

# LES JOURNÉES DE L'ÉCONOMIE



DU 5 AU 7 NOVEMBRE 2024

RÉPARER

IMAGINER

RASSEMBLER



**Qui dépend de qui :**  
**Marchés ou Autorités publiques ?**

**Mercredi 6 novembre 2024**

**14h00-15h30**

# Intervenants

## Emmanuelle Assouan

Directrice générale, Stabilité financière et Opérations, Banque de France

## Benoît Cœuré

Président, Autorité de la Concurrence

## Laurence Scialom

Professeure d'économie, Université de Paris-Nanterre

## Marc-Olivier Strauss-Kahn

Enseignant (ESCP, ESSEC, Sciences Po) **et modérateur**

# Intro : qui dépend de qui, marchés ou autorités?

*Théorie* : les autorités **régulent** les marchés pour prévenir/guérir des dérapages

*Pratique* : les autorités sont **influencées** par les marchés... voire en dépendent ?

4 rounds sur l'(inter)dépendance des régulateurs/régulés (“Je t’aime, moi non plus”) :

- ECONOMIE. Les régulateurs sont-ils “**capturés**” par les assujettis ? Quid de l’innovation et des champions européens (cf. Numérique et IA requérant des méga-ressources) ?
- FINANCE. La crainte de fragiliser le système financier ne crée-t-elle pas de l’aléa moral ? La réglementation prudentielle climatique est-elle timorée face au “greenwashing” ?
- MONNAIE. Quid d’une domination financière, voire budgétaire, sur la banque centrale ?
- BUDGET. Quelle discipline nationale vs supranationale, des agences de notation & marchés ?

# Intervenants / Thématiques

**Emmanuelle Assouan**

3. (Inter)Dépendance “**monétaire**”

**Benoît Cœuré**

1. (Inter)Dépendance “**économique**”

**Laurence Scialom**

2. (Inter)Dépendance “**financière**”

**Marc-Olivier Strauss-Kahn**

4. (Inter)Dépendance “**budgétaire**”

**Posez vos questions par SMS au :**

**07 69 09 98 10**  
**(SMS non surtaxé)**

# 1. (Inter)Dépendance économique/industrielle

**Marchés et autorités publiques : inséparables dans un tango compliqué**

**Pas de marché sans régulation : intérêt général vs collusion/asymétrie/externalité...**

**Pas de régulation sans marché** car besoin d'infos nées des transactions privées

**Et diverses *LIMITES* à l'intervention publique :**

- **CONNAISSANCE** => *mauvaises règles, surtout en cas de novation (cf. IA)*

- **CONFIANCE** => *interaction stratégique du privé/public et danger de surréactions*

- **BIENVEILLANCE** => *risque de capture et besoin de distance avec les régulés*

**Solutions** : règles de concurrence, transparence, déontologie, responsabilité ...

... alors même que les Etats sont sous surveillance des marchés

# Intervenants

## Emmanuelle Assouan

Directrice générale, Stabilité financière et Opérations, Banque de France

## Benoît Cœuré

Président, Autorité de la Concurrence

## Laurence Scialom

Professeure d'économie, Université de Paris-Nanterre

## Marc-Olivier Strauss-Kahn

Enseignant (ESCP, ESSEC, Sciences Po) **et modérateur**

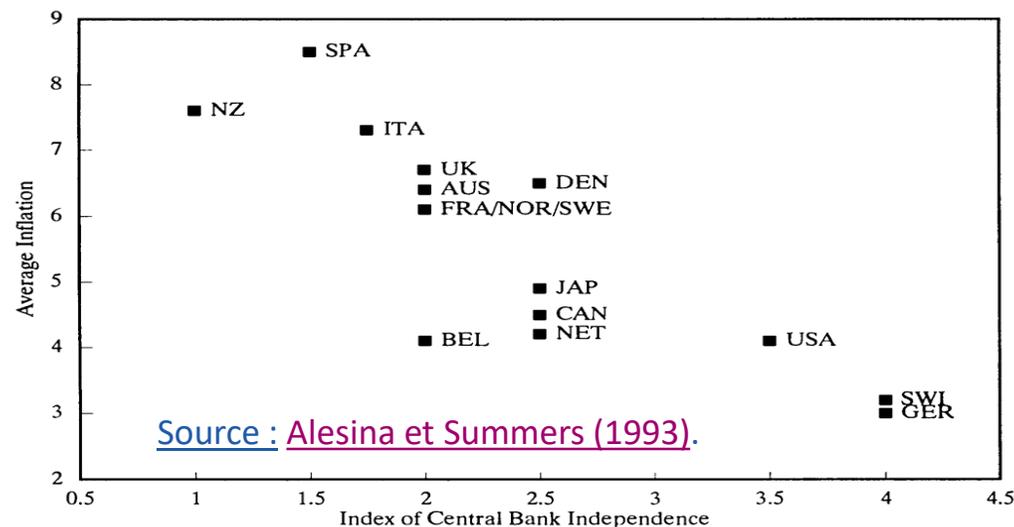
**Questions par SMS au 07 69 09 98 10**

# L'INDISPENSABLE INDÉPENDANCE DE LA BANQUE CENTRALE (BC) ET DU SUPERVISEUR

Pour être efficace, une BC/superviseur doit être indépendant/e

(cf. risque d'incohérence temporelle) :

**Manque d'indépendance de la banque centrale  
= manque de crédibilité dans la poursuite  
de son objectif de stabilité des prix  
=> biais inflationniste.**



## Indépendance vis-à-vis de qui?

1) Des États et de leur politique budgétaire (« dominance budgétaire », cf. [Sargent, 1982](#)) :

Alternative : financer l'Etat vs maintenir la stabilité des prix.

2) Des marchés, des institutions financières (« dominance financière », cf. [Brunnermeier, 2023](#)):

Des niveaux élevés de dette privée, des corrections de marchés importantes peuvent remettre en cause la conduite de la politique monétaire : cf. lorsqu'un resserrement est nécessaire et peut déstabiliser les marchés.

3) Des pressions domestiques :

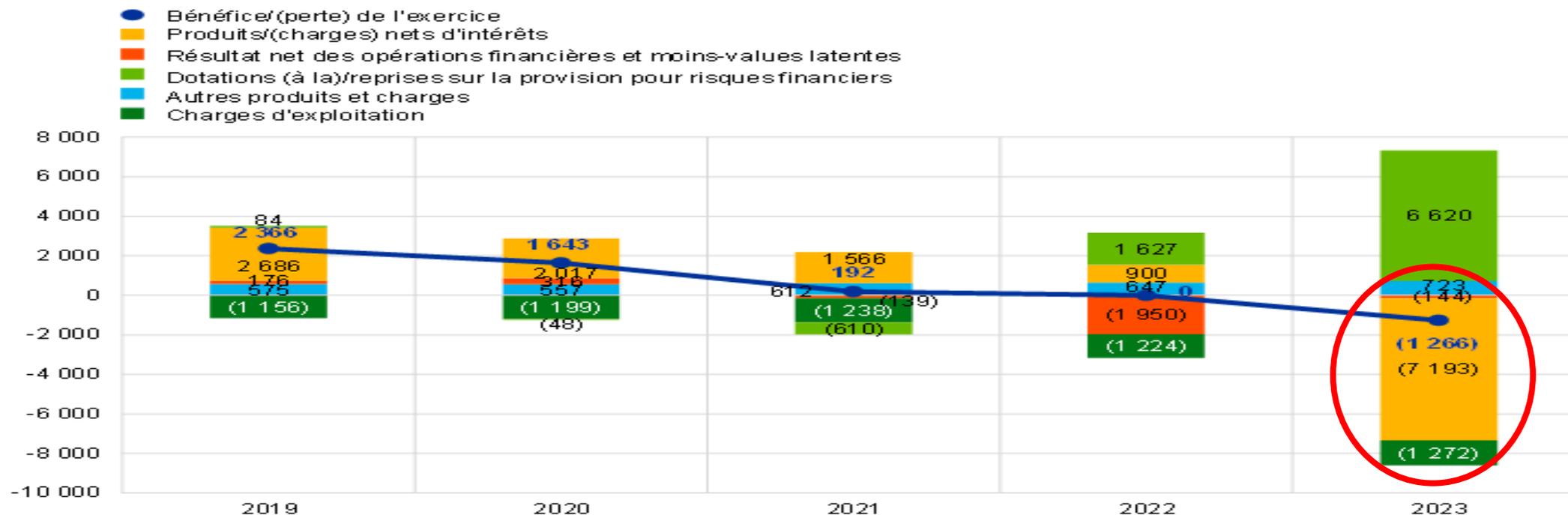
Gouvernance au niveau de la zone euro pour la politique monétaire et la supervision bancaire avec BCE + MSU

# INCONTESTABLE INDÉPENDANCE DE LA BCE

1) Pas de dominance budgétaire : L'Eurosystème, détenteur de titres de dette souveraine, ne craint pas d'enregistrer des pertes (ex : moins-values de réévaluation) s'il décide de mener une politique monétaire plus restrictive => **possible car forte capacité d'absorption de l'Eurosystème** qui est bien capitalisé.

## Principales composantes du compte de résultat de la BCE

(en millions d'euros)

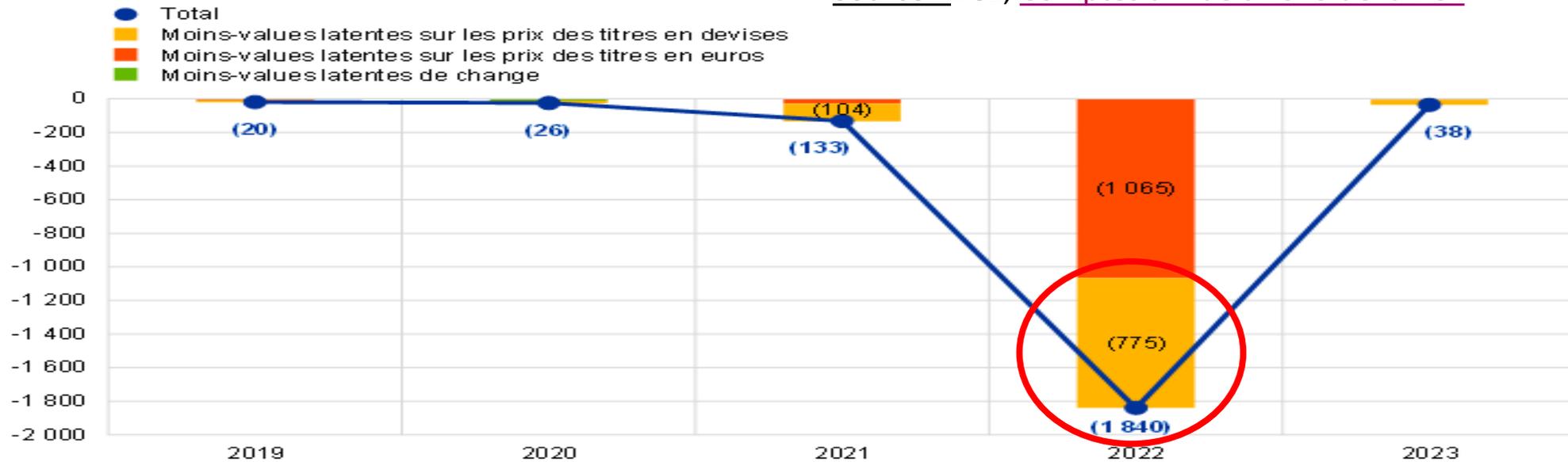


Source : BCE, [Comptes annuels 2023 de la BCE](#)

## Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change

(en millions d'euros)

Source : BCE, [Comptes annuels 2023 de la BCE](#)



### 2) Pas de dominance de l'objectif de stabilité financière sur celui de stabilité des prix :

Augmentation de 50 pbs des trois taux directeurs le 16 mars 2023 au moment de la faillite de Crédit Suisse (baisse de 30% de l'action le 15 mars).

### 3) Pas de dominance des acteurs financiers :

Période avec risque déflationniste (mi-2014/mi-2022 : taux de la facilité de dépôt négatif (entre -0,10 % et -0,50 %) => **pertes pour les banques avec des réserves excédentaires** (ajustement avec le *tiering* à partir de septembre 2019).

# LES PRÉREQUIS POUR SE PRÉMUNIR CONTRE LA DOMINANCE

- **BUDGETAIRE**=> Règles européennes et Pacte de stabilité et de croissance, de 1992 à 2024.
- **ACTEURS FINANCIERS**=> la réglementation et la supervision micro-prudentielle -ou comment faire en sorte que le superviseur reste en toutes circonstances indépendant
  - ⇒ **Constat** : entités *too-big-to-fail* => enjeux de **dominance financière** .
  - ⇒ **Objectif** : éviter toute forme d'aléa moral et de comportement excessivement risqué de la part des différents acteurs qui pourraient inciter les autorités de supervision à intervenir *ex post* en cas de crise.
  - ⇒ **Nécessité d'avoir la boîte à outils la plus complète possible en matière de réglementation et de supervision.**
- **MARCHES**=> **Rôle-clé de la politique macroprudentielle** qui doit être la **première ligne de défense pour garantir la stabilité financière** (conclusion de la [Revue Stratégique de la BCE, 2021](#))
  - ⇒ Développer une vision d'ensemble + instruments mieux adaptés pour cibler des risques spécifiques dans certains secteurs.
  - ⇒ Certains acteurs restent peu régulés sur les marchés financiers (NBFi)

# Intervenants

## Emmanuelle Assouan

Directrice générale, Stabilité financière et Opérations, Banque de France

## Benoît Cœuré

Président, Autorité de la Concurrence

## Laurence Scialom

Professeure d'économie, Université de Paris-Nanterre

## Marc-Olivier Strauss-Kahn

Enseignant (ESCP, ESSEC, Sciences Po) **et modérateur**

**Questions par SMS au 07 69 09 98 10**

# 4. (Inter)Dépendance Budgétaire ?

*France : déficit public = 6% du PIB => Procédure de Déficit Excessif (PDE) européenne et taux d'intérêt souverains plus proches de ceux d'Italie que d'Allemagne !*

LES DÉFICITS (=> DETTE) PUBLICS SE JUSTIFIENT...

- Arbre du déficit vs forêt des dépenses & recettes
- **Etat séculaire** : coûts rapides, croissance (**g**) + tard
- Budget & fiscalité = leviers de redistribution
- Titre public + sûr : référence & attire les **Non Résidents**
- Comparaison internat. ardue, mais **exception française**

La France dans l'OCDE	Rang	% PIB 2022
Dépenses publiques	1	59
dont Transferts sociaux	1	31
Recettes publiques	3	53
dont Prélèvements obligatoires	1	46

... **SI DETTE / PIB SOUTENABLE**. Or  $g \approx 3\%$  => ↓ déficit à 3% : progressif pour ne pas trop ↓ **g**, mais crédible pour **effet boule de neige** via la ↑↑ du service d'intérêt (**r**)

## 4. (Inter)Dépendance Budgétaire ? (Fin)

### C. QUESTIONS ?

Nos élus peuvent-ils se discipliner (car on ne maîtrise pas r-g, cf. soutenabilité) ?

*Taux souverain = référentiel et tous payent (+ redistribution inversée)*

Quels vrais pouvoirs ont les instances supranationales ?

*Danger du cavalier seul mais limites des sanctions/pression des pairs*

Complaisance ou surréaction des agences de notation et des marchés ?

*France mieux notée qu'Espagne mais taux supérieurs*

Banques centrales, économistes, médias... : pompiers ou pyromanes ?

*Risque de répression financière ou de crédibilité, voire effet de manche*

# Intervenants

## Emmanuelle Assouan

Directrice générale, Stabilité financière et Opérations, Banque de France

## Benoît Cœuré

Président, Autorité de la Concurrence

## Laurence Scialom

Professeure d'économie, Université de Paris-Nanterre

## Marc-Olivier Strauss-Kahn

Enseignant (ESCP, ESSEC, Sciences Po) **et modérateur**

**Questions par SMS au 07 69 09 98 10**



# RÉFÉRENCES

- Kydland, F. and Prescott, E. (1977), “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, Vol. 85, No. 3, Journal of Political Economy.
- Barro, R., and Gordon, D.(1983), “Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy”, Vol. 12, Issue 1, Journal of Monetary Economics.
- Alesina, A. and Summers, L. (1993), “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”, Vol. 25, No. 2, Journal of Money, Credit and Banking.
- Sargent, Thomas J. (1982), “Beyond Demand and Supply Curves in Macroeconomics.” Vol. 2, The American Economic Review 72.
- Brunnermeier M. (Mars 2023), “Rethinking Monetary Policy in a Changing World”, IMF Finance & Development Magazine.
- Comptes annuels 2023 de la BCE, (2024), Banque Centrale Européenne.
- “The role of financial stability considerations in monetary policy and the interaction with macroprudential policy in the euro area (europa.eu)”, (2021), ECB’s Occasional paper Series.