

Banques centrales et stabilité financière : bilan et prospective

Laurent Clerc
Directeur de la Stabilité Financière

**Tables rondes : Enjeux cruciaux de la
macro-finance contemporaine**

26 Septembre 2013

Nanterre

Introduction : vers un rôle accru des banques centrales ?

La crise financière a servi de révélateur au fait que...

- La stabilité monétaire n'était pas nécessairement garante de la stabilité financière : met en cause le cadre stratégique de la politique monétaire
- Le principe de séparation ne fonctionne pas dans une situation de crise financière : met en cause les principes d'indépendance et d'assignation des instruments
- Une politique de laisser-faire face à la constitution de déséquilibres financiers peut s'avérer extrêmement coûteuse : met en cause l'idée que la stabilité financière ne repose que sur la régulation micro-prudentielle

Conclusion: vers un mandat élargi des banques centrales avec une responsabilité de stabilité financière?

1/ Le cadre stratégique de la politique monétaire

Le cadre stratégique des banques centrales

- Un objectif prioritaire : la stabilité des prix
- Une stratégie : le ciblage d'inflation
- Un cadre théorique, inspiré du monétarisme : l'inflation est un phénomène monétaire ; la monnaie est neutre à long terme; la banque centrale contrôle l'offre de monnaie ; les règles
- Un instrument principal: le taux d'intérêt

Ce cadre doit contribuer à la stabilité financière car

- Ancrage des anticipations : élimine l'incertitude
- Favorise l'allocation optimale des ressources
- Les « conditions de Kohn » ne sont jamais satisfaites

(Don Kohn's 3 conditions)

1. The central bank must be *sufficiently* certain that a bubble exists;
2. The cost of popping the bubble must be *sufficiently* low (in particular the bubble must react to small changes in key policy rates)
3. The cost of doing nothing or of “cleaning the mess” must be *sufficiently* high

1/ Les limites du cadre stratégique

Ce cadre néglige

- Les actifs et leurs prix : la monnaie n'est pas un substitut parfait
- La dynamique de la monnaie et du crédit (une exception: la BCE?)
- Les déséquilibres financiers : question de l'horizon du ciblage d'inflation

Pour autant, à ce stade :

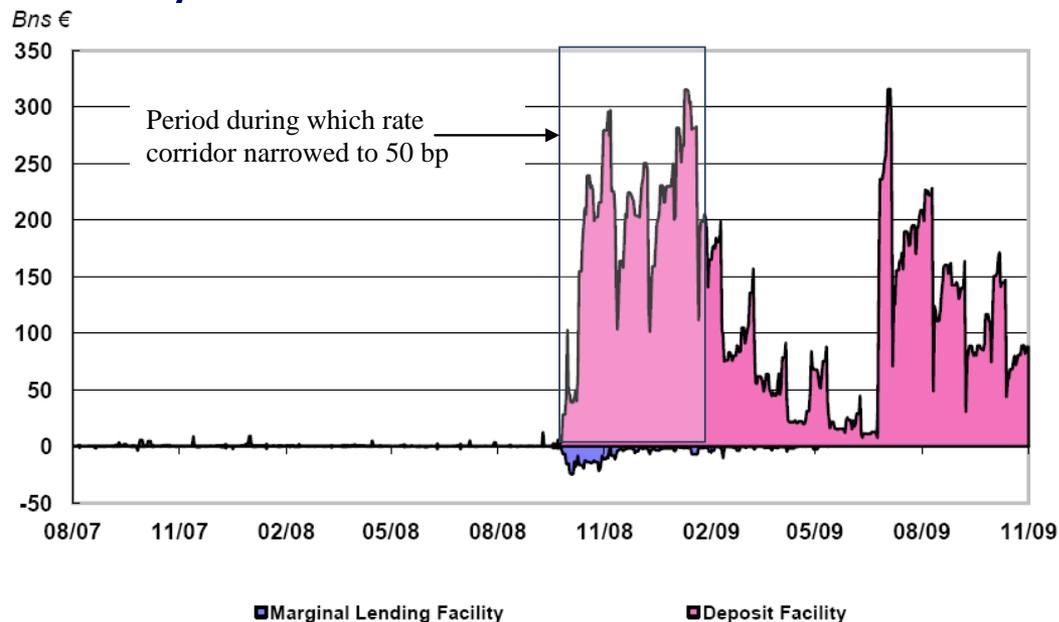
- Pas nécessairement de remise en cause de ce cadre stratégique
- Mais sensibilité accrue à l'évolution des prix d'actifs, au canal de la prise de risque, à la dynamique du crédit
- Question du rôle des BC dans la détermination des politiques macro-prudentielles

2/ Le principe de séparation

- Principe de séparation entre objectif de politique monétaire et objectif de stabilité financière
- Trouve sa traduction dans une séparation des cadres stratégique et opérationnel des banques centrales: décision de taux – gestion de la liquidité
- Conduit aux principes d'indépendance des instruments et d'allocation de ces derniers : les taux d'intérêt pour la stabilité des prix; la gestion des réserves pour la stabilité financière (i.e. du marché monétaire)

2/ Les limites du principe de séparation

- La contrainte zéro sur les taux d'intérêt nominaux
- Le dysfonctionnement des mécanismes de transmission
- La présence de conflits d'objectifs (ex. la gestion du corridor de taux)



- Les mesures non-conventionnelles et l'exit

3/ La stabilité financière

- Cadre stratégique + principe de séparation : la stabilité financière repose sur la supervision individuelle des banques et l'assurance des dépôts
- Une acception étroite de la stabilité financière et du rôle de prêteur en dernier ressort des banques centrales
- Hypothèse d'efficacité des marchés + vision très positive des innovations financières (complétude des marchés)
- Une politique de laisser-faire vis-à-vis des déséquilibres financiers: le « Greenspan put »

Conséquences

- On ne mesure pas ou mal les interconnexions et le risque systémique entre les banques et au sein du système financier (SBS)

3/ Les limites d'une conception étroite

- Vers la mise en œuvre de politiques macro-prudentielles
- Le rôle clé des banques centrales
- Mais une diversité de modèles
- Des questions non résolues
 - L'articulation avec la politique monétaire
 - Le mandat et les pouvoirs des autorités macro-prudentielles
 - La question de l'indépendance

Conclusion : vers un mandat élargi des banques centrales ?

- Un paradoxe : un bilan mitigé mais un rôle déterminant durant la crise du fait :
 - Du maintien de l'ancrage des anticipations d'inflation (pas de déflation)
 - De la nature de la crise : une crise de liquidité (PDR)
 - Une forte réactivité : la leçon des crises passées
 - Les mesures non conventionnelles comme seules alternatives une fois épuisées les ressources budgétaires
- Vers un mandat élargi ?
 - L'intégration des fonctions de superviseurs micro-prudentiels : cf. Banque d'Angleterre ou BCE
 - L'intégration des fonctions macro-prudentielles
 - Un mandat explicite de stabilité financière (cf. France, Allemagne... suite aux recommandations du CERS)

Différents modèles de surveillance macro-prudentielle:

Features of the model/Model	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model R 1
1. Degree of institutional integration of central bank and supervisory agencies	Full (at a central bank)	Partial	Partial	Partial	No	No (Partial*)	No	No
2. Ownership of macroprudential policy mandate	Central bank	Committee "related" to central bank	Independent committee	Central bank	Multiple agencies	Multiple agencies	Multiple agencies	Committee (multinational; regional)
3. Role of MOF/ treasury/government.	No (Active*)	Passive	Active	No	Passive	Active	No (Active*)	Passive (European Commission; Economic and Financial Committee)
4. Separation of policy decisions and control over instruments	No	In some areas	Yes	In some areas	No	No	No	Yes
5. Existence of separate body coordinating across policies	No	No	No (Yes*)	No	Yes	Yes (de facto**)	No	No
Examples of specific model countries/ regions	Czech Republic Ireland (new) Singapore*	Malaysia Romania Thailand United Kingdom (new)	Brazil* France (new) United States (new)	Belgium (new) The Netherlands Serbia	Australia	Canada Chile Hong Kong SAR* Korea** Lebanon Mexico	Iceland Peru Switzerland	EU (ESRB)