

Convaincre le marché. Les banquiers centraux belges à l'épreuve de la globalisation

Tom Duterme

*ICHEC Brussels Management School & UCLouvain, Centre de recherche
interdisciplinaire institutions, démocratie, subjectivité (CriDIS)
tom.duterme@ichec.com*

Au cours des années 1980, les instruments et objectifs de nombreuses Banques centrales sont transformés. À partir d'une étude du cas belge, cet article éclaire une dimension peu explorée de ce tournant : l'anonymisation des interlocuteurs des banquiers centraux. Le recours à des instruments basés sur un marché monétaire en voie de globalisation met en crise le mode opératoire familialiste qui reposait sur la proximité entre banquiers centraux et acteurs financiers nationaux. Il en résulte un effort communicationnel nouveau, censé rendre les interventions de la Banque centrale perçues, comprises et obéies par les professionnels des marchés financiers.

Convincing the market. Belgian central bankers put to the test by globalization

During the 1980s, the instruments and objectives of many central banks underwent transformation. Drawing on a study of the Belgian case, this article sheds light on a previously underexplored aspect of this turning point: The anonymization of central bankers' interlocutors. The use of instruments based on a globalizing money market disrupts the familial modus operandi that relied on close ties between central bankers and national financial actors. The result is a new communication effort, designed to ensure that the central bank's interventions are perceived, understood, and obeyed by financial market professionals.

Mots clés : Banque centrale, globalisation, marché monétaire, sémiotique, histoire

Keywords : Central Bank, globalization, money market, semiotics, history

1. Introduction

Au cours des années 1980, le mode de fonctionnement de nombreuses Banques centrales est profondément transformé, *a minima* sur deux plans. Premièrement, l'objectif de leurs interventions se restreint : la régulation globale des conditions d'emprunt s'efface du mandat des banquiers centraux qui tend à se focaliser sur des enjeux strictement monétaires (stabilité des prix via un contrôle des taux d'intérêt et du change) [Monnet, 2018]. Deuxièmement, les techniques d'intervention sont assouplies : les « instruments administrés » – souscription forcée de titres publics, limitation quantitative du crédit, prescription sur les taux débiteurs et créditeurs... – sont délaissés au profit de canaux de diffusion davantage basés sur la logique de marché (taux directeurs et opérations d'*open market*) [Quennouëlle-Corre, 2013 ; Lemoine, 2016]. Les implications de ces deux évolutions débordent du champ de la politique monétaire. D'un côté, le secteur financier s'en trouve libéré, voire encouragé dans ses innovations, tandis que l'objectif unique de stabilité des prix est aligné sur l'intérêt des créanciers. De l'autre, l'État perd ses voies de financement privilégiées et se voit contraint de se plier aux conditions de marché pour emprunter, quitte à souffrir certains « ajustements internes » (réduction de prestations sociales, limitation de l'indexation des salaires, etc.). Cette transformation des Banques centrales a ainsi pu être identifiée comme un facteur essentiel du « tournant néolibéral » de nos sociétés [e.g. Harvey, 2005].

Le rôle des banquiers centraux dans ce processus demeure débattu. Selon un premier récit, dominant en science économique, cette évolution constitue une « nécessaire modernisation » de la politique monétaire : face au progrès technologique et aux découvertes théoriques, l'adaptation du fonctionnement des Banques centrales était inéluctable [e.g. Mishkin, 2007]. À contre-pied de cette interprétation déterministe, certains auteurs critiques estiment que cette transformation relève d'une manœuvre : celle-ci permet aux banquiers centraux d'accroître leur autonomie vis-à-vis de l'État, voire de se rapprocher d'acteurs financiers dont ils valorisaient l'efficacité ou partageaient les intérêts [e.g. Jacobs et King, 2021]. Les récents travaux du courant des *social studies of central banking* dépassent cette dichotomie. À partir d'études de cas, ils mettent en lumière la pluralité des facteurs – intentionnels ou non – de cette transformation. Il apparaît que les banquiers centraux ont souvent fait preuve d'un « opportunisme sous contraintes » : emportés dans des dynamiques idéologiques, macroéconomiques et technologiques, ils tâchent de profiter de la situation de diverses façons. Les théories en vogue, comme l'association du monétarisme aux anticipations rationnelles à la fin des années 1970, sont ainsi invoquées tantôt pour justifier des mesures anti-inflationnistes impopulaires [Krippner, 2011], tantôt pour dépolitiser leurs interventions [Marcussen, 2009], tantôt encore pour masquer l'incertitude des prises de décision [Best, 2022]. Pareillement, les innovations financières, comme les *repurchase agreements* (repos) sur le marché interbancaire, ne sont pas passivement tolérées, mais mobilisées comme canaux de transmission de la politique monétaire [Gabor et Ban, 2016], au risque de les rendre indispensables et donc intouchables [Braun, 2020 ; Walter et Wansleben, 2020].

Cet article s'inscrit dans ce courant des *social studies of central banking* dont il partage l'ambition méthodologique d'associer l'analyse qualitative d'un terrain à une perspective institutionnaliste [Coombs et Thiemann, 2022]. Plus encore, tout comme les travaux évoqués, il retrace la transformation du fonctionnement des Banques centrales « en train de se faire », afin d'en dégager les facteurs explicatifs et principales répercussions, notamment sur les frontières avec l'État et le marché. Au sein de cette littérature, l'originalité de cette recherche est double. D'une part, elle met au jour une dimension peu explorée de l'introduction d'instruments de politique monétaire basés sur le marché : leur défamiliarisation. De fait, le recours à un marché monétaire en voie de globalisation périphérise les anciens interlocuteurs privilégiés (patrons des principales banques du pays), et soumet le succès de la politique monétaire à l'adhésion d'opérateurs anonymes. D'autre part, alors que la plupart des études de cas ont porté sur un des « Big Four » (Fed, ECB, Banque d'Angleterre, Banque du Japon), cet article se penche sur la Banque centrale belge. Sans tomber dans l'interprétation déterministe mentionnée, il offre ainsi un aperçu de l'évolution d'une « Banque centrale moins centrale », qui accueille le bouleversement de ses instruments au moins autant comme une situation critique que comme une opportunité stimulante.

Sur le plan méthodologique, cette recherche se fonde d'abord sur une analyse d'archives inexploitées de la Banque centrale belge, appelée Banque nationale de Belgique (BNB) : les comptes rendus des réunions hebdomadaires du comité de direction et du conseil de régence entre mars 1989 et décembre 1991, ainsi que des notes du département d'études et des coupures de presse¹. Nous avons également mobilisé la publication mensuelle de la BNB (le *Bulletin d'information et de documentation*), ses rapports annuels et quelques articles de la revue du *think tank* proche de la BNB (la *Revue de la Banque*, publiée par le Centre d'études financières). Enfin, nous avons consulté les publications d'historiens relatives à la BNB, bien que le caractère promotionnel limite le potentiel heuristique de la plupart d'entre elles (ouvrages d'anniversaire, hommage à un gouverneur pensionné ou décédé...).

La suite de l'article se structure comme suit. Dans un premier temps, il s'agit d'exposer brièvement le mode de fonctionnement de la BNB de l'après-guerre jusqu'à la fin des années 1980. L'originalité d'un dispositif de politique de crédit administré et basé sur des relations interpersonnelles de familiarité, mais aussi les ressorts des critiques qu'il a subies, peuvent ainsi être pleinement saisis. Dans un second temps, nous nous penchons sur le processus de transformation de ce mode de fonctionnement, en nous focalisant sur les stratégies d'adaptation à la « défamiliarisation » engendrée par la globalisation du marché monétaire. Il apparaît que cette adaptation a pris la forme d'un « tournant sémiotique » : afin de convaincre le marché, c'est-à-dire des opérateurs inconnus, les interventions de la BNB doivent constituer des *signaux* positifs, de nature à rassurer. En conclusion, nous revenons sur les principaux enseignements de cette étude de cas, en tentant d'en dégager des balises pour apprécier l'évolution des relations entre État et Banque centrale d'une part, et Banque centrale et marchés financiers d'autre part.

1 Le délai de confidentialité pour de tels sujets est de 30 ans. Les documents relatifs à la réforme analysée (1989-1991) sont donc disponibles depuis 2019-2021.

2. Règne et crise de la « Banque de papa »

2.1. Le « circuit du Trésor » à la belge

Au lendemain de la seconde guerre mondiale, un dispositif de régulation similaire au circuit du Trésor français est instauré en Belgique. Il est basé sur trois coefficients qui restreignent la structure du bilan des banques : le coefficient de trésorerie (4 % du passif exigible endéans les deux ans à investir en actifs liquides), le coefficient de couverture (65 % du passif exigible endéans les deux ans à investir en titres de dette publique de court terme) et le coefficient de solvabilité (5 % du passif à constituer en fonds propres). Comme s'en plaint un membre de la BNB dans le *Bulletin* de novembre 1957, aucun de ces coefficients n'est pensé pour la politique de la Banque centrale : ceux-ci visent plutôt à assurer la stabilité des banques (trésorerie et solvabilité) et la suffisance des financements publics (couverture). Plus encore, au sein de cette architecture réglementaire, la Banque centrale intervient surtout comme prêteur du Trésor. Aussi son gouverneur, Maurice Frère, milite-t-il rapidement pour que l'État « rende » à la BNB ses marges de manœuvre via trois mesures censées permettre le développement d'un marché de l'argent : la diminution de son poids dans l'économie², la limitation de son recours aux crédits de la BNB et l'assouplissement des coefficients bancaires.

Ces réclamations, appuyées par l'évolution des besoins de financement du Trésor [Cassiers *et al.*, 1998], vont être entendues au Parlement. Dès 1957, le coefficient de couverture est réaménagé – non sans concessions des banques qui acceptent de lier leur taux créditeur (i.e. le taux rémunérant les dépôts) au taux officiel de la BNB. Puis, en janvier 1962, les coefficients de trésorerie et de couverture sont abrogés (un « plancher d'effets publics » est instauré comme mesure transitoire pour éviter un retrait massif du financement public). En parallèle, le coefficient de réserve monétaire (pourcentage du passif à placer sur un compte non rémunéré à la BNB) est introduit comme nouvel instrument à disposition de la Banque centrale. Enfin, toujours au cours de cette année 1962 qui marque la fin du circuit du Trésor belge, la liaison entre le taux créditeur des banques et le taux d'escompte de la BNB n'est plus barémique, mais délibérative : « Cette liaison a été remplacée par un système nouveau au terme d'un échange de lettres intervenu entre le président de l'Association belge des banques et le gouverneur de la Banque nationale, en date des 21 et 22 décembre 1961. Désormais, les modifications des taux d'intérêt créditeurs en question [...] font l'objet d'un accord précédé de consultations entre la Banque nationale et l'Association belge des banques » [*Bulletin* de mars 1962, p. 236].

² « L'influence croissante de l'État sur l'activité du pays et ses prélèvements élevés sur le revenu national tendent à atténuer les effets de la politique du taux d'escompte sur l'évolution du marché » [Rapport annuel, 1955, p. 13]. Autrement dit, la part du bilan des banques destinée à des crédits au secteur privé, principalement contractés sous la forme d'escompte (voir ci-dessous), est compressée par l'importance des dettes publiques et l'ampleur des coefficients. Dans ces conditions, le principal instrument de la bnb, le taux d'escompte, a une portée limitée.

2.2. Les banquiers centraux et leurs amis

À partir de 1962, la BNB détient ainsi des leviers d'action inédits. L'ouverture du marché monétaire confère à son taux principal, le taux d'escompte, une influence nouvelle. De fait, ce taux représente le coût qu'une banque commerciale doit assumer pour réescompter, auprès de la BNB, un effet de commerce (i.e. un titre de reconnaissance de dette) qu'une entreprise lui a remis. Autrement dit, il désigne les conditions d'accès aux liquidités de la Banque centrale. Par conséquent, les banques belges ont pris l'habitude de calquer leur taux débiteur, c'est-à-dire le taux auquel elles accordent des crédits (dont plus de 60 % prennent alors la forme du crédit d'escompte), sur le taux de la BNB. Par ailleurs, ce même taux de la BNB est lié aux taux créditeurs des banques via le processus de consultation évoqué ci-dessus. Les banquiers centraux belges sont ainsi en mesure de veiller à la stabilité des prix et du franc belge, ainsi qu'aux conditions d'emprunt auxquelles sont confrontés les trois grands acteurs macroéconomiques : l'État, les entreprises et les ménages [Janssens, 1980]. Outre la relative stabilité internationale offerte par le système de Bretton-Woods, la proximité avec les principaux acteurs financiers du pays favorise cette situation confortable : les banquiers centraux sont consultés et font part de leurs recommandations aux institutions financières : « Lorsqu'il apparut, au début de 1964, que le rythme de progression des crédits bancaires restait trop rapide et que les tensions inflationnistes se précisaient, la Banque invita les banques à exercer une action de freinage efficace et à se mettre d'accord avec elle sur un programme à respecter » [Bulletin de février 1965, p. 156].

Dans le même esprit, la BNB se permet d'élargir son éventail d'instruments pour limiter l'expansion monétaire lors des instabilités du début des années 1970. Puisque son action sur le coût du crédit via le taux d'escompte s'avère insuffisante, elle décide d'agir sur la quantité via un plafond de réescompte : en mars 1970, seuls 10 % des effets réescomptables sont admis au réescompte. En outre, elle impose aux banques, ainsi qu'à d'autres organismes financiers (institutions publiques de crédit, caisses d'épargne...), des « réserves monétaires » sur leurs engagements en francs belges, puis sur leurs crédits : chaque nouvel engagement, puis chaque nouveau crédit implique une mise en réserve non rémunérée d'une fraction du montant engagé/prêté – ce qui pèse sur leur coût. Enfin, les recommandations de la BNB, qui prennent principalement la forme de maxima fixés au crédit bancaire, sont appuyées par des mesures réglementaires à partir de décembre 1973. Même si ces nouveaux instruments démontrent et affaiblissent le pouvoir de la Banque centrale, ils révèlent également l'insuffisance du taux d'escompte : la scripturalisation de la monnaie est en train de rendre le marché monétaire – par ailleurs en voie d'internationalisation – moins dépendant des crédits de la BNB³. Cette tendance va se renforcer, affaiblissant le taux phare de la BNB.

2.3. La double crise des années 1980

« La politique de restriction quantitative du crédit [...] agit comme une contrainte sur les nouveaux arrivants et les banques dynamiques qui sont plus efficaces. [...] »

3 Les banques commerciales gèrent de plus en plus leurs comptes « entre elles » par monnaie scripturale, plutôt que par recours à la « monnaie Banque centrale ».

En résumé, le régime actuel de contrôle du secteur bancaire contribue à rendre ce secteur fortement cartellisé, avec toutes les conséquences que l'on connaît : des profits élevés, des taux d'intérêt bas pour les épargnants, l'émergence de formes de concurrence inefficaces et la perpétuation d'un secteur surconcentré, avec une perte d'efficacité et de dynamisme à long terme » [De Grauwe, 1978, p. 11]. L'influent économiste belge Paul De Grauwe, comme plusieurs de ses confrères, entend à la fin des années 1970 une bataille idéologique : la politique de la BNB – tant par ses réglementations que par ses concertations avec les banques – est accusée de distordre la concurrence. Cet argumentaire profite par ailleurs de la condamnation de plus en plus fréquente du rôle du groupe de banques consultées (« le Consortium des banques ») dans l'importante charge d'intérêt sur la dette publique (passant de 3 % à 8 % du PNB entre 1973 et 1981)⁴. Il va ainsi rapidement s'imposer et disqualifier les instruments administrés. La dernière recommandation de la BNB est adressée aux intermédiaires financiers en 1981 et les taux créditeurs des banques s'ouvrent à la concurrence à partir de 1982.

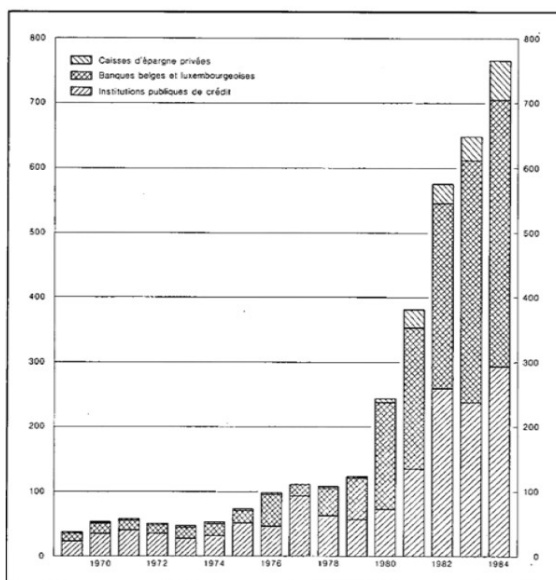
Si cette crise de légitimité des principaux instruments de la BNB épargne le taux d'escompte, elle alimente une « crise d'effectivité » qui le frappe frontalement. Dès lors que prend fin la concertation entre banquiers centraux et acteurs financiers, le taux officiel de la BNB perd sa liaison conventionnelle avec le taux créditeur. Pire, son emprise sur le taux débiteur, corrélat de son influence sur l'accès aux liquidités des banques, s'est fortement affaiblie. En effet, à la suite de la diminution de l'usage des effets de commerce dans les relations industrielles et de leur substitution partielle dans le bilan des banques par titres de dette publique, les banques mobilisent de moins en moins le réescompte [Minguet, 1990]. Alors qu'ils représentent 60,6 % des crédits accordés en 1964, les crédits d'escompte chutent à 18,3 % en 1984 et moins de 15 % d'entre eux sont réescomptés à la BNB [*Bulletin* de juillet 1985]. Privé de sa liaison conventionnelle aux taux créditeurs et débiteurs et de son emprise sur la trésorerie des banques, le taux d'escompte devient impuissant.

Pour comprendre comment la BNB parvient à retrouver un ultime instrument avant le tournant des années 1990, il faut exposer le principal ressort du remplacement dans les bilans des banques belges des crédits privés (escompte) par des crédits publics. Au milieu des années 1980, le coût du réescompte est tel qu'il est avantageux pour les banques de mobiliser une autre technique de gestion de liquidités : l'achat de titres de dette publique à très court terme (« certificats de trésorerie » à un, deux et trois mois). Les institutions financières belges acquièrent alors un tel volume de ces titres (cf. figure 1 ci-dessous) qu'il leur suffit de combler leurs déficits en récupérant les liquidités des titres échus et leurs surplus en acquérant de nouveaux titres (qui sont émis au robinet). De cette façon, leurs déséquilibres de liquidité sont reportés sur le Trésor, quotidiennement amené à rembourser ou s'endetter, et *in fine* sur la BNB, contrainte d'adapter ses avances à l'État. Par chance, depuis 1957, c'est la BNB qui fixe le taux de ces certificats désormais au cœur de la gestion de liquidité des banques

4 Quelques années plus tard, cette condamnation est reprise par les partisans d'une libéralisation du marché de la dette : « Cette meilleure gestion de la dette devait se faire selon les règles "compatibles avec le marché", et non à travers de laborieuses négociations avec les créanciers, tel que cela avait été expérimenté par le passé avec des résultats assez douteux » [Lefèbvre, 1993, p. 134].

belges. À partir de 1985, ces taux constituent son principal instrument de politique. Mais, s'il ne souffre pas de la critique libérale qui eut raison des instruments administrés, cet instrument de secours ne va pas résister à une autre critique : celle de la « schizophrénie » de la BNB, portée par les partisans d'une nouvelle théorie monétaire.

Figure 1. Certificats de trésorerie et de fonds des rentes à un an au plus détenus par les intermédiaires financiers



Légende : encours à la fin de l'année, en milliards de francs

Source : *Bulletin* de juillet 1985, p. 15.

2.4. Le deuil d'une Banque centrale totale

Depuis la fin de la seconde guerre, les banquiers centraux définissent leur objectif comme la régulation du système monétaire et financier belge, ce qui s'est traduit par une préoccupation – variable en fonction de la conjoncture – pour les conditions d'emprunt proposées aux acteurs publics et privés, ainsi que pour la stabilité des prix et du franc belge. Si cette pluralité a impliqué des arbitrages fréquents (e.g. augmenter les taux pour apprécier le franc, au risque d'augmenter la charge de la dette publique et de priver certaines entreprises de sources de financement) et des innovations institutionnelles (e.g. le double marché des changes⁵), elle n'était pas vue comme une contradiction. Cela change avec la théorie monétaire qui gagne en

5 Cette configuration, introduite en 1954, divise le marché du franc belge en un segment dérégulé rythmé par les flux de capitaux et un segment réservé aux opérations commerciales dans lequel intervient la bnb.

influence au sein des comités de direction des Banques centrales et des instances internationales [Chwieroth, 2010]. Postulant que le succès d'une politique monétaire dépend de la réaction d'un grand nombre d'acteurs (irréductible à une poignée de banquiers acquise à sa cause – ce qui est de plus en plus vrai dans le cas belge), cette nouvelle approche érige la *crédibilité* comme attribut indispensable aux décisions des banquiers centraux [Barro et Gordon, 1983]. Or, à la fin des années 1980, la BNB, comme la plupart de ses homologues, viole plusieurs conditions théoriques à cette crédibilité : sa dépendance à l'égard des autorités budgétaires fait peser le risque de pressions inflationnistes « électoralistes », tandis que la pluralité de ses objectifs empêche l'ancrage des anticipations des agents. C'est ce que regrettent en tout cas les conclusions remises par le FMI à la BNB en mai 1989 :

Les questions cruciales de politique sont de savoir pourquoi les marchés continuent de craindre un affaiblissement du franc belge, et ensuite, comment ces craintes peuvent être dissipées. La réponse à la première question se situe en partie, selon nous, dans la perception générale que les autorités ont en fait plutôt deux objectifs de politique monétaire qu'un seul, à savoir qu'elles ont pour but supplémentaire de réduire les taux d'intérêt dans la mesure compatible avec les contraintes du SME [système monétaire européen] [...] Nous recommandons que les autorités fassent de la stabilité du franc vis-à-vis du mark allemand le seul objectif opérationnel de la politique monétaire [Conclusions de la consultation de 1989 du FMI, p. 11-12].

La critique du FMI vise non seulement les objectifs, mais aussi l'instrument de la BNB : un découplage entre objectifs budgétaire et monétaire implique que les banquiers centraux ne mobilisent plus les taux sur les titres de dette publique pour diffuser leurs décisions. Lors des discussions des conclusions du FMI au sein du comité de direction, le gouverneur Jean Godeaux conteste l'esprit des recommandations : « Le gouverneur réfute la thèse selon laquelle la règle devrait être de "suivre le marché" [...]. Par définition, la politique monétaire consiste à guider le marché et non à le suivre » [Pv, 16 mai 1989, p. 4]. Il assume ensuite la poursuite de « deux objectifs plutôt qu'un : la stabilité du franc dans le SME et la baisse des taux d'intérêt » [*ibid.*, p. 4]. Sa position est toutefois minoritaire et ne résiste pas à son départ en juillet 1989. Son remplaçant à la tête de la BNB, Fons Verplaetse, est plus convaincu par « l'urgence » des réformes suggérées par le FMI : homme central de la politique belge, il avait guidé au début des années 1980 le Premier ministre Wilfried Martens vers un agenda libéral et austéritaire [Evrard, 2023]. Entraînés par son zèle réformiste, les banquiers centraux belges vont se résoudre à l'orthodoxie monétaire et tâcher *exclusivement* de maintenir la stabilité du franc belge par rapport au mark allemand. Après la « marchandisation » des instruments de la BNB, la « monétarisation » de ses objectifs est ainsi actée.

Elle vise précisément à conserver une politique monétaire autonome tout en assurant une stabilité du franc, c'est-à-dire à échapper au « trilemme de Mundell » [Durre et Ledent, 2014].

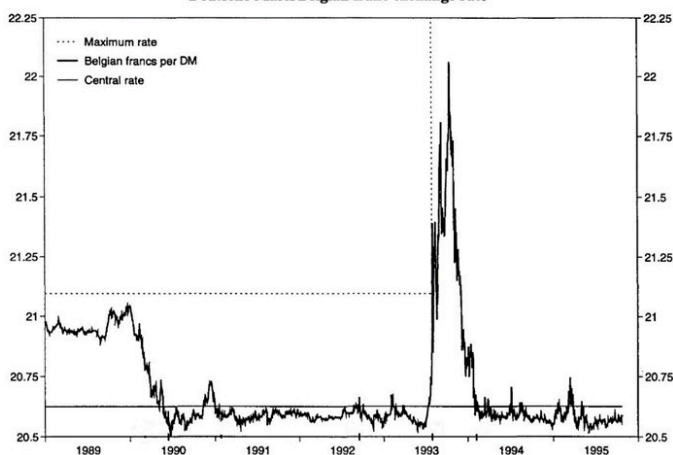
Tableau 1. Cours-pivots au sein du SME

Monnaies	Cours-pivots en ECU
Mark allemand	2,05853
Franc belge	42,4582
Couronne danoise	7,85212
Peseta espagnole	133,804
Franc français	6,90403
Punt irlandaise	0,768411
Florin hollandais	2,31943
Lire italienne	1483,58

Source : annexe statistique x-4a du Bulletin de janvier 1990

Figure 2. Taux de change mark/FB

Deutsche Mark/Belgian franc exchange rate



Source : Timmermans *et al.*, 1996*

Dans le cadre du SME, les monnaies des États membres sont toutes définies en référence à l'ECU (unité de compte ancêtre de l'euro) et donc liées entre elles par des « cours-pivots bilatéraux » qui ne peuvent fluctuer qu'au sein des marges du SME (+/- 2,25 %). Ainsi, en décembre 1989, 1 ECU vaut 42,4582 francs belges (FB) et 2,05853 marks (cf. Tableau 1) ; le cours-pivot bilatéral mark/FB est donc égal à 20,6255 (42,4582/2,05853). Il est représenté par la ligne horizontale continue dans la figure 2. La marge de fluctuation autorisée par le SME implique que ce cours-pivot ne peut excéder 21,0896 (ligne pointillée). Au moment de la remise des conclusions du FMI (mai 1989), la décote du FB par rapport au mark est proche de la limite autorisée. S'ils aspirent à atteindre une position plus confortable (i.e. apprécier le FB par rapport au mark), les banquiers centraux belges doivent augmenter les taux d'intérêt, aux dépens de leur préoccupation historique

pour les conditions d'emprunt. Ils sont désormais d'accord sur ce point. Mais comment y parvenir ? La BNB ne va plus pouvoir mobiliser le taux des certificats de trésorerie, celui-ci étant trop intimement lié à la politique budgétaire... Comme l'illustre la position d'un membre du comité de direction, la perspective du marché unique européen appuie, sur ce point, les prescriptions des théories dominantes : « Un tel financement [induit par le fonctionnement des certificats de trésorerie], déjà prohibé par la conception orthodoxe de la politique budgétaire, sera normalement interdit demain dans le cadre du système européen de Banques centrales » [Quaden, 1990, p. 114]. Le défi principal concerne donc le canal de transmission des décisions : le recours à l'adhésion d'une communauté de banquiers belges qui a soutenu le succès des politiques de la BNB depuis 1962 est devenu difficilement justifiable et, surtout, s'annonce incompatible avec la globalisation du marché monétaire.

3. Être suivi par le marché

3.1. Gagner la confiance d'inconnus

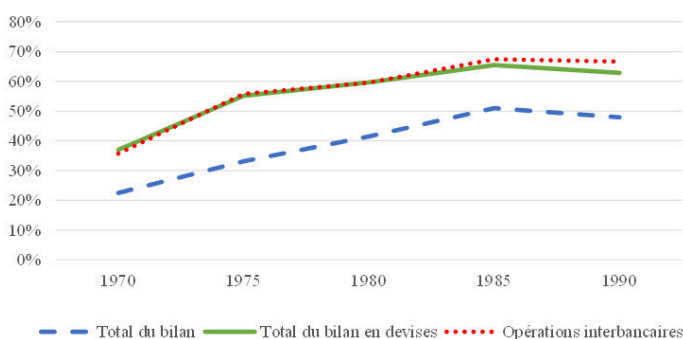
Jamais jusqu'ici le succès des décisions des banquiers centraux belges n'a dépendu d'acteurs hors de portée. C'est la proximité avec les représentants des principales institutions financières du pays qui a garanti l'effectivité des mesures adoptées. La concertation avec l'Association belge des banques n'était pas toujours consensuelle, mais une fois qu'un accord avait émergé, son implémentation laissait peu de doute. Lorsqu'au début des années 1980, ce mode de fonctionnement s'éteignait sous la pression de la critique libérale, les banquiers centraux avaient su conserver un contact privilégié avec les intermédiaires financiers via le réescompte de leurs effets de commerce. Au contraire, ce contact est devenu plus lâche depuis le passage au taux des certificats de trésorerie. Certes, ces certificats sont souscrits par les mêmes banques belges, mais leur émission n'est pas directement organisée par la BNB. C'est pour remédier à cet affaiblissement de la proximité que les banquiers centraux adoptent, en 1988, un nouvel instrument de politique monétaire, le crédit de court terme par adjudication :

Comme la Banque vise, par l'octroi de crédits, à développer des contacts réguliers avec les intermédiaires financiers, il se recommanderait d'introduire le nouveau système non de manière autoritaire, mais dans le cadre d'une négociation avec les différentes institutions financières. De telles négociations permettraient à la Banque de préciser les modalités concrètes de ses octrois de crédits et pourraient, le cas échéant, être couplées avec la discussion d'autres problèmes ayant trait à l'organisation du marché monétaire ou, plus généralement, aux relations entre la Banque et les intermédiaires financiers [note de synthèse du 2 juin 1988, p. 12].

Cette « personnalisation » des instruments monétaires n'allait toutefois pas durer. Si la critique des économistes libéraux comme De Grauwe cibait les régulations « distordantes », et si les conclusions du FMI visaient surtout la pluralité des objectifs de la Banque centrale, ces deux interventions ont également entamé la légitimité du mode de fonctionnement « familial » de la BNB. Tant De Grauwe que les économistes du FMI estimaient que la BNB ne devait plus s'appuyer sur des accords avec une poignée de

connaissances influentes, mais se soumettre à la discipline de marché. Au tournant des années 1990, cette position est nourrie par le nouveau paradigme dominant la science économique, d'inspiration néokeynésienne, au sein duquel les anticipations occupent un rôle central, en particulier en théorie monétaire [Roberts, 1995]. Comme nous l'avons mentionné, les prescriptions qui en découlent pour les banquiers centraux visent à assurer la *crédibilité* des objectifs de politique monétaire, ce qui implique notamment un fonctionnement transparent et horizontal [e.g. Woodford, 2005]. Selon cette perspective, la gestion des anticipations par la communication est un canal essentiel de transmission de la politique monétaire et devrait être au centre des préoccupations des banquiers centraux [Guthrie et Wright, 2000].

Figure 3. Part des banques étrangères sur le marché belge



Source : Chiffres de l'Association belge des banques repris dans Cassiers *et al.* [1998]

Cela dit, bien qu'appuyés par les théories en vogue, ces avis ont longtemps été insuffisants pour impulser un changement profond. C'est bien plus l'évolution au cours des années 1980 du marché monétaire, désormais seul centre d'attention des banquiers centraux belges, qui engendre le passage à l'acte. D'une part, le système financier n'est plus « en banque », c'est-à-dire dépendant de ses injections de liquidités et donc rythmé par ses taux. En effet, grâce à l'élargissement des sources de financement (en particulier via le marché interbancaire en expansion⁶) et des opportunités lucratives (via la déspecialisation et l'internationalisation des activités : vente de parts de fonds d'investissement, *investment banking* en eurodevises...), les intermédiaires financiers gagnent en autonomie vis-à-vis de la BNB. D'autre part, les partenaires historiques des banquiers centraux belges pèsent de moins en moins sur les variables clés de la politique monétaire : comme l'illustre la Figure 3 ci-dessus, la part des établissements étrangers sur le marché bancaire belge augmente fortement, en particulier en ce qui concerne les devises et opérations interbancaires – et l'intégration européenne va renforcer cette tendance. Sur un marché monétaire en voie de globalisation, l'entente entre banquiers centraux et acteurs financiers nationaux ne peut plus constituer le canal de diffusion de la politique de la BNB : les premiers ne représentent

6 Les banques établies en Belgique y collectent 9 % de leur passif en fb en 1970, puis 18 % en 1984 [Acx *et al.*, 1986]. Voir note de bas de page 3.

plus un point de passage obligé pour les seconds qui, eux, n'offrent plus une garantie de contrôle des taux.

L'enjeu est de réinventer un canal d'influence qui permet aux banquiers centraux belges d'exercer leurs fonctions. Pour conférer un pouvoir de régulation aux taux de la BNB à l'heure de la globalisation, il faut convaincre le marché, c'est-à-dire gagner la confiance d'inconnus. Le nouveau gouverneur libéral Fons Verplaetse entraîne vigoureusement la BNB dans cette quête de la « confiance du marché ». Le lendemain de sa nomination, il hâte la démarche : « En raison de l'effet psychologique très favorable que ne manquerait pas de susciter l'annonce de la suppression du double marché [des changes (cf. note 3)], il ne serait peut-être pas nécessaire d'attendre [...] pour procéder à une telle annonce » [PV, 4 juillet 1989, p. 4]. Le projet est d'envoyer à cette nouvelle audience anonyme des signaux rassurants afin d'acquiescer, dans un second temps, un pouvoir sur ses comportements : « Le gouverneur pense qu'il faudrait agir comme le font toutes les autres banques centrales et, notamment, la Bundesbank, laquelle, sans modifier nécessairement ses taux directeurs, parvient à influencer le marché » [PV, 11 octobre 1989, p. 7]. En fin d'année, la crise de change est proche : le FB se dégrade et flirte avec la limite du SME. Malgré l'inquiétude qui gagne le comité de direction, la stratégie du « bon élève » est maintenue :

Concernant la situation du franc belge, leg est d'avis que l'image de celui-ci s'améliorerait si l'on pouvait annoncer, en 1990, la réalisation des trois éléments suivants : la réduction à 10 % du précompte mobilier [impôt sur le capital] [...], la suppression du financement monétaire du Trésor [...], l'abolition du double marché des changes [PV, 8 décembre 1989, p. 4].

Au début de l'année suivante, la « bonne volonté » des banquiers centraux belges bénéficie d'un coup de pouce : la réunification allemande entraîne une dépréciation du mark telle que le FB retrouve brutalement son cours-pivot (cf. figure 2). L'occasion est saisie pour poursuivre la « politique d'annonces » en liant officiellement le sort du FB à celui du mark par une fourchette de 0,5 % (au lieu des 2,25 % autorisés dans le cadre du SME) : « si l'on veut faire une annonce solennelle, il importe de choisir le moment le plus approprié » [PV, 16 mai 1990, p. 5]. Verplaetse propose de marquer le coup avec l'émission d'un titre censé inspirer confiance au marché :

Le gouverneur exprime l'idée – qui pourrait constituer une sorte de couronnement de la réussite de la politique entreprise – selon laquelle le Trésor pourrait émettre, par exemple, endéans les six mois qui suivront l'annonce officielle par le gouvernement de la nouvelle politique de change [i.e. la fourchette de 0,5 %], des certificats de trésorerie à court terme libellés en francs belges et garantis sur le cours du mark [PV, 16 mai 1990, p. 3].

À la veille de l'abandon de l'instrument du taux des certificats de trésorerie, la BNB se lance donc dans une campagne de séduction afin d'assurer l'effectivité des politiques d'*open market* à venir. Si le gouverneur semble adopter une démarche affirmée, l'incertitude sur la capacité de la BNB à diffuser ses décisions sans l'appui d'intermédiaires de proximité est au cœur des réunions du comité de direction. Car, une fois les « effets d'annonce » épuisés, c'est-à-dire lorsque tous les « archaïsmes » institutionnels auront

été modernisés à grand bruit, il n'apparaît pas acquis que les mesures mineures des banquiers centraux seront suivies par le marché. Pour s'en assurer, les hommes de la BNB entreprennent au tournant des années 1990 un travail de mise en forme destiné à rendre les décisions de politique monétaire « recevables » par les professionnels des marchés. C'est ce travail, qui constitue la réponse des banquiers centraux belges à l'épreuve de la globalisation, que nous proposons maintenant d'analyser.

3.2. Le tournant sémiotique de la politique monétaire

En janvier 1991, les banquiers centraux belges vont perdre leur pouvoir sur le taux des certificats de trésorerie, ces titres au cœur de la gestion de liquidité des banques. La plupart des réunions de 1990 sont dès lors consacrées au mode de fonctionnement à venir. Il y est décidé que les crédits de court terme par adjudication adoptés en 1988 allaient devenir l'instrument dominant de la BNB. Il est également prévu que deux autres taux « pénalisateurs » encadrent le taux de ces crédits et permettent aux intermédiaires financiers de compenser leur déséquilibre de liquidités : un taux supérieur destiné aux avances journalières (pour combler les déficits) et un autre inférieur consacré aux emprunts journaliers (pour absorber les surplus). En parallèle, la BNB allait expérimenter des politiques d'*open market* pour l'ajustement fin : principalement achats et ventes de devises, mais aussi swaps de change. Bien que ce système paraisse banal, car très proche du fonctionnement contemporain de nombreuses Banques centrales⁷, son succès paraît alors très incertain à plus d'un directeur de la BNB, à tel point que plusieurs « retours en arrière » sont envisagés jusqu'à la veille de son adoption.

L'inquiétude porte sur la réceptivité du nouveau public. Cette réceptivité était assurée par la proximité entre banquiers centraux et commerciaux : les recommandations et autres décisions étaient communiquées, expliquées et convenues lors de réunions consacrées à cette fin. Désormais, cette triple « condition de félicité » de la politique monétaire – être perçue, comprise et obéie⁸ – ne coule plus de source : comment faire apparaître une modification du taux directeur de la BNB sur les écrans des traders actifs sur le marché monétaire ? Comment s'assurer que ces derniers interprètent cette modification conformément aux intentions des banquiers centraux ? Comment lui conférer une autorité suffisante pour qu'elle entraîne le comportement désiré ? Ces trois enjeux sémiotiques sont identifiés dans une note du département des études en mars 1990 :

Cette influence [des instruments de la BNB en voie d'adoption] sera d'autant plus grande que le marché pourra percevoir et anticiper correctement les intentions des autorités monétaires. Cette dernière condition sera la mieux remplie si ces autorités se fixent des objectifs précis, clairement perçus par les

7 À l'époque, ce système de corridor est peu diffusé. Il est même possible que la bnb ait été la première Banque centrale à l'implanter, étant donné qu'un working paper de l'ecb avance erronément que « the Bank of Canada appears to have been the first central bank to introduce a corridor system in 1994 » [Bindseil et Jablecki, 2011, p. 9]. Je remercie le rapporteur qui m'a invité à explorer cette question.

8 Pour une tentative de généralisation de cette triade comme conditions que tout signe doit remplir pour devenir une référence sur les marchés financiers à partir de la théorie sémiotique de Charles S. Peirce [Duterme, 2022].

participants du marché [note « Réforme des instruments de la politique monétaire », 23 mars 1990, p. 1].

Cette conception de la nouvelle politique monétaire est ensuite mobilisée par le gouverneur Verplaetse pour rassurer ses collègues :

En réponse à l'inquiétude exprimée par d'aucuns concernant l'insuffisance possible des moyens à la disposition de la Banque pour mener une politique monétaire active [...] l'essentiel est que les intermédiaires financiers perçoivent clairement les signaux qui seront émis par la Banque en direction du marché, dans le sens de la baisse ou de la hausse des taux d'intérêt [pv, 23 mai 1990, p. 5].

Différents départements de la BNB vont être mobilisés pour assurer que ces trois conditions de félicité soient remplies. Premièrement, afin que les modifications des taux de la BNB soient *perçues* par les acteurs du marché, « il faudra publier officiellement ces taux, en leur donnant la dénomination adéquate » [pv, 18 mai 1990, p. 9]. Cette « dénomination adéquate » renvoie à l'enjeu de l'élection du taux *officiel* parmi quatre candidats : le taux des crédits, les deux taux pénalisateurs et l'ancien taux d'escompte. Les banquiers centraux belges décident d'abord d'abandonner le taux d'escompte, trop associé à l'ancien mode de fonctionnement – « *il n'existera plus de taux d'escompte officiel* » [pv, 22 mai 1990, p. 8], mais sans désigner son remplaçant. Soucieux de correspondre à la « logique de marché » du nouveau système, ils prévoient en outre d'appliquer le « taux de marché » pour leurs crédits à court terme. Cette réticence à élire un taux officiel représentatif de la stratégie de la BNB doit également être comprise à l'aune du souvenir d'une sacralisation du taux d'escompte qui les avait « paralysés » cinq ans plus tôt⁹. Les membres du comité de direction sont finalement contraints de trancher cet enjeu lors de leur réunion du 22 janvier 1991, soit une semaine avant l'adoption du nouveau mode de fonctionnement :

Suite à la réforme [...] le taux d'escompte officiel cessera d'exister. En fait les nouveaux taux officiels seront constitués par le taux du tender [crédit de court terme], et par les taux supérieur et inférieur d'intervention [taux pénalisateurs] [pv, 22 janvier 1991, p. 4].

Quelques minutes plus tard, les banquiers centraux réalisent l'insoutenabilité de cette non-décision – notamment à l'égard d'actes juridiques nécessitant un taux de référence – et se ravisent : « La tendance s'affirme pour considérer le taux supérieur d'intervention applicable aux [avances] de fin de journée, comme ayant le caractère officiel le plus affirmé » [*ibid.*, p. 5]. Dix jours plus tard, la question est reposée lorsque des journalistes leur suggèrent de (re)définir « un taux officiel de référence de la Banque, destiné notamment à refléter la volonté de celle-ci de poursuivre la politique d'ancrage du franc belge au mark allemand » [pv, 1^{er} février 1991, p. 3-4]. À cette occasion, « la Banque se propose de reconnaître comme officiels un ou deux

9 Les dirigeants redoutent ce phénomène dès fin 1989 : « La "sacralisation" actuelle du taux d'escompte [...] disparaîtra, mais risque d'être remplacée par la "sacralisation" d'autres instruments de politique monétaire » [pv, 17 novembre 1989, p. 2].

taux, dont le premier [...] aura un caractère hyper-pénalisateur¹⁰ » [Pv, 4 février 1991, p. 6-7]. Ce choix – peu enclin à assurer la visibilité des taux de la BNB – est révisé deux mois plus tard : les dirigeants de la BNB réintroduisent un taux d'escompte qui « ne sera modifié qu'épisodiquement afin de garder un caractère symbolique d'orientation générale » [Pv, 15 avril 1991, p. 9]. Dans la presse, le gouverneur s'explique :

Il y a deux raisons de réintroduire le taux d'escompte : la presse et le public veulent un taux d'intérêt officiel qui ne change pas souvent et la BNB veut stimuler le papier commercial. Mais [on] n'est pas sûr que le deuxième objectif soit atteint [Verplaetse, cité in vv, 1991].

L'effort de la BNB pour satisfaire la première condition de félicité – celle de la perception – ne se résume pas à l'élection d'un taux officiel. Les décisions des banquiers centraux doivent se conformer à un nouveau médium : au début des années 1990, les professionnels des marchés communiquent via Télex, l'ancêtre de SWIFT [Carré, 1993]. Pour être vues par les traders, les annonces de la BNB sont encodées sur un Terminal Télex (sorte de grosse machine à écrire) et envoyées à tous les acteurs qui comptent. Cela nécessite un travail de compilation du numéro d'identification de chacun d'eux – le fameux *Bank Identifier Code* (BIC) qui survivra à la disparition de Télex (cf. figure 4) – et une standardisation des interventions de la BNB sous la forme d'un modèle rempli par le secrétariat (cf. figure 5). En parallèle, la BNB mobilise les plateformes d'information Reuter et Telerate – qui domineront jusqu'à l'arrivée du Terminal Bloomberg – et le canal de diffusion de la Bourse de Bruxelles (« *bourse data beurs* »). Être recevable en salles de marché ne suffit toutefois pas à être perçu. Dans un environnement noyé par les stimulations, les annonces de la BNB doivent constituer un événement pour être relevées. À cette fin, les banquiers centraux scénarisent la communication – les traders doivent (s')attendre (à) leurs interventions :

- Le lundi, à 11 heures, réunion de la Cellule [...]. Cette réunion serait suivie, à 11 h 30, de la réunion du Comité et, à 11 h 45, de l'annonce, par les médias habituels, des résultats des adjudications de crédits ainsi que des taux « overnight » [...].
- Les autres jours de la semaine, à 10 heures, réunion de la Cellule [...], suivie, à 10 h 30, de la réunion du Comité. Ensuite, et aussitôt que possible, annonce des taux « overnight » par les médias, soit avant 10 h 50, soit après 11 h 10, heures limites de la période pendant laquelle les banques fixent le « Bibor »¹¹ [Pv, 15/01/91, p. 3-4].

10 Il s'agit toujours du taux appliqué aux avances de fin de journée, mais sous une forme doublée : les banques peuvent emprunter un certain quota à un taux faiblement pénalisateur, puis sont confrontées à un taux « hyper-pénalisateur ».

11 Le Brussels Interbank Offered Rate (Bibor) est le taux de référence pour le marché interbancaire belge au début des années 1990.

Figure 4. Relevé des numéros Télex

UTILISATION DU CIRCUIT DE DIFFUSION POUR MESSAGES TELEX
PAR NUMERO D'APPEL (TELEX 1 93) Broadcast 1
(minimum 1 adresse - maximum 30 adresses)

Liste d'envoi par télex
Déclinaison du Conseil de l'Institut

TELEX EN FRANÇAIS ET EN NÉERLANDAIS (Banques affiliées à Bruxelles)	NUMERO DE TELEX TELEX NUMERO
Banco Hispano Americano (Belux) S.A., Bruxelles	30840 - 2079 - 149
Bank of America National Trust and Savings Ass., Antwerpen.	✓ 31076 ✓ 25324 (fores)
B.B.L. - Banque Bruxelles Lambert S.A., Bruxelles.	✓ 63965 ✓ 21255 (fores)
Banque de Paris et des Pays-Bas, S.A. Bruxelles.	✓ 63704 - 21349 ✓
Crédit Lyonnais Belgium, N.V., Bruxelles.	✓ 20175 - 20691 ✓
Citibank N.A. Bruxelles.	✓ 65100
Générale de Banque, Bruxelles	✓ 22029 - 21283 ✓
Indosuez Bank België, N.V., Bruxelles.	✓ 31740
Kredietbank, Bruxelles.	✓ 21207 - 61402 ✓
Morgan Guaranty Trust Co of New York, Bruxelles	✓ 21752 - 22662 ✓
Morgan Euroclear, Bruxelles	✓ 61025
Alcredima / BCE, S.A. Bruxelles	✓ 21401
Algemene Bank Nederland, succursale, Bruxelles	✓ 62383 (fores)
Allied Irish Banks Ltd, Bruxelles	✓ 25814 62080 (fores)
B.A.C. - Spaarbank, C.V., Brussel	✓ 62199 25109 (fores)
Banco Central, Bruxelles	✓ 24536 65402 (fores) ✓
Banco de Fomento Nacional, Bruxelles	✓ 62809 62223 (fores) ✓
Banco di Roma (Belgio), S.A., Bruxelles	✓ 21573 62451 (fores) ✓

Figure 5. Template pour la communication des taux

NATIONALE BANK VAN BELGIË
DIENST SECRETARIAAT

Brussel, 13 juni 1991.
W/3223H

INRICHTING
14 JUNI 1991

NOTA VOOR DE HEER SECRETARIS

VERMELDING OP DE KEERLIJDE VAN DE WEEKSTAAT

Thans staan volgende gegevens op de keerlijde van de weekstaat :

Rente op voorschotten in rekening-courant boven plafond ✓
Rente op tendervoorshotten voor een week (*) ✓

(*) Rente van de laatste tender vóór het afsluiten van de weekstaat.

Taux d'avances en compte courant hors plafond ✓
Taux d'avances à une semaine par adjudications (*) ✓

(*) Taux de la dernière adjudication réalisée avant la clôture de la situation hebdomadaire.

Wil U bevestiging vragen aan het Directiecomité dat vanaf volgende week de tekst op de keerlijde van de weekstaat de onderstaande is :

Discontovoet ✓
Rente op tendervoorshotten voor een week (*) ✓

(*) Rente van de laatste tender vóór het afsluiten van de weekstaat.

Taux d'escompte ✓
Taux de crédits à une semaine par adjudications (*) ✓

(*) Taux de la dernière adjudication réalisée avant la clôture de la situation hebdomadaire.

De Heer De Rys is hiermee akkoord. Het voorstel om "tendervoorshotten" te vervangen door "tenderkredieten..." alsook "Taux d'avances..." door "Taux de crédits..." komt van de Heer De Rys die erop wijst dat "kredieten" een betere omschrijving zou zijn omdat de cessies-retrocessies sensu stricto geen voorschotten zijn.

02.08

M. Van Campen.

Deuxièmement, pour que les interventions soient *comprises* par la nouvelle audience impersonnelle des professionnels de marché, la BNB décide de produire et diffuser de nouvelles données. Elle ne peut plus supposer que les destinataires de ses interventions sont conscients de ses intentions et familiers avec les ressorts de ses instruments. Les banquiers centraux en sont rapidement conscients :

En ce qui concerne les informations à communiquer à l'extérieur, les membres du Comité reconnaissent qu'il est indispensable de fournir les informations concernant les interventions dans le marché des changes, si l'on veut faire comprendre les décisions de la Banque [pv, 10 octobre 1989, p. 5-6].

À cette fin, une équipe de recherche est mobilisée pour définir un objectif quantifié à communiquer (i.e. la fourchette de 0,5 %, puis de 0,2 %), et une cellule « Instruments des marchés financiers » est mise sur pied afin de « donner des indications fiables [sur les paramètres de marché impliqués dans la nouvelle politique] » [pv, 5 octobre 1990, p. 2]. Peu avant la réforme, cette cellule publie un guide qui présente le nouveau rôle de la BNB et qui « s'adresse principalement aux traders professionnels et aux investisseurs potentiels » [pv, 15 février 1991, p. 1]. L'effort collectif de la BNB constitue un important « investissement de forme » [Thévenot, 1986] visant à assurer que les décisions des banquiers centraux soient perçues et comprises. Le pouvoir de régulation des nouveaux instruments de politique monétaire demeure toutefois dépendant de la dernière condition de félicité : tant que les décisions de la BNB ne jouissent pas d'une autorité incontestable, les opérateurs de marché sont libres de refuser de s'aligner. Pour que ce refus d'alignement se marginalise au point d'être collectivement considéré comme une *erreur*, la Banque centrale doit inspirer une confiance telle que l'obéissance à ses annonces ne pose plus question.

Or, cette quête de confiance s'avère périlleuse. Nous avons vu que, dès les premiers pas du processus de réforme, les banquiers centraux belges ont investi cette quête via plusieurs « effets d'annonce ». L'indépendance vis-à-vis des autorités budgétaires, l'abolition des freins aux mouvements de capitaux (double marché des changes), la baisse de l'imposition du capital (précompte mobilier), ainsi que la plus grande transparence des opérations sont pensées dans le but de conquérir cette confiance du marché et le pouvoir d'influence qu'elle doit conférer aux décisions de la BNB. Il demeure que, au tournant des années 1990, plusieurs membres du comité de direction doutent du succès de cette entreprise et hésitent à se jeter pleinement dans cet univers (d')inconnu(s). À tel point que des propositions de « marche arrière », c'est-à-dire de repersonnalisation des canaux de diffusion, sont envisagées.

3.3. Résistances à « l'impersonnalisation » des instruments

Si la stratégie d'adaptation dominante des banquiers centraux belges à la globalisation du marché monétaire est cet « investissement de forme » destiné à rendre leurs nouvelles interventions perçues, comprises et obéies, elle a été accompagnée d'une stratégie de résistance censée maintenir certains canaux de diffusion personnalisés comme « filets de sauvetage ». L'introduction, en 1988, des crédits de court terme par adjudication avaient anticipé cette stratégie en visant à « développer les contacts avec les intermédiaires financiers » [pv, 21 juin 1988, p. 1]. Peu avant l'adoption du nouveau

mode de fonctionnement, deux autres pistes sont avancées. La première consiste à enrôler les *primary dealers* dans la poursuite de l'objectif monétaire. Destiné à assurer un marché liquide à la dette publique, le système des *primary dealers* octroie à certaines institutions financières un ensemble de droits et de devoirs lié à un segment de marché – typiquement, un *primary dealer* peut participer aux séances d'émission de la dette (marché primaire), mais doit jouer comme *market maker* du marché secondaire (afficher en permanence un prix d'achat et de vente). À l'encontre de la dépersonnalisation des instruments, mais aussi de la séparation entre missions budgétaires et monétaires, les banquiers centraux belges proposent d'exploiter leur participation aux réunions de concertation entre Trésor et *primary dealers* pour sensibiliser les 14 intermédiaires financiers présents aux objectifs de la BNB :

Les « *primary dealers* » devraient être conscients du fait que l'objectif de la Banque est de maintenir le cours de change du franc belge dans une fourchette de l'ordre de 0,20 % par rapport au mark [...] [Ils] devraient s'efforcer de réduire le plus possible le différentiel de taux du franc par rapport au mark [pv, 21 janvier 1991, p. 4].

En parallèle, certains banquiers centraux belges expriment leurs doutes et envisagent un tout autre mode de fonctionnement, « repersonnalisé » :

La question est également posée de savoir si la Banque sera en mesure, après le 29 janvier [entrée en vigueur du nouveau mode de fonctionnement], d'aligner les taux belges sur l'évolution des taux allemands [...]. Certains membres du Comité pensent qu'il existe une sorte d'entente entre les banques commerciales néerlandaises et la Nederlandsche Bank, celle-ci accordant à celles-là toutes les liquidités qui leur sont nécessaires pour leur permettre de pratiquer des taux de marché alignés sur les taux allemands [...] Le comité convient de charger le directeur Rey de s'informer auprès de M. Szasz, directeur à la Nederlandsche Bank, au sujet de l'existence d'une telle entente et du caractère – formel ou informel – de celle-ci [pv, 21 décembre 1990, p. 5].

La radicalité des revirements envisagés est doublement instructrice. D'une part, elle révèle, *a minima* dans le cas belge, que ce volet de la transformation des Banques centrales – i.e. l'anonymisation des instruments – ne procède pas d'un projet cohérent. Il est difficile de retrouver dans ces extraits de réunion l'intentionnalité que certaines histoires du néolibéralisme prêtent à la figure du banquier central des années 1980. La soumission aux codes du marché a davantage constitué une stratégie d'adaptation qu'une entreprise volontariste. D'autre part, l'ampleur du filet de sauvetage envisagé – « rincer » quelques banques pour qu'elles fixent un taux conforme à la politique monétaire – met au jour la précarité de la stratégie d'adaptation. Sans dramatiser, les extraits de réunion cités témoignent de l'inquiétante incertitude qui pesait sur le processus de réforme. On est loin de la manœuvre maîtrisée des portraits à gros traits. Si la voie du marché anonymisé a été retenue, c'est au moins autant par la grâce de facteurs hors de contrôle des banquiers centraux (e.g. l'affaiblissement du mark à la suite de la réunification allemande) que par la détermination des hommes aux commandes.

4. À qui profite le tournant sémiotique ?

Cette étude du cas belge met en relief une dimension centrale de la transformation des Banques centrales à la fin du *xx^e* siècle : le recours à des instruments de diffusion basés sur un marché monétaire en voie de globalisation met en crise le mode opératoire familialiste qui reposait sur la proximité entre banquiers centraux et acteurs financiers nationaux. Pour conserver un pouvoir de régulation des conditions monétaires, les banquiers centraux belges adoptent – non sans hésitations – un tournant sémiotique : ils investissent dans leur mode de communication afin de rendre leurs interventions perçues, comprises et obéies par les opérateurs anonymes qui animent le marché monétaire. Vis-à-vis de la littérature des *social studies of central banking*, plusieurs enseignements peuvent être dégagés. Premièrement, l'effort communicationnel des banquiers centraux est dirigé vers une audience spécifique dont l'adhésion est devenue une condition de succès de la politique monétaire. Il ne vise pas tant à convaincre « le public », cette abstraction souvent avancée par les porte-parole des Banques centrales et parfois reprise dans des récits d'anthropologues [Holmes, 2013], que la communauté des professionnels de marché, comme le constatent sans détour d'importants banquiers centraux [Issing, 2019]. Deuxièmement, ce tournant sémiotique a souvent été plus chaotique que ne le suggèrent les analyses des principales Banques centrales. Contrairement au dispositif performatif de la Banque centrale européenne [Braun, 2015], les techniques sémiotiques de la BNB sont parcourues d'incohérences et de maladresses ; elles se sont stabilisées via un processus d'essais-erreurs, plutôt que par l'exécution d'un plan. Troisièmement, les conditions de succès de ce nouveau canal de transmission sont plurielles. Afin d'être perçues, comprises et obéies, les interventions des Banques centrales ne peuvent se contenter de s'appuyer sur un assemblage institutionnel « financiarisé » [Wansleben, 2018]. Elles doivent en outre entreprendre un investissement au niveau *situationnel* – e.g. conformer leurs signaux au médium Téléx – et *organisationnel* – e.g. former des experts en communication¹².

Sur un plan plus normatif, l'enjeu de l'indépendance des Banques centrales peut être éclairé sous un nouvel angle. Si la BNB a aspiré et est parvenue à s'autonomiser de l'État une première fois dans les années 1960, sa « seconde autonomisation » au tournant des années 1990, via la perte de contrôle des taux des certificats de trésorerie, est surtout subie. Même si l'esprit de cette réforme est soutenu par le nouveau gouverneur de la BNB, Fons Verplaetse, ce sont deux pressions extérieures – les conclusions du FMI et la globalisation du marché monétaire – qui en furent les facteurs décisifs. L'image du banquier central stratège, exploitant toutes les opportunités pour accroître ses marges de manœuvre vis-à-vis de l'État, mérite donc d'être tempérée. Quant à « l'autre dépendance » de la Banque centrale, non plus vis-à-vis des gouvernements, mais des acteurs financiers privés¹³, le cas belge invite également à la nuance. Certes, le tournant sémiotique de la politique monétaire a rendu les banquiers centraux dépendants de la réaction des opérateurs financiers qu'ils doivent désormais convaincre. Plusieurs auteurs ont épinglé le « pouvoir infrastructurel » qu'en retirent ces acteurs au cœur du marché monétaire [Braun, 2020 ; Walter

¹² Pour une élaboration de cette typologie, voir Dutermie [2022].

¹³ Pour une revue de cette littérature, voir Fontan et al. [2018] et do Vale [2022].

et Wansleben, 2020]. Mais, dans le cas belge, la situation précédente, caractérisée par un mode opératoire familialiste, ne garantissait pas l'autonomie des banquiers centraux vis-à-vis des acteurs financiers privés. Le véritable changement concerne l'identité de ces acteurs : les patrons des banques belges hier, les traders du marché monétaire aujourd'hui. Plus encore, sans dénier les problèmes liés à ce pouvoir infrastructurel des financiers, la dépendance est aujourd'hui réciproque : comme en atteste l'impact des déclarations des principaux banquiers centraux sur différents segments de marché [e.g. Hansen et McMahon, 2016], les professionnels des marchés financiers ont besoin de ces interventions sémiotiques pour prendre des décisions dans un contexte de forte incertitude [Duterme, 2022]. L'ampleur de cette réciprocité est toutefois instable et varie en particulier en fonction du prestige conféré à *certaines* Banques centrales, voire à certains banquiers centraux.

Tant sur le plan positif que normatif, cet article n'a pas pour ambition d'épuiser la discussion, si ce n'est en raison des limites à la généralisation inhérentes au format de l'étude de cas. Comme nous l'avons évoqué, la « double transformation » – des objectifs et des instruments de la politique monétaire – a concerné de nombreuses Banques centrales au cours des années 1980, mais pas toutes, et pas toutes de la même manière. Cela est encore plus vrai du volet sémiotique : la globalisation du marché monétaire belge a été particulièrement poussée, tandis que l'importance des relations interpersonnelles dans le mode de fonctionnement de la BNB fut exacerbée par le régime de gouvernance « consociatif » de la Belgique de l'époque [Sinardet, 2011]. Il en résulte que les enseignements de cet article profiteraient d'une mise à l'épreuve comparative. Un éclairage de ce tournant dans d'autres pays permettrait de saisir la variété des interconnexions entre les dimensions du changement distinguées dans cet article, mais aussi de leurs impacts sur la capacité de la Banque centrale à mener une politique de régulation indépendante des acteurs financiers.

Bibliographie

- ACX R., LEFÈVRE O., PEREE E., QUINTYN M., SCHREURS R. (1986), *Le marché monétaire belge dans dix ans*, Bruxelles, Institut de réescompte et de garantie.
- BARRO R. J., GORDON D. B. (1983), « Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy », *Journal of Monetary Economics*, n° 12, p. 101-121.
- BINDSEIL U., JABLECKI J. (2011), *The Optimal Width of the Central Bank Standing Facilities Corridor and Banks' Day-To-Day Liquidity Management*, ecb Working Paper, n° 1350, p. 1-35.
- BEST J. (2022), « Uncomfortable knowledge in central banking: Economic expertise confronts the visibility dilemma », *Economy and Society*, n° 51, p. 559-583.
- BRAUN B. (2015), « Governing the future: the European Central Bank's expectation management during the Great Moderation », *Economy and Society*, n° 44, p. 367-391.
- BRAUN B. (2020), « Central banking and the infrastructural power of finance : the case of ECB support for repo and securitization markets », *Socio-Economic Review*, n° 18, p. 395-418.

- CARRÉ P. A. (1993), « From the telegraph to the telex: a history of technology, early networks and issues in France in the 19th and 20th centuries », *FLUX Cahiers scientifiques internationaux Réseaux et Territoires*, n° 9, p. 17-31.
- CASSIERI I., DE BRIEY V., DEGAVRE F., PROVOST A.-C. (1998), « Les banques belges face à l'État : une rétrospective (1935-1993) », *Revue d'économie financière*, n° 48, p. 125-155.
- COOMBS N., THIEMANN M. (2022), « Recentering central banks: Theorizing state-economy boundaries as central bank effects », *Economy and Society*, n° 51, p. 535-558.
- CHWIEROTH J. M. (2010), *Capital Ideas. The IMF and the Rise of Financial Liberalization*, Princeton, Princeton University Press.
- DE CLERCQ G. (Ed.), (1992), *À la bourse. Histoire du marché des valeurs en Belgique de 1300 à 1990*, Duculot, Louvain-la-Neuve.
- DE GRAUWE P. (1978), « Bureaukratische controles en het economisch systeem », *Leuvense Economische Standpunten*, n° 8, p. 1-13.
- DO VALE A. (2022), *L'Indépendance des banques centrales à l'aune de l'histoire de la pensée et des pratiques*, Paris, Classiques Garnier.
- DURRE A., LEDENT P. (2014), « Escaping the macroeconomic trilemma: the Belgian two-tier foreign exchange system under Bretton Woods », *European Review of Economic History*, n° 18, p. 39-56.
- DUTERME T. (2022), « The central banker and the trader: which one needs the other ? », 34th SASE Annual Conference, Amsterdam.
- EVARD Z. (2023), « La "crise" du "modèle belge" (1979-1981) : révolution silencieuse au pays du syndicaliste, du capitaliste et du banquier », in PIRON D., EVARD Z. (Eds.), *Le(s) néolibéralisme(s) en Belgique*, Louvain-la-Neuve, Academia, p. 30-40.
- FONTAN C., CARRÉ E., L'ÉILLET G. (2018), « Theoretical perspectives on the new era of central banking », *French Politics*, n° 16, p. 453-470.
- GABOR D., BAN C. (2016), « Banking on Bonds: The New Links Between States and Markets », *Journal of Common Market Studies*, n° 54, p. 617-635.
- GUTHRIE G., WRIGHT J. (2000), « Open mouth operations », *Journal of Monetary Economics*, n° 46, p. 489-516.
- HANSEN S., McMAHON M. (2016), « Shocking language: Understanding the macroeconomic effects of central bank communication », *Journal of International Economics*, n° 99, p. 114-133.
- HARVEY D. (2005), *A Brief History of Neoliberalism*, Oxford, Oxford University Press.
- HOLMES D. R. (2013), *Economy of Words*, Chicago, University of Chicago Press.
- ISSING O. (2019), *The Long Journey of Central Bank Communication*, Cambridge, MIT Press.
- JACOBS L., KING D. (2021), *Fed Power*, Oxford, Oxford University Press.
- JANSSENS V. (1980), « Historisch overzicht van de "Central Banking" in België », *Cahier du Centre d'études financières*, n° 8-9, p. 101-116.
- KRIPPNER G. R. (2011), *Capitalizing on crisis: The political origins of the rise of finance*, Cambridge, Harvard University Press.
- LEMOINE B. (2016), *L'ordre de la dette*, Paris, La Découverte.

- LEFÈVRE O. (1993), « Les lignes de force des réformes financières en Belgique », *Reflets, perspectives de la vie économique*, n° 32, p. 131-142.
- MARCUSSEN M. (2009), « Scientization of central banking: The politics of A-politicization », in DYSON K., MARCUSSEN M. (Eds.), *Central banks in the age of the euro*, Oxford, Oxford University Press, p. 373-401.
- MINGUET A. (1990), *Les marchés financiers belges*, Bruxelles, Office international de librairie.
- MISHKIN F. S. (2007), *Monetary Policy Strategy*, Cambridge, MIT Press.
- MONNET E. (2018), *Controlling credit: Central banking and the planned economy in postwar France, 1948-1973*, Cambridge, Cambridge University Press.
- QUADEN G. (1990), « La politique monétaire en Belgique », *Revue d'économie financière*, n° 12, p. 109-115.
- QUENNOUËLLE-CORRE L. (2013), *La direction du Trésor 1947-1967. L'État-banquier et la croissance*, Vincennes, Institut de la gestion publique et du développement économique.
- ROBERTS J. M. (1995), « New Keynesian Economics and the Phillips Curve », *Journal of Money, Credit and Banking*, n° 27, p. 975-984.
- SINARDET D. (2011), « Le fédéralisme consociatif belge : vecteur d'instabilité ? », *Pouvoirs*, n° 136, p. 21-35.
- THÉVENOT L. (1986), « Les investissements de forme », in THÉVENOT L. (Ed.), *Conventions Économiques*, Paris, PUF, p. 21-71.
- TIMMERMANS T., DELHEZ P., BOUCHET M. (1996), « Interest and exchange rate volatility in Belgium », *BIS Conference Papers*, n° 1, p. 136-152.
- WALTER T., WANSLEBEN L. (2020), « How central bankers learned to love financialization: The Fed, the Bank, and the enlisting of unfettered markets in the conduct of monetary policy », *Socio-Economic Review*, n° 18, p. 625-653.
- WANSLEBEN L. (2018), « How expectations became governable : institutional change and the performative power of central banks », *Theory and Society*, n° 47, p. 773-803.
- WOODFORD M. (2005), « Central Bank Communication and Policy Effectiveness », *NBER Working Papers*, n° 1198, p. 1-65.
- W.V. (1991), « Belgische ondernemingen verbeteren concurrentie kracht », *De Financieel-Economische Tijd*.