

Banques centrales et stabilité financière

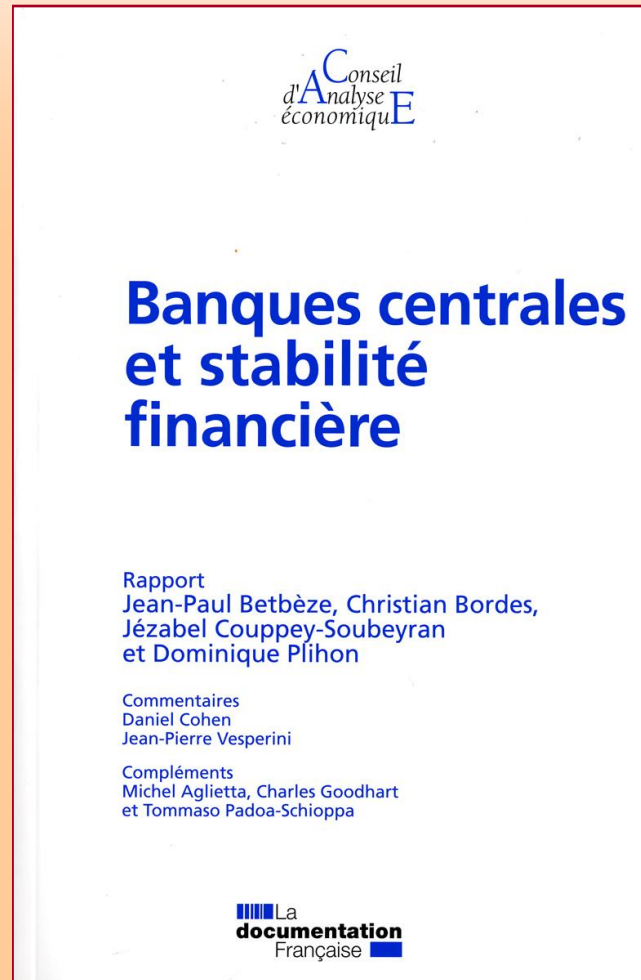
Christian Bordes



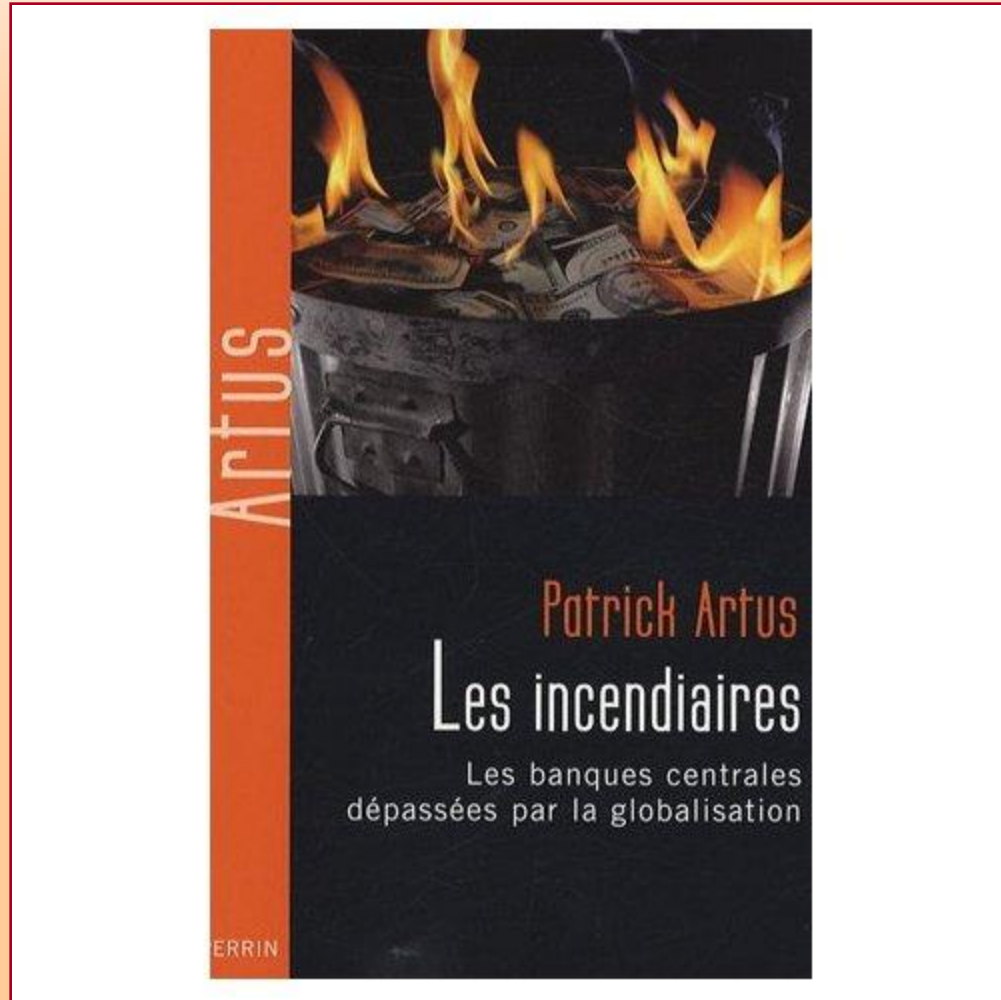
Université Rennes 1

13 octobre 2011

Repenser le *Central Banking* (CB) : CAE (2011)



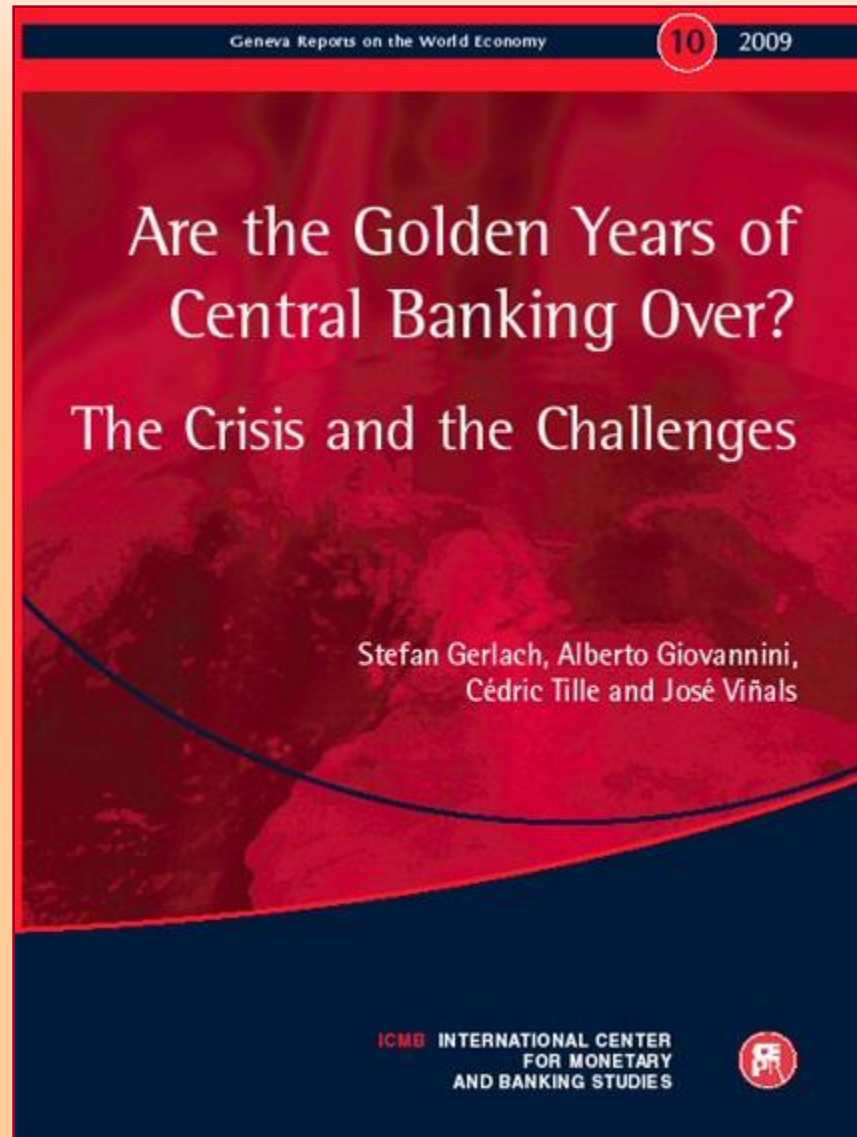
Repenser le *CB* : Artus (2008)



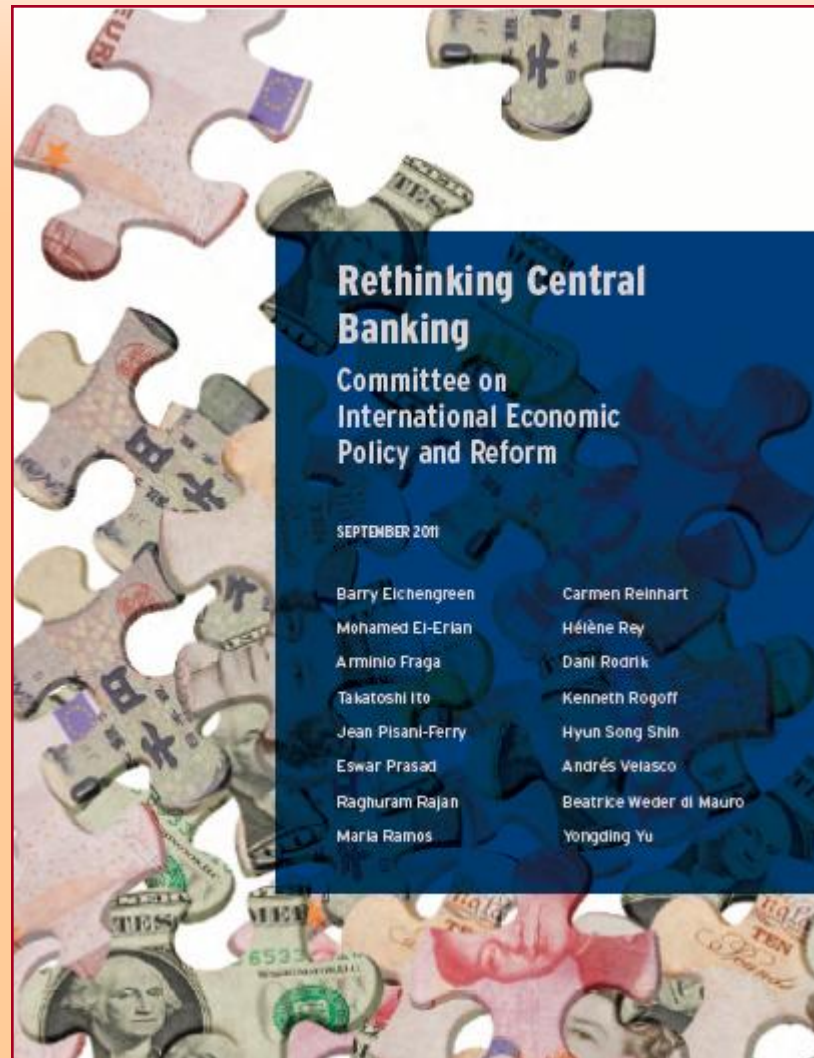
Repenser le *CB* : Aglietta, Berrebi et Cohen (2009)



Repenser le *CB* : Gerlach *et al.* (2009)



Repenser le *CB* : Eichengreen *et al.* (2011)



Repenser le *Central Banking*



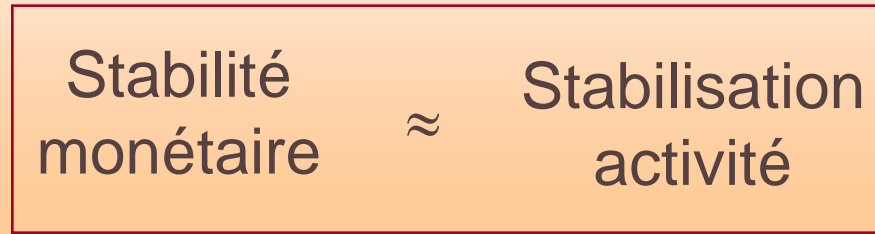
Central Banking (CB)

- *CB* aujourd'hui : tour du monde
- Nouveau *CB* : consensus
- Nouveau *CB* : débat
- Nouveau *CB* : apprentissage et risques

***Central Banking* aujourd'hui**

Tour du monde

Economies développées : *Inflation targeting 1.0*



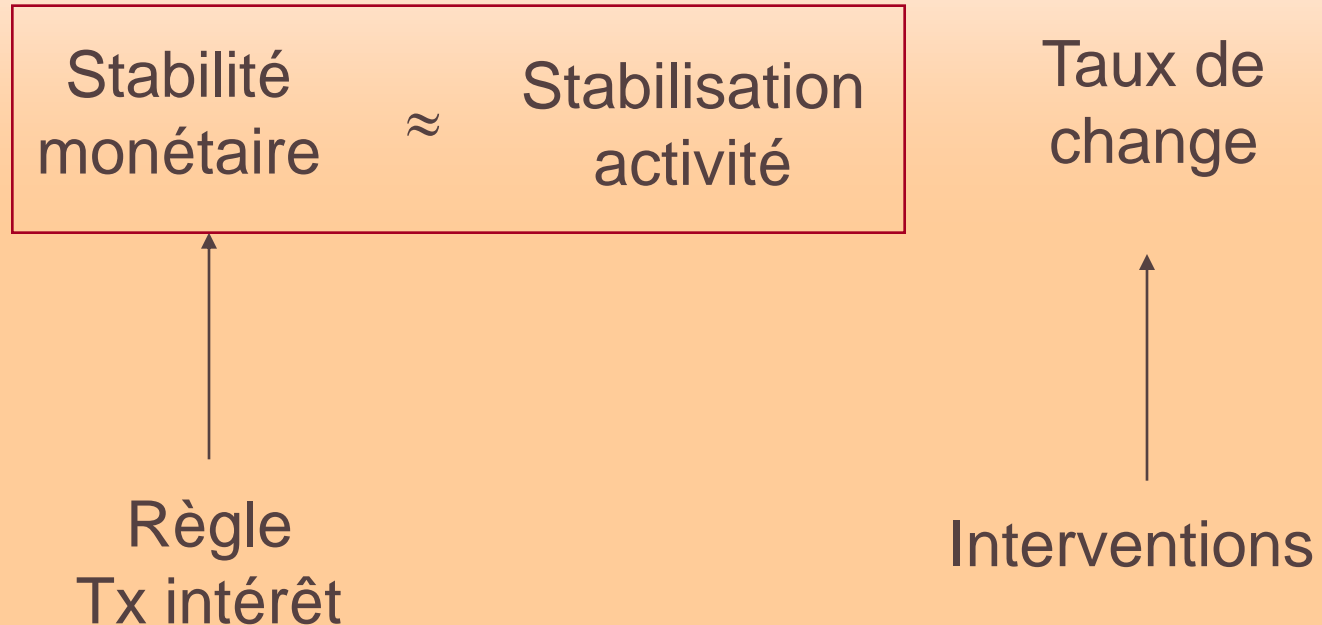
↑
Règle
Tx intérêt

Economies développées

	Inflation target	Latest month	12m MS fcast	Next rate decision	Current rate	Market expects (bp)
US	1.5-2.0% PCE Price Index	1.6%	2.1%	02 Nov	0.125	-1
Euro Area	< 2% HICP (u)	3.0%	1.5%	03 Nov	1.50	-17
Japan	0-2% CPI (u)	0.4%	-1.0%	27 Oct	0.05	0
UK	2% CPI	4.5%	2.5%	10 Nov	0.50	-4
Canada	1-3% CPI	3.1%	1.7%	25 Oct	1.00	-3
Switzerland	<2% CPI (u)	0.5%	-	15 Dec	0.00	-10
Sweden	2.0% CPI	3.2%	2.2%	27 Oct	2.00	-3
Norway	2.5% CPI	1.6%	-	19 Oct	2.25	-19
Australia	2-3% over the cycle	3.6%	2.8%	01 Nov	4.75	-48
New Zealand	1-3% CPI	5.3%	-	27 Oct	2.50	7

Source : Morgan Stanley (12/10/11)

Economies émergentes : *Inflation targeting 1'.0*



CEEMA

	Inflation target	Latest month	12m MS fcast	Next rate decision	Current rate	Market expects (bp)
Russia	6-7% CPI	7.2%	8.7%	24-28 Oct	8.25	-
Poland	2.5% (+/- 1%) CPI	4.3%	2.6%	09 Nov	4.50	-
Czech Rep	2.0% (+/-1%) CPI	1.8%	3.1%	03 Nov	0.75	-
Hungary	3.0% CPI	3.6%	3.4%	25 Oct	6.00	-
Romania	3.0% (+/-1%) CPI	4.3%	4.4%	02 Nov	6.25	-
Turkey	5.5% CPI end '11	6.2%	6.4%	20 Oct	5.75	0
Israel	1-3% CPI	3.4%	2.7%	24 Oct	3.00	-
South Africa	3-6% CPI	5.5%	5.9%	10 Nov	5.50	-
Nigeria	NA	9.5%	11.3%	22 Nov	12.00	-

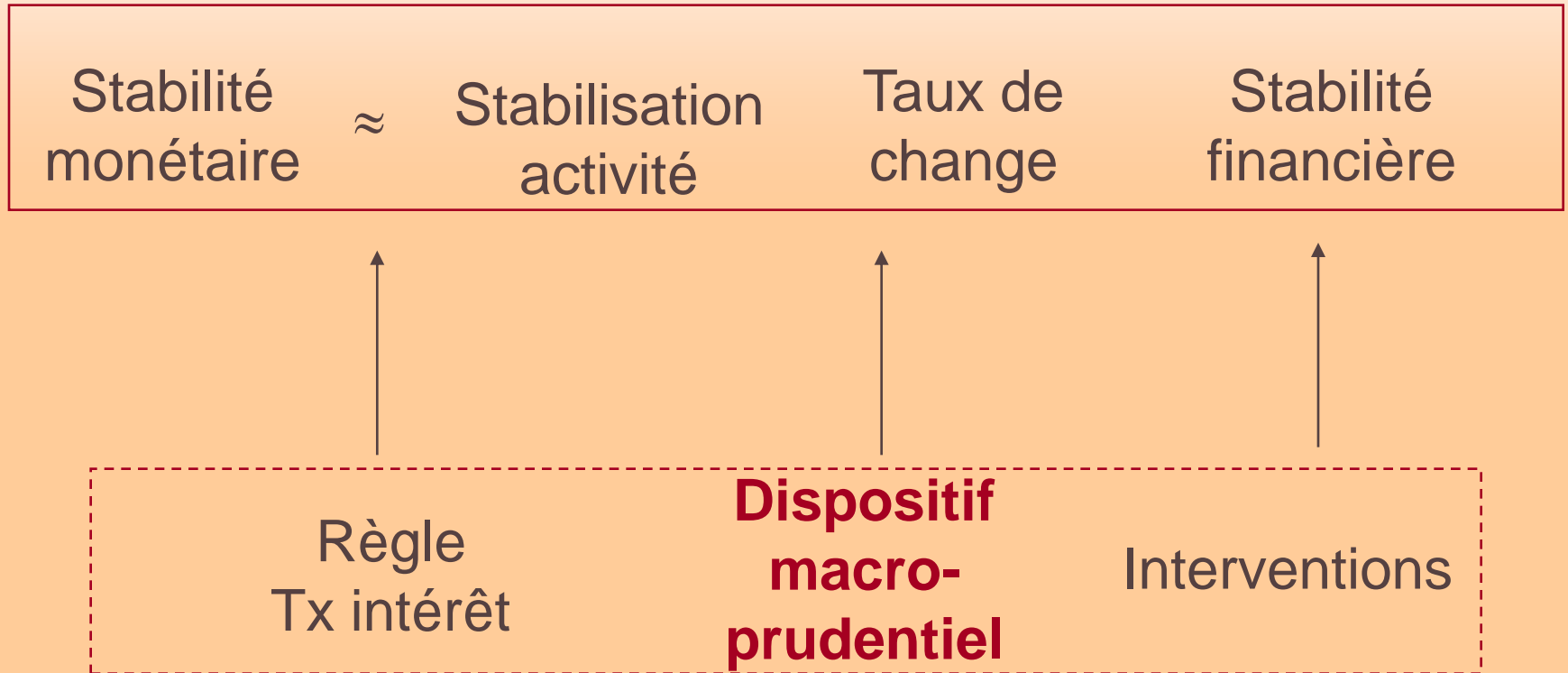
Asie (Japon exclu)

	Inflation target	Latest month	12m MS fcast	Next rate decision	Current rate	Market expects (bp)
China	-	6.2%	5.0%	-	6.56	-
India	NA	9.8%	8.8%	25 Oct	8.25	-
Hong Kong	-	5.7%	4.7%	-	0.50	-
S. Korea	2-4% CPI	4.3%	2.7%	13 Oct	3.25	-
Taiwan	-	1.4%	1.0%	30 Dec	1.88	-
Indonesia	5% +/- 1.0%	4.6%	6.2%	10 Nov	6.50	-
Malaysia	-	3.3%	2.2%	11 Nov	3.00	-

Amérique latine

	Inflation target	Latest month	12m MS fcast	Next rate decision	Current rate	Market expects (bp)
Brazil	4.5% +/-2.0% IPCA	7.3%	5.6%	19 Oct	12.00	-50
Mexico	3% +/-1% CPI	3.1%	2.8%	14 Oct	4.50	0
Argentina	15.5-24.2% M2 growth	9.8%	10.2%	NA	10.11	-
Chile	3% +/-1% CPI	3.3%	3.1%	13 Oct	5.25	0
Peru	2% +/-1% CPI	3.7%	2.1%	10 Nov	4.25	0
Colombia	3% +/-1% CPI	3.7%	2.8%	28 Oct	4.50	0

CB dans les économies émergentes



Buzz du jour : dispositif macro-prudentiel

- « *Counter-cyclical capital buffers* »
- « *Forward-looking loss provisioning* »
- « *Variable liquidity ratios* »
- « *Reserve requirements* »
- « *Limits on currency mismatches* »

Dispositif macro-prudentiel

| Global Research |



Special Report | 17:45 GMT 18 July 2011

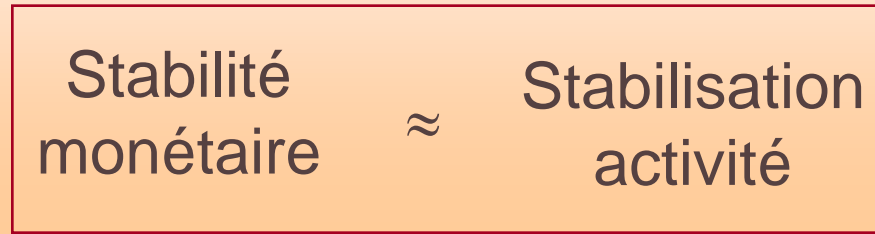
Macro-prudential regulation – Lessons from Asia

Lessons can be learned from Asia, where simple tools have reduced financial imbalances

Nouveau « *central banking* » :

Consensus

Economies développées



Règle
Tx intérêt

An upward-pointing arrow connects the text 'Règle Tx intérêt' to the bottom center of the box above.

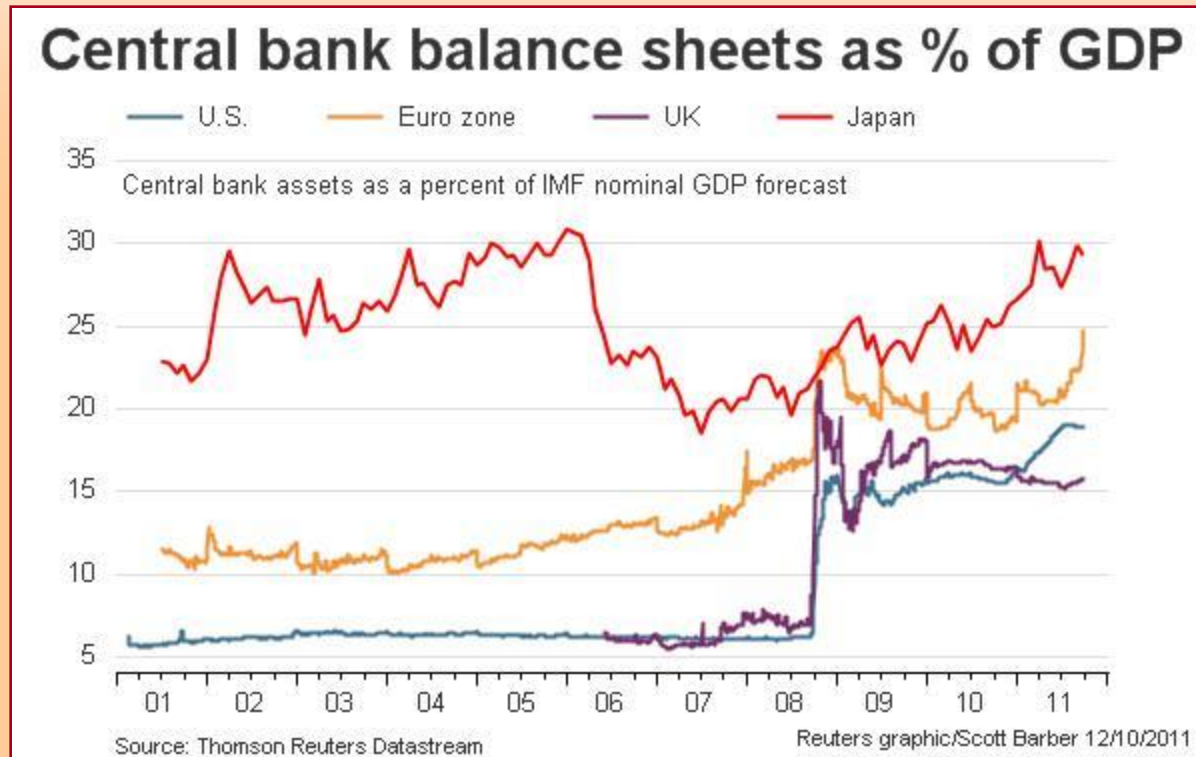
Stabilité
financière

Dispositif
macro-
prudentiel

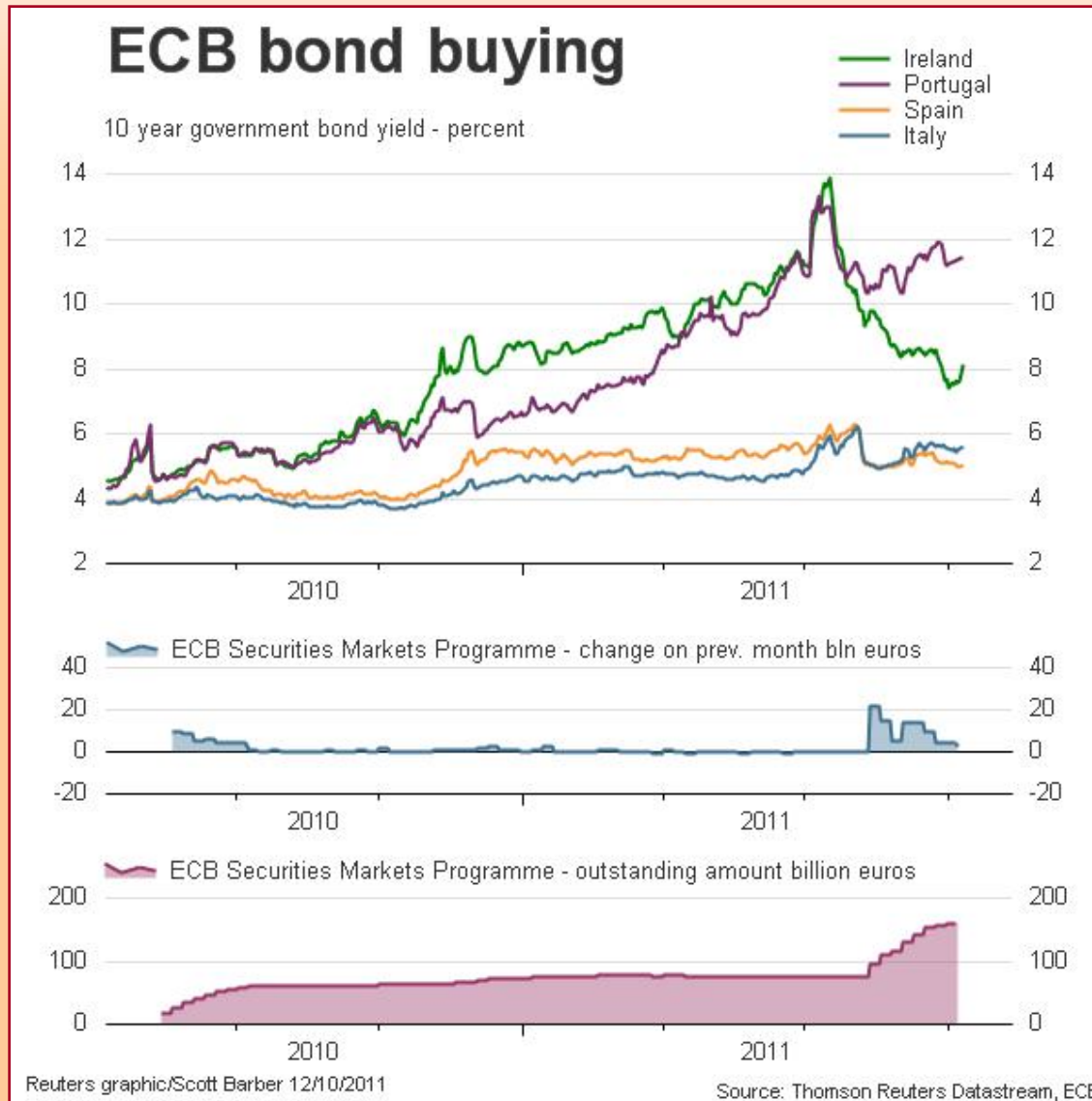
« *Central banking* » et stabilité financière

- Zone euro : European Systemic Risk Board (ESRB)
- Grande-Bretagne
 - Démantèlement *Financial Services Authority*
 - BoE : outre politique monétaire, tâche de prévenir toute accumulation de risque dans le système financier
- Etats-Unis : Fed membre du *Financial Stability Oversight Council*

« *Central banking* » au cours de la crise



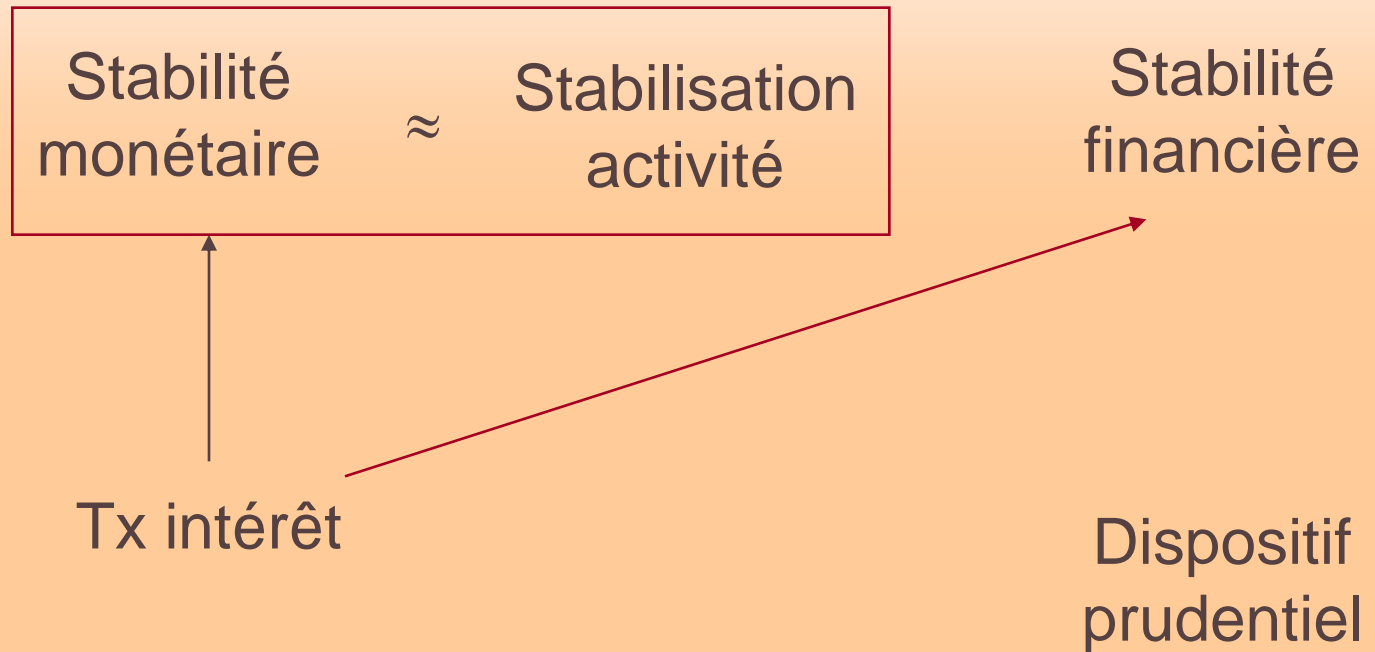
Achat d'obligations souveraines par la BCE



Otmar Issing

- *« It is difficult to justify within the context of the independence of the central bank*
- *But, on the other hand, the ECB was the only actor who could master the situation »*

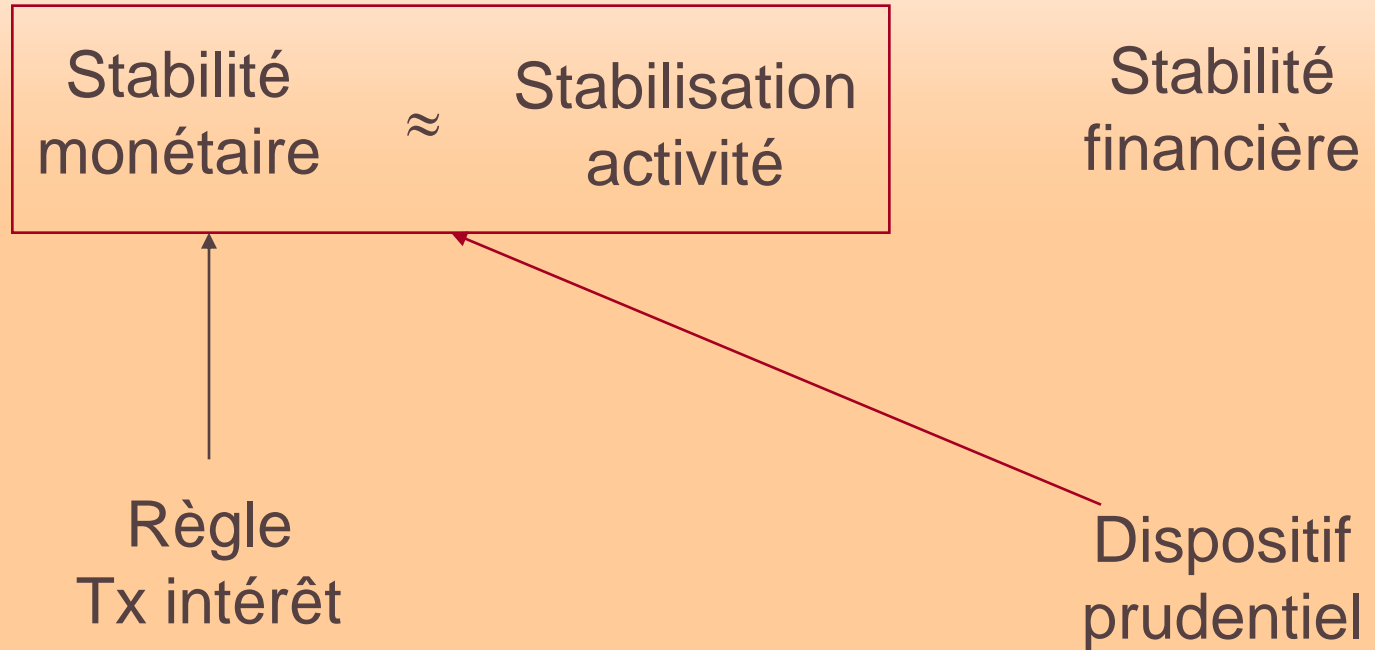
Nouveaux canaux de transmission



Canal de la prise de risque (Redouin, 2011)

- « *Nous devons être très attentifs (au **canal de risque**) car il peut nous coûter cher*
- *Dans un contexte de **taux d'intérêt très bas**, voire négatifs en termes réels, les investisseurs, les gérants d'épargne collective, les particuliers sont à la recherche de rendements plus élevés*
- *Cela risque de générer des comportements moins rationnels, de pousser à **investir dans des actifs beaucoup plus risqués** »*

Nouveaux canaux de transmission



Bâle III et la politique monétaire (Bini-Smaghi, 2010)

- Changements dans les conditions de marché
- **Effet de chute brutale** : dégradation soudaine certains actifs détenus par banques
- Compensation avec de l'argent liquide → ↑ **emprunts auprès de la BCE**
- Pics de demande temporaires → « **pollution** » du **contrôle des taux d'intérêts à court terme**

L'évolution des prix du logement en France sur 25 ans

Depuis quinze ans, les prix du logement en France connaissent une évolution apparemment déconnectée de celle des loyers :

- les loyers, à surface et qualité constantes, ont globalement évolué comme le revenu disponible

Si la première phase de hausse pouvait paraître cohérente avec la baisse des taux d'intérêt, il semble aujourd'hui probable que celle-ci ait biaisé les anticipations à la hausse, créant une bulle sur le marché immobilier français. Il n'est pas impossible

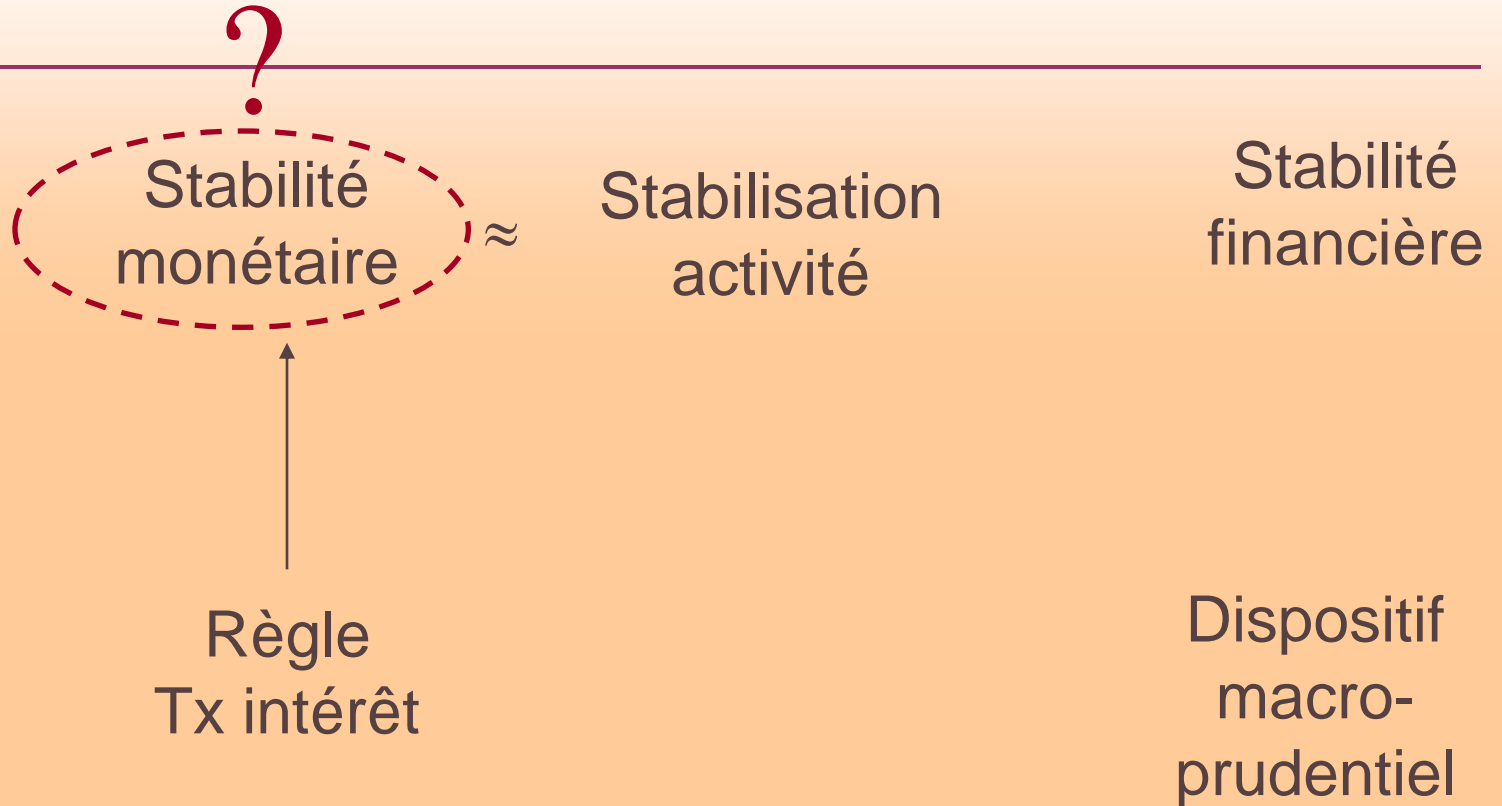
« *Central banking* » et bulles

- **Pas de bulle immobilière en France selon l'Insee**
(La Tribune - 17/05/2011)
- *L'envolée des prix immobiliers en France ces dernières années semble davantage liée à la pénurie d'offre qu'à la spéculation financière* (Jean-Philippe Cotis)

Nouveau « *central banking* »

Débat

Economies développées



Stabilité monétaire

The New York Times

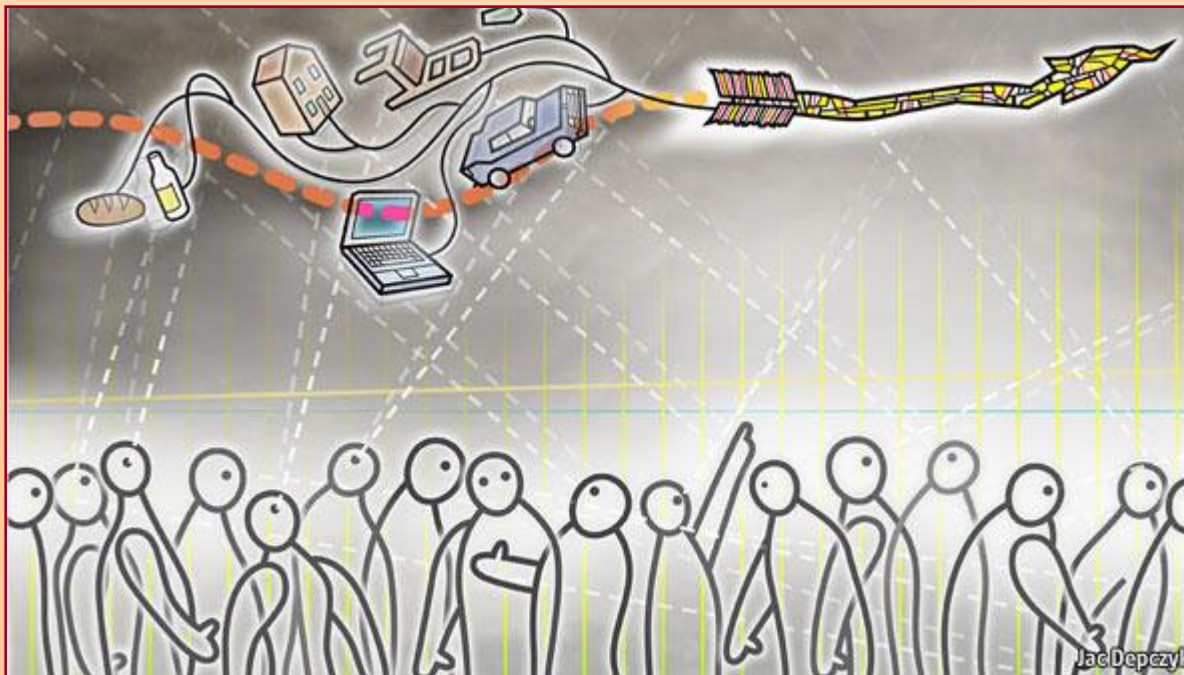
- PAUL A. VOLCKER
- September 18, 2011
- ***A Little Inflation Can Be a Dangerous Thing***
- « *Some mathematical models spawned in academic seminars might support this scenario. But all of our economic history says it won't work that way* ».

Stabilité monétaire

THE WALL STREET JOURNAL.
WSJ.com

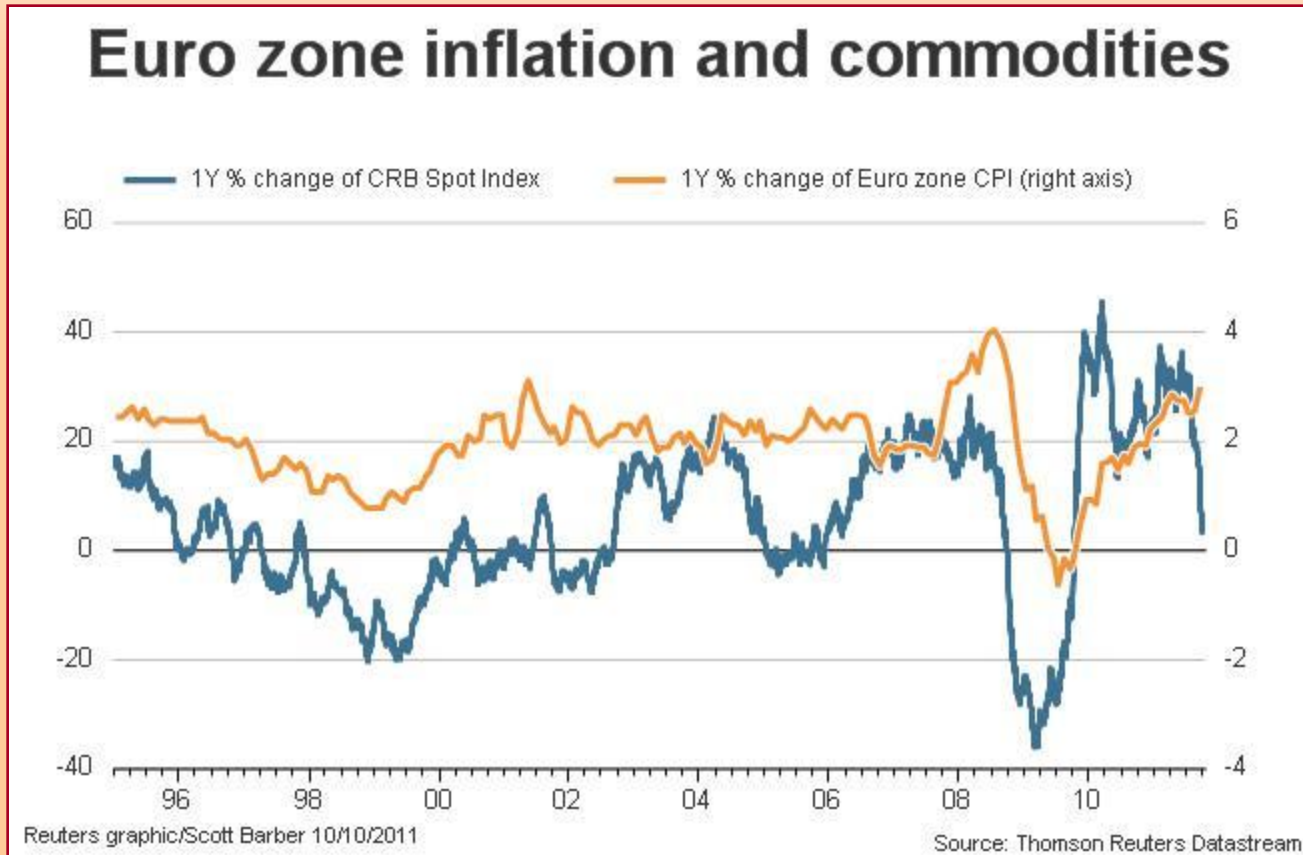
- **Q&A: BOE's Posen on Central Bankers' 'Exaggerated' Inflation Fears**
- **SEPTEMBER 22, 2011**
- *« Rather than central bankers erring on the side of being too loose the general tendency is to err on the side of **being too tight** »*

« Price-level targeting could make monetary policy more potent - or just more confusing »



Source : The Economist (Oct 28th 2010)

Stabilité monétaire : quelle réaction à l'inflation importée ?



Stabilité monétaire : quelle réaction à l'inflation importée ?

« A permanent and repeated increase in the prices of imported products will tend to impact on inflation in the advanced countries, including the euro area »
(Lorenzo Bini Smaghi)

Economies développées



Stabilité
monétaire

≈

Stabilisation
activité

Stabilité
financière

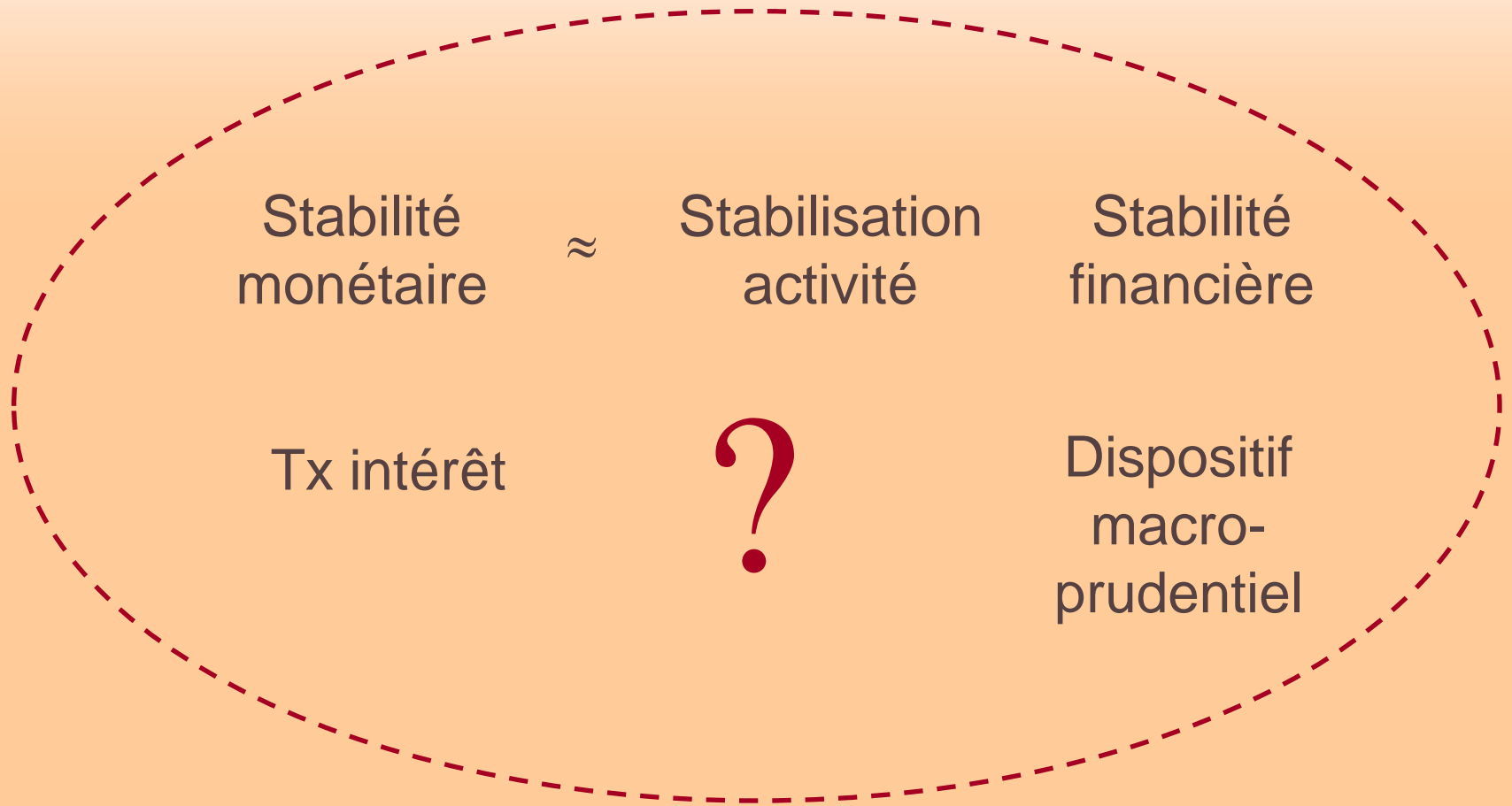
↑
Règle
Tx intérêt

Dispositif
macro-
prudentiel

Stabilité financière : de quoi s'agit-il ? (BdF)

- Constitution de bulles financières ou implosion de telles bulles
- Volatilité excessive des prix d'actifs
- Diminution anormale de la liquidité sur certains segments de marché
- Interruptions dans le fonctionnement des systèmes de paiement
- Emballements ou rationnements excessifs du crédit
- Défaillances d'institutions financières
- Etc.

Quelle architecture ?



Première solution de coin : retour à l'*IT* 1.0

Stabilité
monétaire

≈

Stabilité
activité

≈

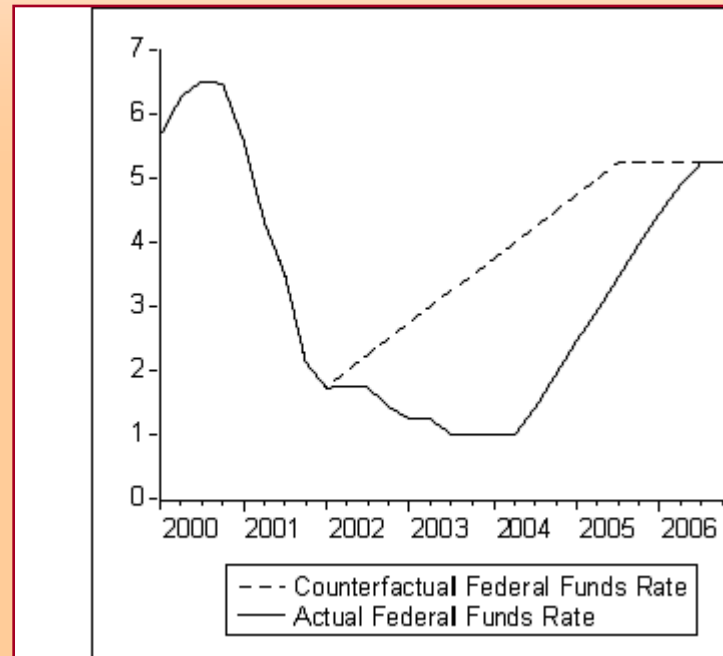
Stabilité
financière



Règle
Taylor

- « *La stabilité financière concourt à la stabilité monétaire, il n'y a **pas de dilemme** entre les deux*
- *La **stabilité monétaire** est l'élément déterminant qui crée les conditions de la **croissance***
- *Mais cette stabilité monétaire est fragilisée si des **mouvements brutaux** animent les marchés, si la **volatilité** est **excessive** mais aussi si les intermédiaires financiers n'ont pas une structure solide »*

Taylor (2007)



Bordo (2011)

« The experience of countries like Canada, Australia and New Zealand which largely avoided the recent crisis, shows that some countries got the mix between monetary and financial policy right »

Seconde solution de coin

~~Stabilité
monétaire~~

Stabilisation
activité

≈

Stabilité
financière

Dispositif
prudentiel et réglementaire

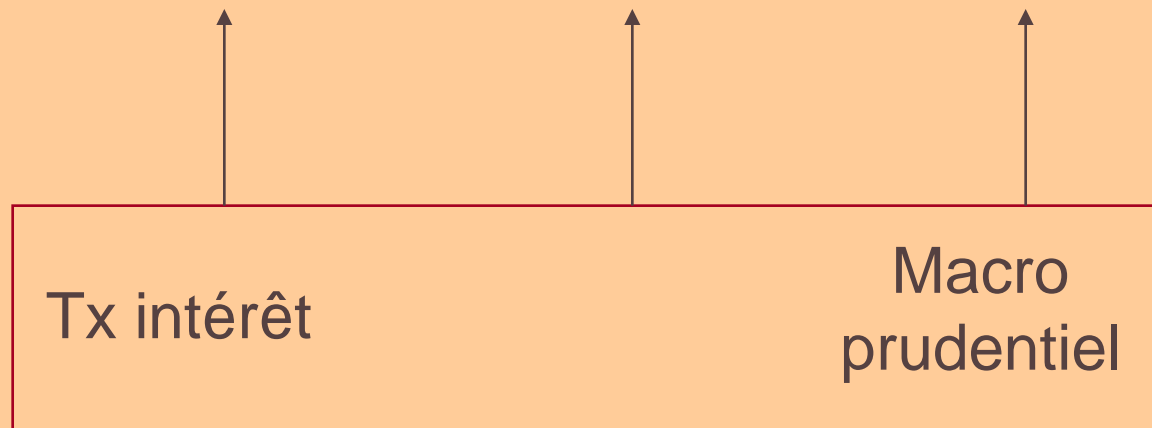
```
graph TD; A[Stabilité monétaire] --- B[Stabilisation activité]; B --- C[Stabilité financière]; D[Dispositif prudentiel et réglementaire] --> C;
```

Seconde solution de coin : autre version

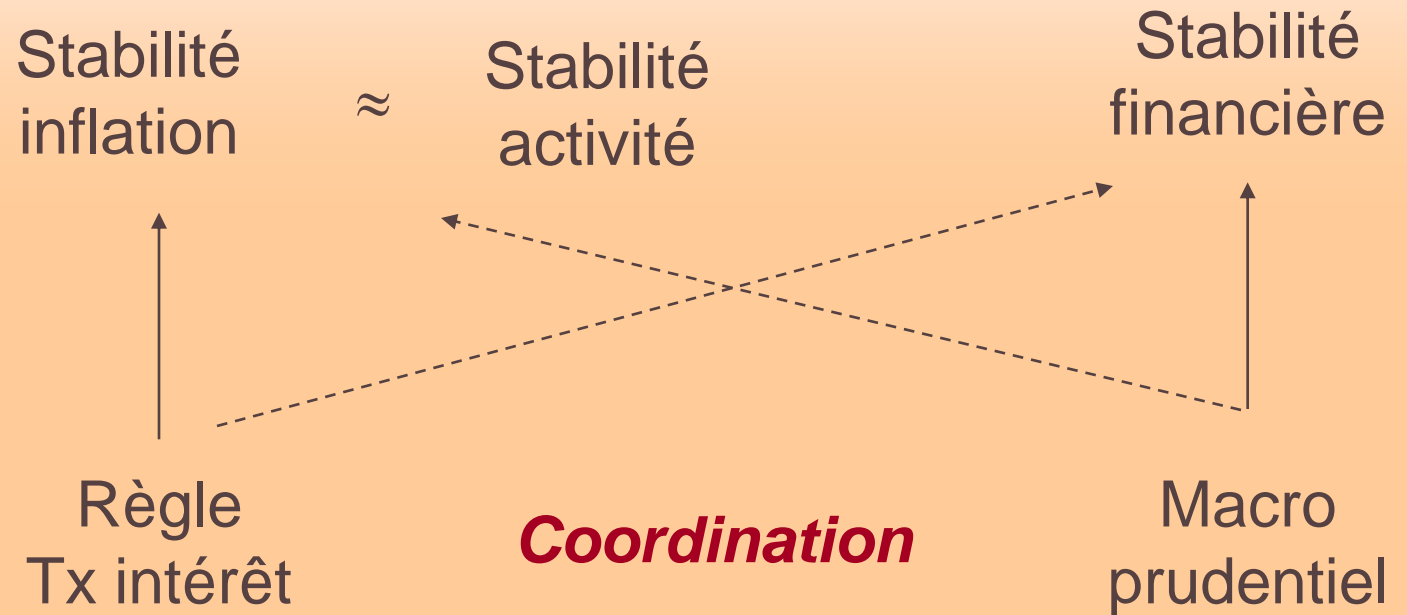
Stabilité
monétaire

**Stabilité
activité**

**Stabilité
financière**



Solution intermédiaire 1 : coordination



Boivin, Lane et Meh (2010)

- Risque propagation déséquilibres présents sur un marché
- Ou
- Portée trop générale outil prudentiel

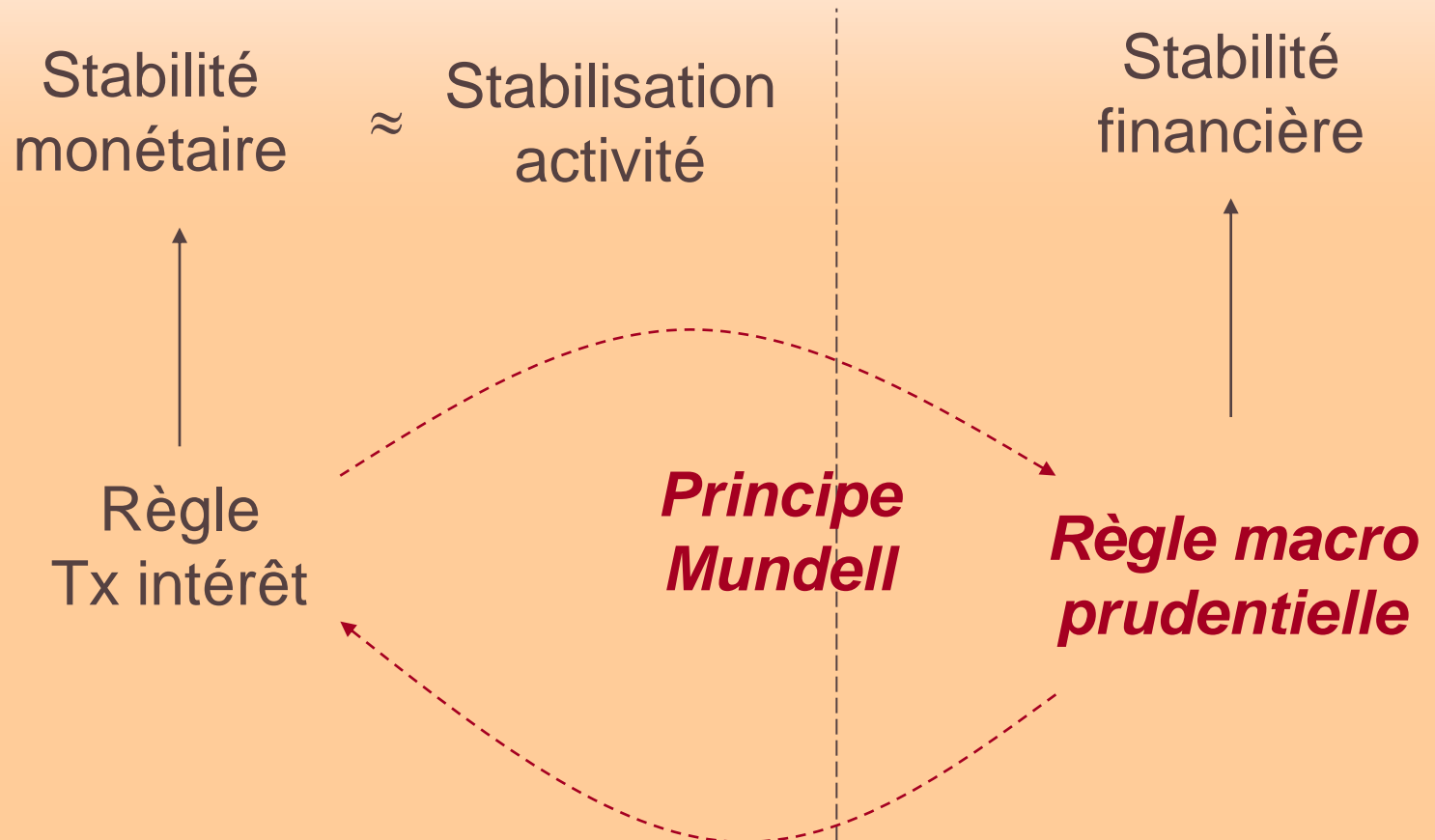
Coordination internationale (Eichengreen *et al.*, 2011)

- « *Where appropriate, they should consider **coordinated action** to help stabilize the global economy **in times of stress***
- *The need to issue periodic **public reports** can help central bankers identify and publicly air the inconsistencies in their policies*
- *With time, this should encourage them to **internalize** some of the **external consequences** of their policies »*

Solution intermédiaire 2 : stratégie à deux piliers

- De Grauwe et Gros (2009)
- « *We propose that the two-pillar strategy of the ECB should be reformed*
- *The ECB should pursue **two objectives**, i.e. price stability and financial stability*
- *The interest rate should be used to achieve the inflation objective, while other instruments (minimum reserve requirements and macro prudential control) should be used to achieve financial stability »*

Solution intermédiaire 3 : *Inflation targeting 2.0*



Nouveau « *central banking* » :

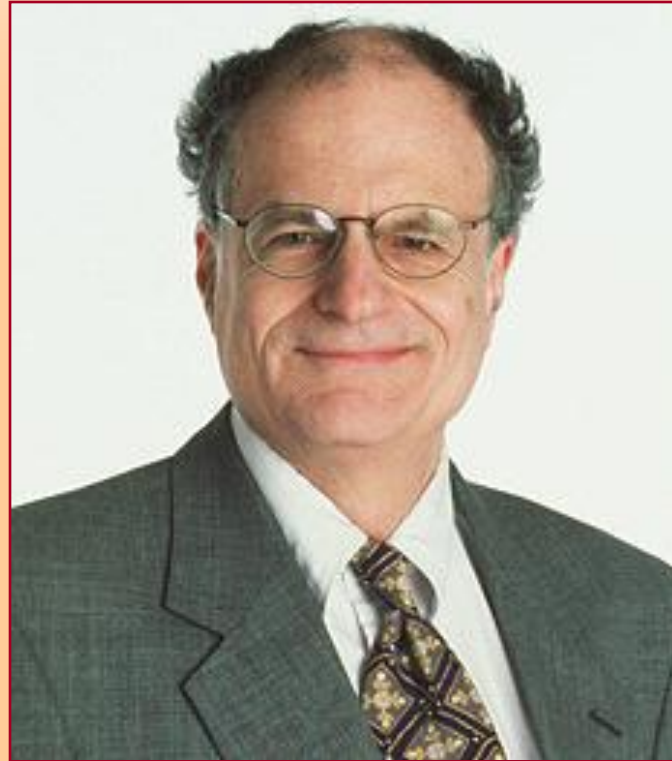
Apprentissage et risques

« A more complicated game »



Source : The Economist (Feb 17th 201)

Apprentissage graduel



ED : Apprentissage de la politique macro-prudentielle

- R.U.
 - Financial Policy Committee (FPC) ; Andrew Haldane
 - Objectif *MP* : lisser cycle du crédit
 - **Boîte à outils vide**
- Jean-Claude Trichet : « *Macroprudential regulation is a new discipline with no template, and the tools needed may take until the middle of this decade to hone* »

EM : apprentissage dans la réaction aux effets de débordement

	Inflation target	Latest month	12m MS fcast	Next rate decision	Current rate	Market expects (bp)
Russia	6-7% CPI	7.2%	8.7%	24-28 Oct	8.25	-
Poland	2.5% (+/- 1%) CPI	4.3%	2.6%	09 Nov	4.50	-
Czech Rep	2.0% (+/-1%) CPI	1.8%	3.1%	03 Nov	0.75	-
Hungary	3.0% CPI	3.6%	3.4%	25 Oct	6.00	-
Romania	3.0% (+/-1%) CPI	4.3%	4.4%	02 Nov	6.25	-
Turkey	5.5% CPI end '11	6.2%	6.4%	20 Oct	5.75	0
Israel	1-3% CPI	3.4%	2.7%	24 Oct	3.00	-
South Africa	3-6% CPI	5.5%	5.9%	10 Nov	5.50	-
Nigeria	NA	9.5%	11.3%	22 Nov	12.00	-

EM : apprentissage dans la réaction aux effets de débordement

	Inflation target	Latest month	12m MS fcast	Next rate decision	Current rate	Market expects (bp)
China	-	6.2%	5.0%	-	6.56	-
India	NA	9.8%	8.8%	25 Oct	8.25	-
Hong Kong	-	5.7%	4.7%	-	0.50	-
S. Korea	2-4% CPI	4.3%	2.7%	13 Oct	3.25	-
Taiwan	-	1.4%	1.0%	30 Dec	1.88	-
Indonesia	5% +/- 1.0%	4.6%	6.2%	10 Nov	6.50	-
Malaysia	-	3.3%	2.2%	11 Nov	3.00	-
Thailand	0.5-3.0% core CPI	4.0%	2.8%	19 Oct	3.50	-

EM : apprentissage dans la réaction aux effets de débordement

	Inflation target	Latest month	12m MS fcast	Next rate decision	Current rate	Market expects (bp)
Brazil	4.5% +/-2.0% IPCA	7.3%	5.6%	19 Oct	12.00	-50
Mexico	3% +/-1% CPI	3.1%	2.8%	14 Oct	4.50	0
Argentina	15.5-24.2% M2 growth	9.8%	10.2%	NA	10.11	-
Chile	3% +/-1% CPI	3.3%	3.1%	13 Oct	5.25	0
Peru	2% +/-1% CPI	3.7%	2.1%	10 Nov	4.25	0
Colombia	3% +/-1% CPI	3.7%	2.8%	28 Oct	4.50	0

Chocs dans le *CB* : achats d'obligations souveraines

- « *I would say we did not discuss this option* » (Jean-Claude Trichet, Lisbonne, mai 2011)
- Annonce de la reprise de ces achats quatre jours plus tard

CB « *entreprise politique* » (Niels Thygesen)

- *« Central banking, by its nature, has always been an intensely political enterprise*
- *The ECB has stood up well and gained substantial respect for its political clout in bringing about actions on the part of governments, which otherwise might not have taken place »*

Opinions sur l'action des banques centrales



Source : The Economist (Feb 17th 201)

« Injuste et dangereux » (Wyplosz, 1 / 2 / 11)

- *« C'est injuste parce que, durant la crise, ce sont les banques centrales qui nous ont sauvé la mise »*
- *« C'est dangereux parce qu'un affaiblissement des banques centrales vis-à-vis de leurs gouvernements nous ramènerait en arrière et annoncerait un retour de l'inflation »*

Dangereux



Merci pour votre attention