



« La macroéconomie et les systèmes financiers en période normale et en période de crise »

Intervention de Christian Noyer

Gouverneur de la Banque de France

Conférence organisée par la Banque de France et la Deutsche Bundesbank

Château de Montvillargenne, le 9 juin 2009

Mesdames et Messieurs, chers collègues,

C'est un grand plaisir pour moi de m'exprimer aujourd'hui devant un public d'une telle qualité.

Comme vous le savez probablement, c'est la deuxième fois que la Banque de France et la Deutsche Bundesbank organisent conjointement une conférence de ce type, qui se tient tous les deux ans, alternativement en Allemagne et en France. Le fait qu'un événement de cette nature soit parrainé conjointement par les deux institutions représente un signal fort adressé à la communauté des chercheurs. Il illustre aussi clairement l'importance de la recherche pour la conduite actuelle de la politique monétaire, compte tenu de l'interaction, qui n'est pas toujours parfaitement comprise, entre les marchés financiers et l'économie réelle. Les excellents travaux présentés lors de cette conférence seront d'une grande utilité pour l'élaboration et la conduite de la politique monétaire en période de crise.

Périodes normales et périodes de crise

Ces derniers mois, grâce aux actions conjointes des gouvernements et des banques centrales, les marchés ont montré des signes d'amélioration progressive. Cependant, le fonctionnement de ces marchés n'est pas encore totalement rétabli. Au stade actuel, un défi majeur consiste à restaurer la confiance dans un contexte où les acteurs restent confrontés à de nombreuses sources d'incertitude : incertitude entourant l'exposition vis-à-vis des contreparties, incertitude entourant la valorisation des actifs financiers ou des risques financiers. Dans un tel contexte, que devrions-nous faire pour revenir à la normale ?

La théorie économique énonce une série de conditions à remplir pour un fonctionnement efficient du marché : parfaite symétrie de l'information, droits de propriété et contrats opposables, absence d'externalités pour ne citer que les plus importantes. En période de crise, ces conditions ne sont pas remplies. Mais elles ne le sont pas non plus en temps normal. Le passage d'une situation à une autre n'implique pas nécessairement un choc économique majeur. De légères modifications du climat des affaires ou des « esprits animaux » des investisseurs peuvent conduire les marchés financiers au bord de l'effondrement.

Les dix dernières années en sont un exemple frappant. Le développement de la titrisation a d'abord été perçu comme un progrès en termes de bien-être grâce à l'amélioration de la gestion et de la répartition du risque. Globalement, cette évolution est apparue comme une avancée vers des marchés plus complets et plus efficients.

La crise a montré que tel n'était pas nécessairement le cas : la chaîne de titrisation est entachée par des asymétries d'information et des problèmes d'aléa moral, et a conduit à une concentration de risques élevés sur un nombre limité de contreparties. Elle a également entraîné une accumulation de déséquilibres financiers qui s'est révélée insoutenable. Dans de telles conditions, une modification mineure peut suffire à déclencher un effondrement du marché financier. Il est difficile d'expliquer un tel résultat à moins qu'il ne découle d'une certaine forme de coordination des agents économiques sur un mauvais équilibre. Certaines contributions présentées ici ont mentionné des complémentarités stratégiques, une explication qui ne peut pas être complètement écartée. En effet, il semble que le moteur de l'ère de la titrisation de masse était, pour la plupart des participants, l'arbitrage réglementaire.

Par conséquent, il n'est pas étonnant que la principale réponse des autorités ait été axée sur la réglementation. De fait, il est largement admis que la cause de l'effondrement financier actuel découle de l'inefficacité voire de l'absence de réglementation de certains compartiments importants du secteur financier. Mais cela pourrait avoir également des conséquences pour la politique monétaire, ce que je vais examiner à présent.

Les implications de politique monétaire

Les banques centrales ont été en première ligne depuis que la crise s'est déclarée à l'été 2007. Cependant, un changement très important s'est produit après la faillite de Lehman Brothers qui a donné le sentiment que nous entrons en territoire inconnu : les écarts de rendement ont atteint des niveaux sans précédent tant sur le marché monétaire que sur celui du crédit, entraînant une détérioration des conditions de financement dans l'ensemble des pays industrialisés. À défaut d'une action des autorités, d'importants mécanismes de transmission auraient été significativement altérés.

Dans ce contexte, les principales banques centrales se sont engagées dans des politiques non conventionnelles consistant à :

- accroître la liquidité de banque centrale. On parle alors d'assouplissement quantitatif ;
- influencer les primes de risque sur les instruments financiers et de crédit du secteur privé. Ces politiques sont qualifiées d'assouplissement du crédit ;
- s'engager à l'avance à poursuivre une politique de taux d'intérêt très bas aussi longtemps que nécessaire dans les pays où le taux d'intérêt a déjà atteint sa limite inférieure.

Toutes ces mesures ont un caractère temporaire et sont destinées à n'être utilisées qu'en période de crise. Il est évidemment trop tôt pour juger de leur efficacité. Jusqu'ici, elles ont eu un impact positif sur la confiance des intervenants de marché et ont contribué à une réduction importante des différentes primes de risque de crédit. Un des canaux sur lequel elles reposent est celui des choix de portefeuille. Je sais que certaines des contributions présentées ici s'appuient également sur un mécanisme de ce type, quoique dans une version plus sophistiquée dans laquelle les mesures non conventionnelles agissent sur le comportement d'investisseurs rencontrant des contraintes de financement. La solidité du système financier est une condition essentielle à la réussite des mesures non conventionnelles.

Ces mesures doivent être considérées comme des politiques conditionnelles à l'état de l'économie. L'intervention des autorités monétaires est en grande partie axée sur le court terme, les achats de titres étant concentrés sur des actifs à maturité courte. De plus, les actifs acquis par la banque centrale sont généralement de très bonne qualité. Dans la plupart des cas, et en particulier dans l'Eurosystème, l'augmentation de la base monétaire est déterminée de manière endogène par le système bancaire et motivée par la préférence des banques pour la liquidité, donc par le degré de tensions affectant le système bancaire. Enfin, ces mesures visent à traiter les risques agrégés ou systématiques.

Ces mesures non conventionnelles devraient prendre fin de façon quasi mécanique, à mesure que l'amélioration de la situation sur les marchés interbancaire et du crédit réduit la nécessité de recourir à ces dispositifs. Les indicateurs des marchés financiers, les composantes des primes de risque et leurs déterminants ainsi que les indicateurs monétaires (les anticipations d'inflation, l'évolution de la monnaie et du crédit...) doivent être pris en compte afin de déterminer le moment où il conviendra de lever le dispositif des mesures non conventionnelles.

Les implications de stabilité financière

La crise a déclenché un débat concernant les outils susceptibles d'être développés pour empêcher l'accumulation des déséquilibres financiers et concevoir des politiques de régulation contracycliques.

Certains travaux présentés au cours de cette conférence ont répondu à cette préoccupation, réclamant une nouvelle politique macroprudentielle et proposant des mesures des risques systémiques devant permettre d'appréhender la propagation du risque et les corrélations de risque de perte extrême. Je suis bien entendu très favorable à cette approche et je considère également que de telles mesures devraient constituer le socle de toute régulation macroprudentielle.

Le principe général de cette approche macroprudentielle est simple : il consiste à s'assurer que la surveillance s'emploie à limiter les risques pour la stabilité émanant non seulement d'une institution en particulier, mais également de l'ensemble du système financier. Sa mise en œuvre est toutefois un peu plus complexe et soulève plusieurs questions : premièrement, celle relative au calibrage de ces instruments macroprudentiels afin de traiter les expositions communes aux différentes institutions financières et à la contribution de chaque institution au risque systémique ; deuxièmement, comment réduire la procyclicité inhérente au système financier ? Troisièmement, quelle importance donner aux approches basées sur des règles par rapport aux outils plus discrétionnaires ? Enfin, il subsiste des questions relatives au cadre institutionnel, notamment en ce qui concerne les institutions qui devraient être impliquées dans le processus et prendre les décisions. Ces questions sont actuellement discutées dans plusieurs cercles et le rapport Larosière récemment publié avance des propositions importantes concernant le cadre institutionnel. Je ne développerai pas toutes ces questions mais me concentrerai sur deux points.

Les caractéristiques les plus importantes d'une approche macroprudentielle consistent à considérer les risques agrégés comme endogènes et à s'intéresser à d'éventuels effets de rétroaction entre l'économie réelle et la solidité des institutions financières. Son objectif final est de prévenir les récessions coûteuses comme celle que nous vivons actuellement. Par conséquent, sa mise en œuvre doit s'appuyer sur des considérations relatives au bien-être. Il s'agit d'un domaine qui doit faire l'objet de nouvelles recherches. Il est très important que la mise en œuvre de cette approche macroprudentielle aboutisse à un juste équilibre entre efficacité et stabilité du système financier. Elle devrait pour cette raison être conçue de manière à agir directement sur les incitations à prendre des risques et sur la rémunération de la prise de risque.

Les banques centrales doivent-elles être impliquées dans ce processus ? Elles ont clairement un rôle essentiel à jouer : elles sont un acteur majeur lors des crises financières et des crises de liquidité. Elles disposent des moyens permettant d'évaluer les positions dans le cycle conjoncturel et elles ont une forte incitation à s'impliquer, l'efficacité de leur politique monétaire dépendant du bon fonctionnement du mécanisme de transmission. Cependant, elles ne sont pas seules à se préoccuper de stabilité financière et leur mission première qu'est la stabilité des prix ne coïncide pas toujours nécessairement avec la stabilité financière.

En conclusion, je voudrais vous remercier pour votre attention et votre aimable participation et remercier à nouveau les organisateurs et les équipes ayant participé à la préparation de cette conférence.