

Les banques centrales de crise en crise

Laurence Scialom

EconomiX, Université Paris ouest
Nanterre la Défense

***Les journées de l'économie de Lyon
Le 9 novembre 2011***

Banques centrales et stabilité financière : permanence et continuité

- Au cours de la crise financière de 2007 -20.. les BC ont été très innovantes : nouveaux instruments, nouvelles pratiques
- La trame de mon intervention va être la suivante : Parmi ces innovations, lesquelles sont vraiment radicales ?
- Les banques centrales n'ont-elles pas simplement renoué avec certaines racines historiques du « central banking ».
- Travail fait avec Laurent Le Maux intitulé : « Central banks and financial stability – Rediscovering the lender of last resort in a finance economy »

- Comparaison des mesures d'urgence prises par les BC depuis 2007 avec celles prises par les BC au cours des crises financières du XIX^{ème} siècle (période classique 1821 – 1914)
- Comparaison de la nature des mesures pas de l'échelle à laquelle elles sont mises en œuvre.
- Contrairement à Pierre Cyrille => Focus portant surtout sur la période actuelle

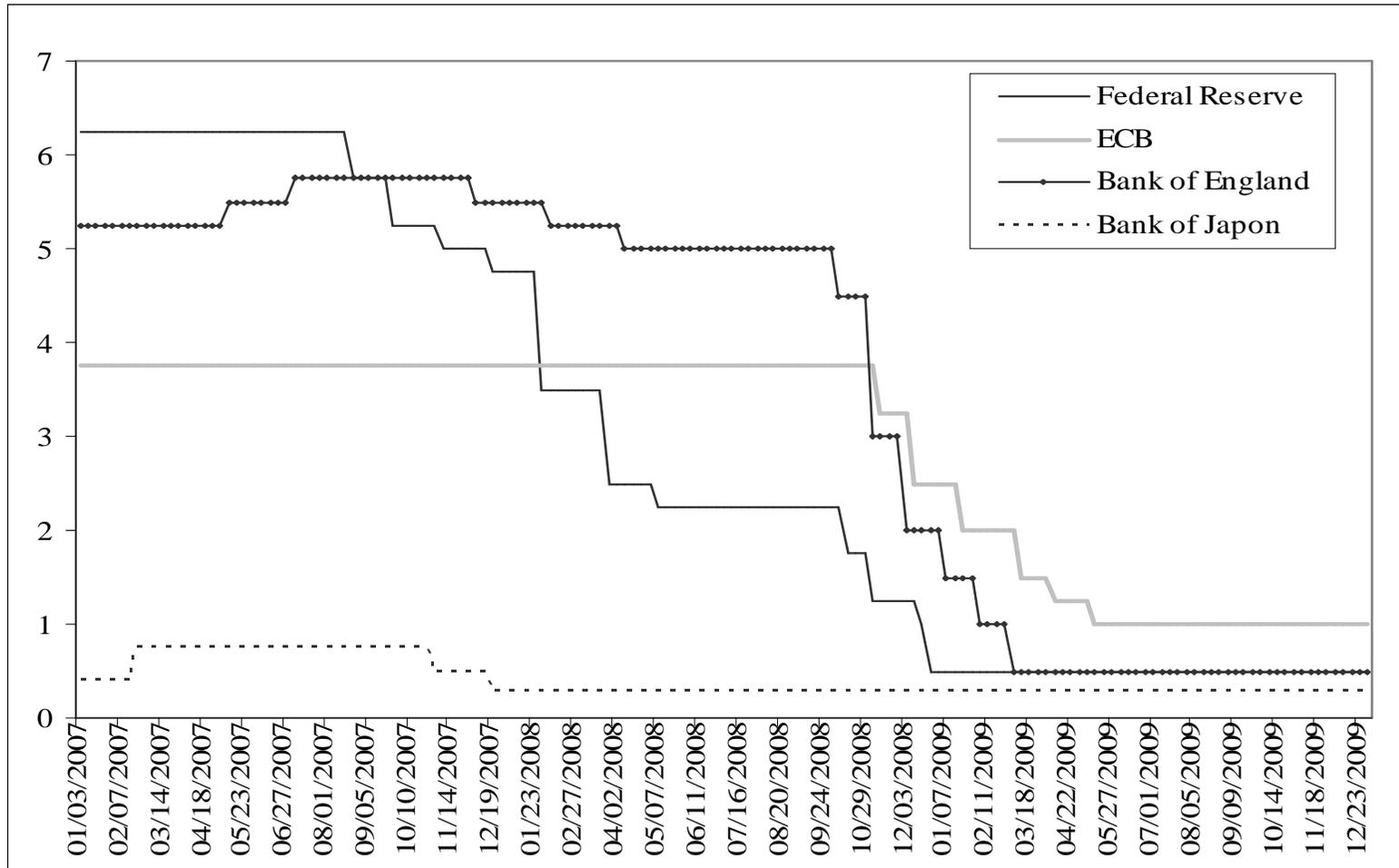
Pourquoi la période classique est une période de référence ?

- Au moins 3 raisons :
 - La théorie classique du PDR date de cette époque : Thornton (1802), Tooke (1848) and Bagehot (1873).
 - Les marchés financiers étaient très développés et globalisés surtout à la fin de XIXième et les institutions non bancaires -comme les bill brokers-avaient un rôle important
 - Les BC intervenaient en dernier ressort en adaptant leurs instruments aux circonstances financières

Les contraintes du régime monétaire : politique de taux d'intérêt et PDRI

- ***Dans la crise actuelle***
- Une 1^{ière} ligne de défense : la baisse des taux : Fed dès septembre 2007
- Après la faillite de Lehman Brothers politique sans précédent de baisses de taux coordonnées et simultanées des principales BC => possible car régime de monnaie fiduciaire et taux de change flexibles

Baisse généralisée des taux d'intérêt : 2007 – 2009 permise par le régime monétaire



- **Au XIXième siècle :**
- Au mieux : manque de coordination dans la fixation des taux d'escompte
- Au pire guerre des taux pour limiter les fuites de métaux précieux (cf crise de 1857 entre la BdF et la BoE).

Le PDRI

- Le pouvoir des BC comme PDR est restreint à la zone de circulation de la monnaie qu'elles émettent c.a.d. fournir de la liquidité dans la monnaie émise par la BC
- Dans un régime de monnaie fiduciaire, les BC agissant en réseau peuvent à travers un programme de swaps de devises agir comme un PDRI en fournissant des liquidités en devises (dollars dans la zone euro ou en Suisse par exemple) => activé après la faillite de Lehman Brother, de nouveau à l'automne 2011 les banques européennes ayant des besoins de liquidité en dollars.
- Impossible dans un régime d'étalon métallique dans lequel les BC sont contraintes par la règle de convertibilité.

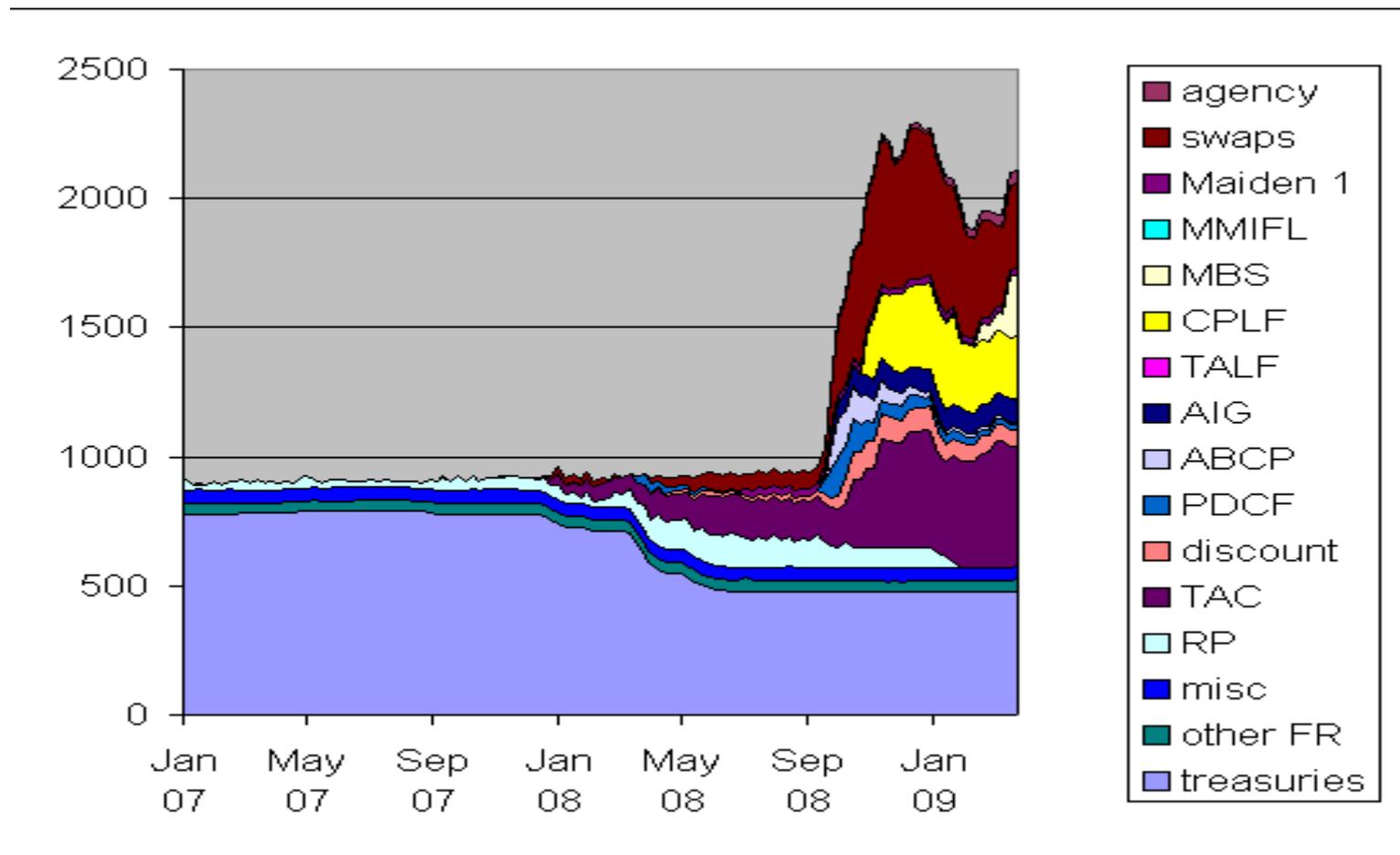
Les convergences : injections de liquidité et changement de la composition de l'actif des BC

- Dès le début de la crise en août 2007, l'accroissement de la fréquence et de la taille des injections brutes de liquidité a été une première ligne de défense activée par les BC
- Jusqu'à la faillite de Lehman, les injections nettes de liquidité étaient très faibles presque nulles, les BC agissaient via une modification de la composition de l'actif de leur bilan. La taille de bilan restait quasi stable
- Après le faillite de Lehman en septembre 2008 => injection nette massive de liquidité, forte augmentation de la taille de bilan, dégradation de la qualité de l'actif de bilan des BC. Surtout le Fed



- Malgré la contrainte de convertibilité, on trouve des évolutions de même type sous la période classique (cf crise de 1825) même si l'accroissement de la taille du bilan reste plus modérée, la dégradation de la qualité de l'actif est avérée.

Une illustration : l'évolution des actifs du Fed de début 2007 à fin mars 2009



Le problème du stigmatisme et sa gestion via des restrictions sur la divulgation de l'information

- Dès le début de la crise en 2007 les banques ont été réticentes à se prêter mutuellement, ce qui a conduit les BC à ajuster leurs instruments
- Problème de réallocation de la liquidité
- Problème exacerbé par le refus des banques d'utiliser les prêts bilatéraux de la BC donc la fenêtre de l'escompte US pour ne pas révéler leur fragilité financière



Problème de stigmatisation

La Term Auction Facility (TAF): US décembre 2007

- Réponse au problème de stigmatisation et à la mauvaise allocation de la liquidité sur la marché interbancaire
- Nombre de contreparties beaucoup plus grands qu'à l'open market (7000 banques contre 20 primary dealers). Réponse à la mauvaise circulation de la liquidité.
- Collatéraux acceptés plus nombreux qu'à la fenêtre de l'escompte
- Garantie d'anonymat donc réponse au problème de stigmatisation



- Le problème du stigmatisme existait aussi dans les crises de la période classique, la résolution passait aussi par une moindre transparence de l'information concernant la situation financière des banques en particulier concernant leur besoin de liquidité (cf chambre de compensation US)

L'élargissement des contreparties de la banque centrale

- La Primary Dealer Credit Facility (PDCF), mars 2008, post Bear Stearns, => offre un accès direct à la fenêtre de l'escompte aux banques d'investissement c'est-à-dire à des intermédiaires financiers non régulés et non membres du système Fédéral de Réserve.
- Extension de la protection du PDR. Jusque là les IF non régulés n'avaient accès ni à la TAF ni à la fenêtre de l'escompte



- Parallèle avec les Trust Companies qui refusant d'appliquer le ratio de réserve exigé par la chambre de compensation de NY sortirent du système en 1904 mais furent néanmoins assistées financièrement de manière indirecte par les banques nationales de NY lors de la panique de 1907, elles mêmes étaient soutenues par la chambre de compensation de NY.

La Fonction de Teneur de Marché en Dernier Ressort (Market Maker in Last Resort) comme complément au PDR

- Qu'est ce qu'un teneur de marché?
- **Dans des circonstances normales**, sur les marchés organisés dirigés par les prix, un market maker est un intermédiaire entre les utilisateurs finaux du système financier qui a pour fonction de **fournir de manière continue deux prix (bid et offer) auxquels il s'engage à acheter (bid) ou à vendre (offer) dans toutes les circonstances de marché**. Pour cela les teneurs de marchés doivent détenir un stock suffisant de titres pour pouvoir **lisser les fluctuations de prix**. Ce sont donc des fournisseurs de liquidité. Ils sont rémunérés sur le « bid offer spread » et sur les paris spéculatifs gagnants qu'ils peuvent faire.
- **La BC** qui n'a pas d'objectif de maximisation de profit **peut se substituer aux teneurs de marché** quand ceux-ci ne peuvent plus assumer cette fonction en raison du degré de stress de marché (popularisé par W Buiter et A Sibert). Elles peuvent ainsi **absorber et retirer du marché des quantités significatives d'actifs de mauvaise qualité**.

- Après l'épisode Lehman nombreuses actions de ce type via des procédures d'exception (achats fermes de titres privés et/ou publics + élargissement de la gamme des collatéraux acceptés..)
- Ex : intervention directe du Fed sur le marché des billets de trésorerie (commercial paper), achat de titres émis par Fannie Mae et Freddie Mac et de MBS garantis par ces agences, achats de titres de la dette souveraine, les achats de covered bonds par la BCE etc.

Les implications de cette fonction de TMDR

- En soutenant les prix de certaines catégories d'actifs dont la liquidité est dégradée la BC influence les prix relatifs des actifs et favorise certains emprunteurs au détriment d'autres => perte de sa position de neutralité
- Cette pratique dégrade la qualité de son bilan et pose la question de la sortie de crise. Pourquoi ?
- Contrairement à une expansion du bilan lié à des prêts en dernier ressort qui ne doivent pas laisser de trace dans le bilan de la BC car ils s'auto-liquident au moment du remboursement quand l'accroissement du bilan vient de l'achat d'actifs de qualité dégradée, la réversibilité n'est pas facile et ne se fait pas spontanément, la BC peut subir des pertes et subir une érosion de son capital.

Pourtant le TMDR n'est pas radicalement nouveau

- Buitter et Sibert qui ont popularisé cette notion présente cette fonction de TMDR comme une vraie innovation en réalité c'est une simple redécouverte de pratiques qui ont existé dans le passé.
- Le Le Maux montre ainsi que la fonction de TMDR était discuté au sein de la Banque d'Angleterre même si jamais formulé en ces termes.
- Ex : lors de la crise de 1866 certains actionnaires ont questionné le fait que la banque d'Angleterre soutienne un segment du marché fragilisé en achetant des titres de compagnies ferroviaires privées non garantis (debenture). Risque de crédit. Dégradation de la qualité du bilan de la BC.

La réallocation de la liquidité

- **Dans la crise de 2007-...**
- Les BC dans cette crise n'ont pas seulement injecté de la liquidité elles ont aussi massivement absorbé de la liquidité au moyen de différents instruments comme les facilités de dépôts ou les reverse repos.
- Elles se sont interposées entre les banques qui avaient des besoins de liquidité et celles qui avaient des liquidités en excès mais ne voulaient pas les prêter directement à d'autres banques.
- La concomitance entre des injections massives de liquidité et des absorptions massives de liquidité témoigne du fait que les BC dans les périodes paroxysmiques de la crise (après la faillite de Lehman et avec l'aggravation de la crise de la dette souveraine) se sont substituées au marché interbancaire qui ne réallouait plus correctement la liquidité en devenant la contrepartie centrale du marché => **centralisation de l'allocation de la liquidité**
- **Vraie innovation ??**

- **Dans la période classique**
- Occasionnellement, «persuasion morale» de la BC pour induire un comportement coopératif des banques c'est-à-dire que les BC agissaient comme gestionnaires de crise en organisant la réallocation de liquidité des banques en surplus de liquidité vers celles en manque de liquidité.
- Généralement la BC se contentaient d'agir comme PDR.
- L'injection de liquidité par la Banque d'Angleterre ou les NYCH était généralement suffisante pour juguler la pression sur la liquidité sans processus de réallocation centralisée de la liquidité.

Conclusion

- Après guerre les marchés financiers étaient moins développés, les crises bancaires moins fréquentes et moins graves
- Banquiers centraux et économistes ont adoptés une vision étroite du PDR et d'une certaine manière « oublié » le degré d'implication des BC dans les crises financières.
- Les pratiques inhabituelles de soutien au marché mises en œuvre au cours de la dernière crise (traitement du problème du stigmaté, élargissement de la gamme des contreparties et collatéraux, actions de TMDR etc.) ont donc été -à tort- interprétées comme des innovations alors que ce n'était que la redécouverte des racines historiques de la fonction de PDR qui inclut celle de TMDR.
- Les seules vraies innovations tiennent au régime monétaire et de change différent au XIXième et actuellement => baisse coordonnée des taux, swaps de devises : PDRI
- + la centralisation de la réallocation de la liquidité symptôme de la gravité de la crise de confiance sur l'interbancaire

- **Dernier point d’ancrage historique:**
- La création des banques centrales a souvent relevé d’un acte de collusion entre les secteurs bancaires et financiers et les trésors publics (« sombres origines » Olivier Jeanne)
- On a également eu tendance à « oublier » ou « effacer » ces origines « honteuses » et les épisodes de financement des efforts de guerre en particulier depuis que le concept d’indépendance des BC s’est généralisé (littérature sur le cycle électoral, le banquier conservateur etc...) => conception très restrictive de l’action des BC focalisé sur la lutte contre l’inflation on a fini par oublié le rôle central des BC dans la stabilité financière.
- La crise de la dette souveraine en Europe et le rôle de la BCE dans cette crise ainsi que les achats massifs de bons du Trésor US par le Fed et de Gilts par la BoE renouent avec ces origines.
- Il n’existe pas d’exemples historiques où une BC pousse son pays à la faillite en refusant de racheter ses obligations d’état.