Paper*, n° WP/08/37, p. 55.