

Les banques centrales : nouveaux « deus ex machina ? »

Dominique Plihon

Centre d'Economie de Paris Nord

27 juin 2012

« Deus ex machina » ou Janus ?

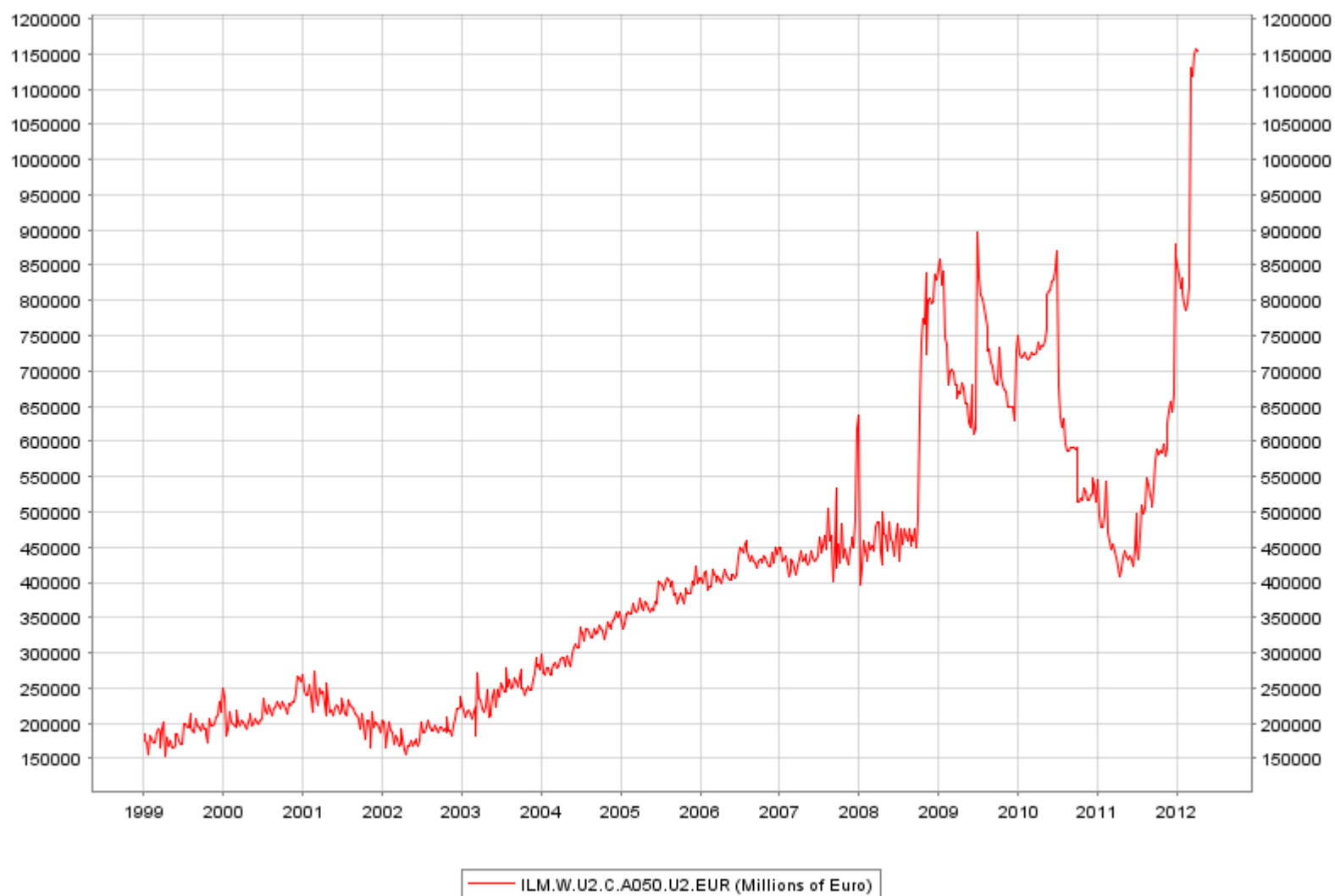
- I/ Les banques centrales sont des acteurs stratégiques de la stabilité financière
- II/ Premier bilan critique de l'action des banques centrales face à la crise qui a débuté en 2007
- III/ Quelles leçons pour l'avenir du *Central Banking* ?

(d'après un rapport du CAE (2011) « Banques centrales et stabilité financière » C. Bordes, J-P Betbèze, J. Coupey-Soubeyran et D. Plihon)

I/ Les banques centrales, acteurs stratégiques de la stabilité financière

- L'expérience historique le démontre : en apportant en urgence leurs concours aux banques en difficulté, les BC contribuent à assurer la stabilité des systèmes bancaires
- C'est parce qu'elles n'ont pas joué ce rôle en 1929, que la crise bancaire a dégénéré en « Grande Dépression » (Friedman&Schwartz, 1961)
- Les banquiers centraux contemporains ont tiré les leçons des crises passées : leurs interventions massives comme PDR à partir de 2008 ont contribué à éviter l'effondrement du système bancaire et financier international => « Deus ex machina »

ECB lending to banks, millions of euros



II/ Premier bilan critique de l'action des banques centrales face à la crise

- Une conception trop étroite de leur rôle
- Par leurs erreurs de diagnostic, les BC ont contribué au déclenchement de la crise
- Pendant la crise : la BCE a fait preuve d'une conception trop restrictive de son rôle de PDR

Les banques centrales ont eu une conception trop étroite de leurs missions

Le modèle dominant du *Central Banking* était fondé sur deux principes :

1. Priorité à la lutte contre l'inflation (*inflation targeting*)
2. Séparation entre les objectifs de stabilité monétaire et de stabilité financière : la stabilité financière n'était pas un objectif des BC

=> Cette vision était fondée sur le credo monétariste résumé par l' « hypothèse de Schwartz » :

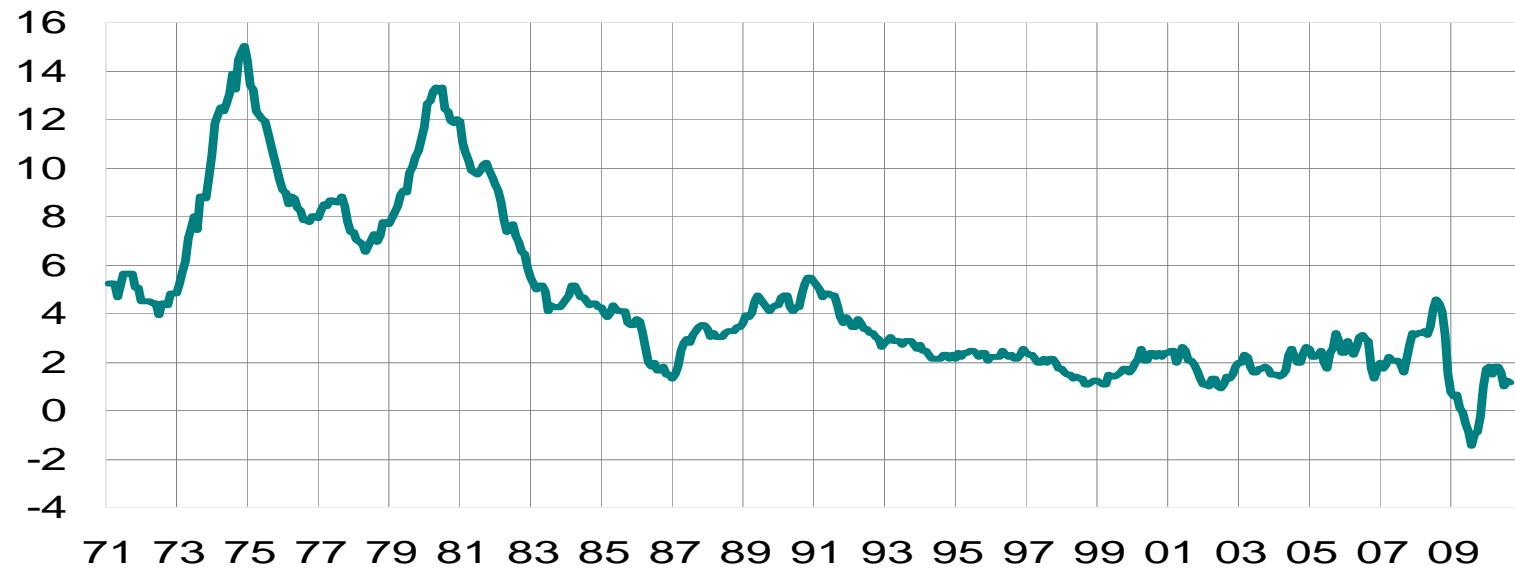
- La stabilité des prix conduit à la stabilité économique et financière
- Une forte variation des prix conduit à l'instabilité financière

La « Grande modération » et la crise

L'erreur de diagnostic

- L'inflation basse et stable du début des années 2000, à laquelle les BC ont contribué, a favorisé une moindre aversion au risque et incité à une prise de risque excessive
- Considérant que la stabilité monétaire garantissait la stabilité financière, les BC ne sont pas intervenues
- Des études empiriques (*Jimenez et al 2008, Gambacorta 2009, Altunbas et al 2010*) établissent un lien positif entre le niveau bas des taux d'intérêt et la montée des risques bancaires
→ « canal de la prise de risque »

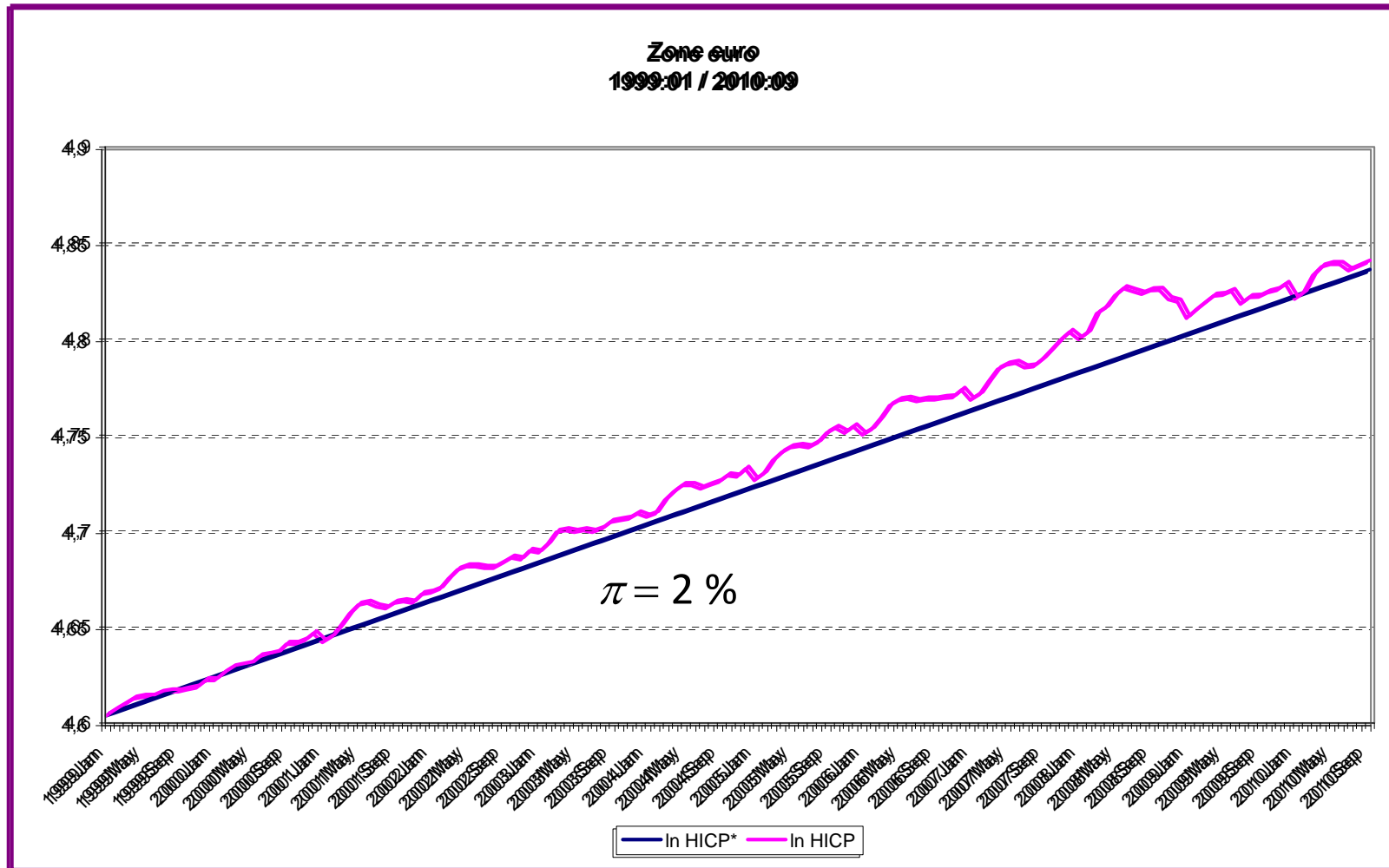
La grande modération



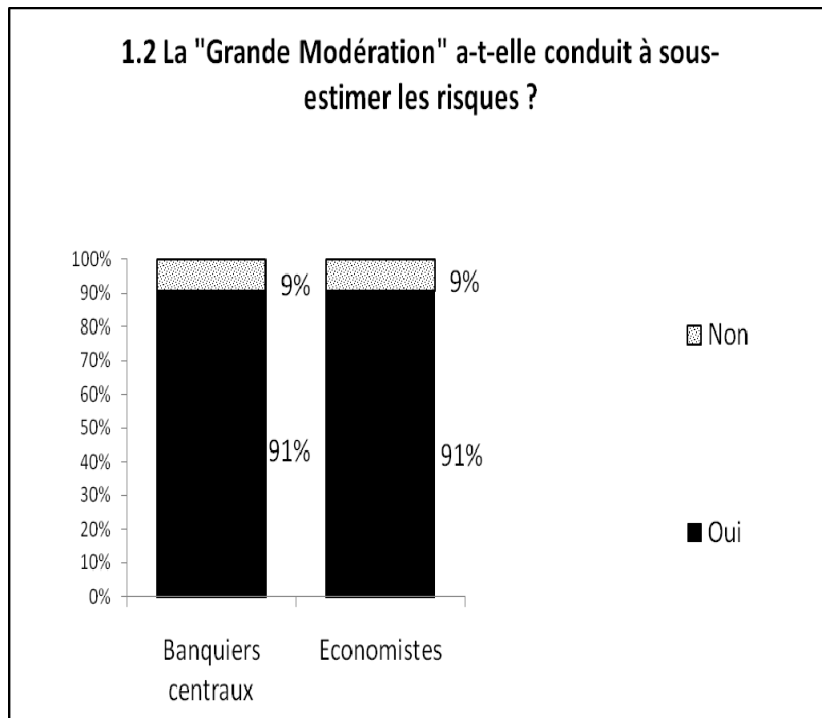
Source : Crédit Agricole S.A., OCDE

Inflation a/a %

Zone euro



La Grande modération et la crise



Grande modération



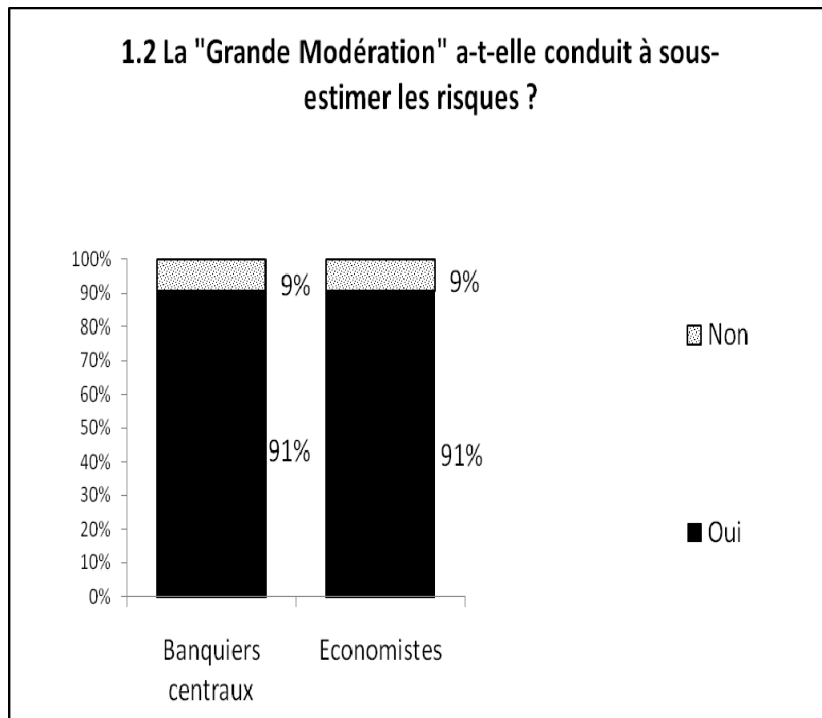
Prise de risque accrue
(paradoxe de la
tranquillité)



Crise

les BC ont contribué
à leur insu à la crise !
(paradoxe de la crédibilité)

La Grande modération et la crise



Grande modération



Prise de risque accrue
(paradoxe de la
tranquillité)



Crise

les BC ont contribué
à leur insu à la crise !
(paradoxe de la crédibilité)

« Le paradoxe de la tranquillité »

Hyman Minsky (1986)

- C'est quand tout va bien dans l'économie que se préparent les crises de surendettement :
 - Les agents économiques profitent de la croissance et des taux d'intérêt bas pour emprunter au-delà du raisonnable.
 - Plus les agents s'endettent et plus ils deviennent sensibles à un retournement de conjoncture
 - Lorsque survient un retournement de conjoncture, l'endettement vire mécaniquement au surendettement
 - Les agents bradent leurs actifs, les prix baissent, le poids réel de la dette augmente => processus déflationniste (Irving Fisher)

« Le paradoxe de la crédibilité »

Claudio Borio & Philip Lowe (2002)

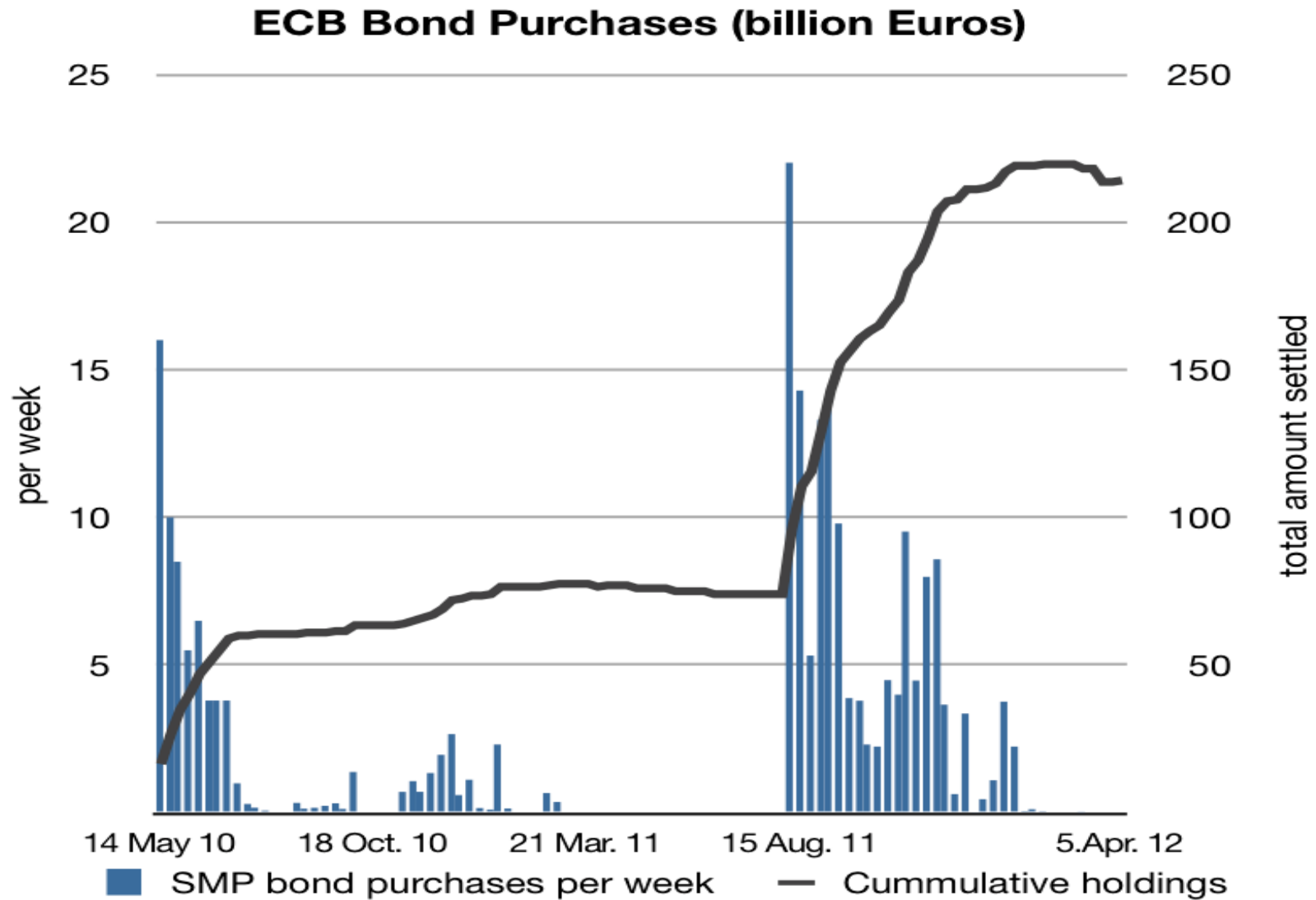
Contrairement à l'hypothèse de Schwartz :

- une inflation basse peut nourrir un sentiment exagéré de sécurité et de confiance
 - réduction de l'aversion à l'égard du risque, baisse généralisée des primes de risque
 - favorisant une prise de risque et un endettement excessif
- A trop bien œuvrer pour la stabilité des prix, les banques centrales ont créé un environnement propice à l'instabilité financière → « paradoxe de la crédibilité »
 - C'est dans un environnement de stabilité des prix qu'a germé la crise financière amorcée en 2007

La BCE : une politique de PDR trop restrictive

- Dans un monde où :
 - Les marchés financiers ont un poids important
 - Il existe une forte interdépendance entre les banques et les marchés financiers
- La fonction de PDR de la BC :
 - Ne peut se limiter à prévenir les défaillances bancaires
 - Elle doit aussi contribuer à la stabilité des marchés
- En se refusant (jusqu'ici) à intervenir directement sur les marchés des dettes publiques, contrairement à la Fed et à la BoE, la BCE a contribué à l'aggravation de la crise des dettes souveraines dans la zone euro

ECB Securities Market Programme



III/ Quelles leçons pour l'avenir du Central Banking ?

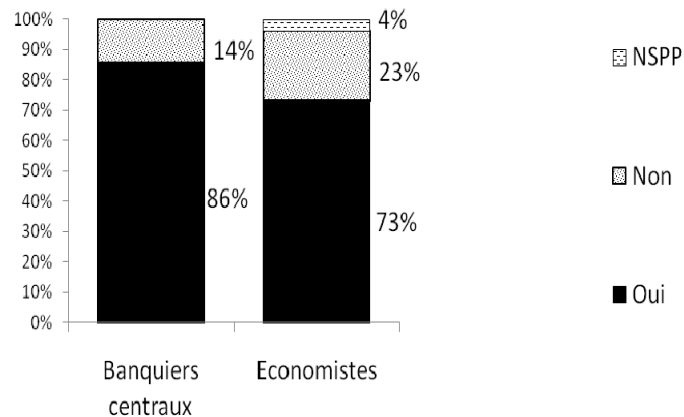
1. Reconsidérer les fondements théoriques du
Central Banking
2. Elargir le cadre opérationnel des BC
3. Une nouvelle architecture institutionnelle
pour une approche globale de la stabilité
financière

1. Reconsidérer les fondements théoriques du Central Banking

- Le modèle théorique qui prévalait avant la crise, fondé sur la vision monétariste et sur « l'inflation targeting », doit être amendé (*Blanchard et alii, 2010; Carré, 2009*)
- L'approche keynésienne, inspirée des travaux de Minsky et des économistes de la BRI, qui met l'accent sur les canaux du crédit et de la prise de risque, apparaît mieux adaptée
- Il s'agit de prendre en compte les relations complexes et ambivalentes entre stabilité monétaire et stabilité financière

2. Le cadre opérationnel des BC doit être transformé et élargi

2.2 L'objectif de stabilité des prix doit-il être complété par un objectif de stabilité financière ?



- 1/ La stabilité financière doit être un objectif de la BC (de même rang que la stabilité monétaire), sans oublier la croissance et l'emploi
- 2/ Plus d'objectifs → plus d'instruments (*Tinbergen*)
- 3/ Le taux d'intérêt ne peut pas tout !
- 4/ Une gamme d'instruments spécifiques sera affectée à l'objectif de stabilité financière => régulation macroprudentielle

3 propositions pour conduire cette remise en question

1. Le principe de séparation doit être abandonné
2. Le canal du crédit et le canal de la prise de risque doivent être placés sous étroite surveillance
3. La régulation macroprudentielle doit devenir l'arme principale de lutte contre l'instabilité financière

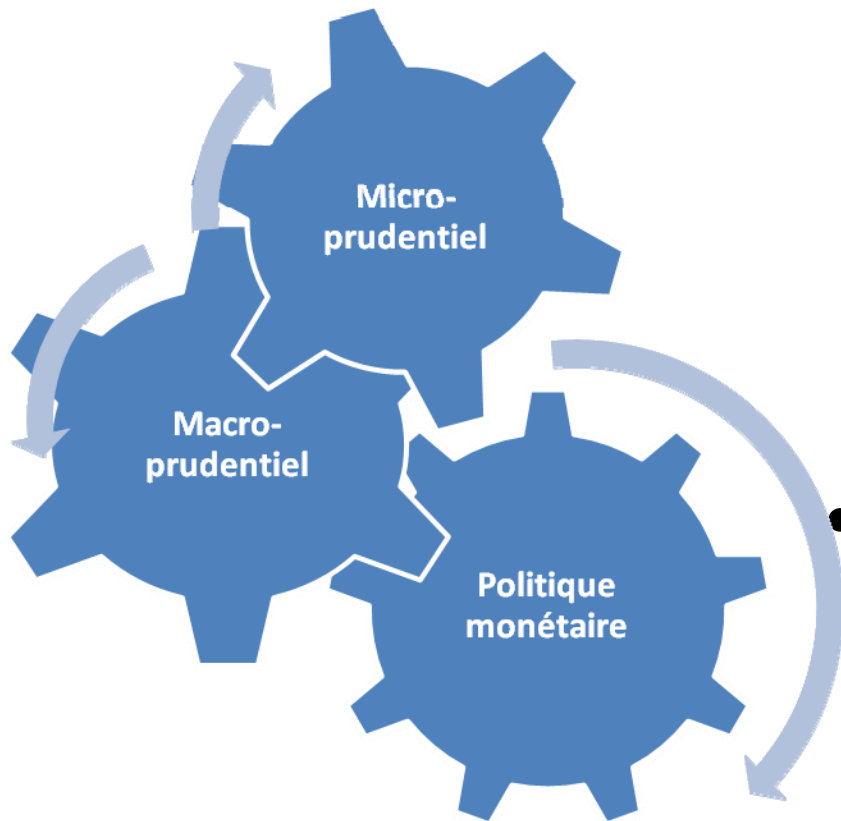
Parmi les instruments macroprudentiels

- L'accent doit être mis sur les instruments de régulation du crédit :
 - ✓ *loan to value* ou *loan to income ratios* à généraliser et à renforcer
 - ✓ réserves obligatoires progressives sur les crédits dans le cadre d'une politique individualisée par groupe bancaire, voire aussi par secteur, par région.

Bâle 3 : dimension macroprudentielle insuffisante

- Les principales avancées de Bâle 3 se situent au niveau micro-prudentiel
- Le coussin anti-cyclique ne sera pas suffisant
- Bâle 3 renforce les effets pervers de Bâle 2 :
 - Dépendance accrue des banques aux marchés
 - Incitation accrue au contournement des règles par les banques

3. Une nouvelle architecture institutionnelle



- Les BC sont les mieux placées pour assurer la responsabilité du contrôle macroprudentiel
- Pas de modèle de coordination unique entre politique monétaire et politique prudentielle mais un principe décisif : la **proximité** entre BC et superviseurs
- La nécessité d'une **coordination internationale**

4 Propositions pour « organiser » un cadre global de stabilité

Dans l'espace européen :

1. Un réseau d'informations commun à l'ensemble des superviseurs en Europe et à la BCE
2. Une gouvernance partagée entre BC et superviseurs
3. La consultation d'une autorité indépendante de protection des consommateurs de services financiers

A l'échelle internationale :

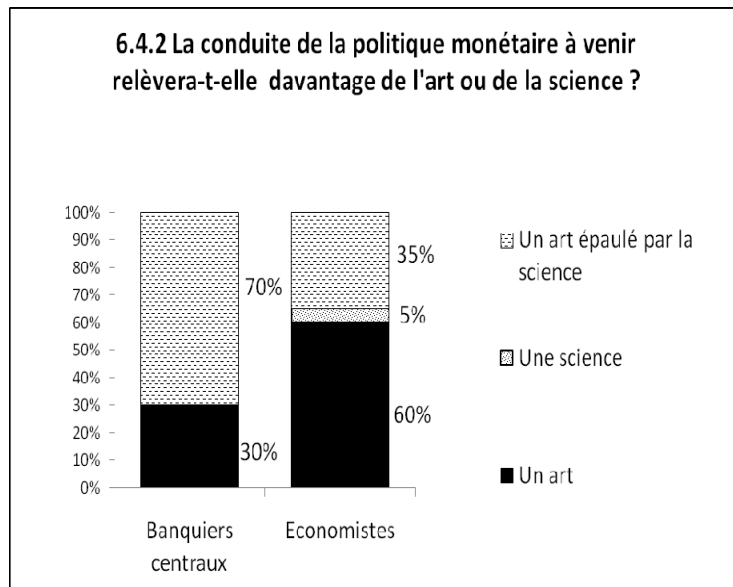
4. Créer un comité de politique monétaire mondial

Plus de missions, plus de pouvoirs,
... plus de devoirs !

L'indépendance des BC doit être revisitée

- Un devoir accru de responsabilité à l'égard de la société (*accountability*),
- de coopération et de partage d'informations avec les autres autorités en charge de la stabilité financière
- une indépendance renforcée à l'égard des acteurs financiers pour limiter le risque de capture par les lobbies

Conclusion



- Plus de missions, plus d'instruments, plus de comptes à rendre, tout en évitant le risque de capture
- Le « *Central banking* » sera un art encore plus difficile qu'auparavant ...
- ... et la science économique va devoir évoluer pour continuer de l'épauler !