

Quels problèmes associés à un capital négatif pour une banque centrale ?



L'apport de Peter Stella pour comprendre les problématiques liées au capital négatif des banques centrales

« Je suis conscient que certains ne comprennent pas pleinement, d'un point de vue économique, pourquoi une banque centrale doit être préoccupée de la solidité de son capital. », Toshihiko Fukui, gouverneur de la banque centrale du Japon, 1^{er} juin 2003 ([lien](#))

« Une partie de l'incapacité de certains à comprendre la pertinence de la situation financière des banques centrales est clairement liée à la situation des pays où la plupart des livres d'éducation économique ont été écrits » (pays où les banques centrales n'ont pas expérimentés de tels problèmes), Stella et Lönnberg (2008)

« Nous, la banque centrale du Costa Rica, avons un problème de valeur économique négative, et c'est là notre plus gros problème », Francisco de Paula Gutierrez, gouverneur de la banque centrale du Costa Rica, 2004

Utilité de l'article : L'article résume des points importants permettant de mieux cerner les questions relatives au capital négatif des banques centrales.

Résumé :

- Nous revenons sur les raisons de l'émergence de l'importance accordée au capital (et plus largement à la situation financière) des banques centrales dans les années 1980/90, liée à la tendance à l'indépendance et la transparence des banques centrales ;
- Nous discutons le concept de « valeur économique » d'une banque centrale, important dans ce débat, et fournissons des liens vers des articles exhaustifs permettant de comprendre pleinement les concepts liés ;

- Nous nous concentrons sur le lien entre situation financière de la banque centrale et inflation (ignorant donc les aspects crédibilité, réputation, et d'économie politique associés à la question du capital négatif), et discutons les éléments empiriques sur cet aspect.

La question du capital des banques centrales a été au centre des attentions les mois derniers. Elle est en effet liée à ce que certains qualifient d'un « débat » : la question de « l'annulation de la dette publique détenue par la Banque Centrale Européenne ». Si le « débat » sur « l'annulation de la dette publique par la Banque centrale » est davantage médiatique qu'académique de nos jours, la question du capital des banques centrales a en revanche fait l'objet de nombreuses discussions académiques, avec plus d'une centaine d'articles académiques liés à ce sujet à l'heure actuelle.

L'article souvent considéré comme « fondateur » dans ce domaine est celui de l'ancien responsable du département « Banques Centrales » au FMI, Peter Stella, « *Do central banks need capital ?* ». Il a été suivi par une dizaine d'articles du même auteur sur ce thème, dont deux quelques années plus tard, souvent cités, « *Central Bank Financial Strength, Transparency, and Policy Credibility* » et « *Issues in Central Bank Finance and Independence* » (co-écrit avec Aka Lönnberg).

Dans ces articles, Peter Stella et son co-auteur posent des bases à ce débat, tout en s'inspirant de nombre d'expériences auxquelles ils ont été confronté dans le cadre de leurs missions au Fonds Monétaire International (FMI) : à quoi sert le capital d'une banque centrale ? Dans quelle mesure les banques centrales ont-elles besoin de capital ? Que nous disent les faits ? Pourquoi certaines banques centrales ont-elles souffert de capitaux négatifs, et d'autres non ? Est-ce que le fait que certaines banques centrales avec un capital négatif n'aient pas eu de problème en apparence implique que le capital est inutile ? A partir de quel moment doit-on s'inquiéter pour une banque centrale à capitaux négatifs ?

1. Les raisons de l'émergence de ce débat dans les années 1990

Stella et Lönnberg (2008) commencent leur étude par expliquer pourquoi le débat sur les finances des banques centrales est un débat relativement « récent ». Une des principales raisons évoquées est la tendance à l'indépendance des banques centrales, indépendance qui comprend aussi souvent une partie financière, en théorie du moins.

Auparavant, les frontières entre banque centrale et Etat étaient très floues. Il n'y avait donc moins de raisons d'analyser la banque centrale (qui n'est, fondamentalement, qu'une « succursale » de l'Etat) comme une entité à part entière. Pour faire simple : les problèmes financiers de l'Etat étaient aussi ceux de la banque centrale, et les problèmes financiers de la banque centrale aussi ceux de l'Etat¹. En l'absence de cette frontière, la monnaie parfois émise par les banques centrales pour couvrir les besoins de financement de l'Etat était d'ailleurs bien comprise (par Keynes comme par Friedman)² comme étant une « obligation

¹ La transparence n'était pas la même qu'aujourd'hui non plus. Rappelons que ce n'est que dans les années 1990 que la Fed par exemple a commencé à expliquer ses décisions au public, voir [cet article](#) sur ce sujet. La tendance à la transparence est une autre raison clé citée par Stella et Lönnberg (2008) et Stella (2005).

² Voir l'analogie de Keynes dans "*A tract on monetary reforms*" (p62). Friedman [ici](#), parlant en Inde « *There is no difference between a promise to pay in the form of a two-rupee note and a promise to pay in the form of a bond except that the bond pays interest and the two-rupee note does not. The notes outstanding are non-interest bearing obligations of the government* ». Sur l'illusion d'une différence cruciale entre monnaie centrale et

du gouvernement » (pour reprendre Friedman), au même titre que les emprunts par obligations, devant donc être « backée », comme les emprunts obligataires, par des surplus primaires futurs, pour garder une valeur crédible.

La tendance à l'indépendance des banques centrales a impliqué qu'une banque centrale ayant des problèmes financiers pouvait plus facilement se retrouver en position de les résoudre « seule ». Les problèmes financiers pertinents dans l'analyse de Stella sont principalement (mais pas seulement) ceux de pertes financières (cash-flows négatifs) récurrentes, liés donc indirectement au niveau de capital.³ Des profits continuellement négatifs par exemple, comme observé dans certaines banques centrales d'Amérique latine dans les années 80/90 (voir Klüh et Stella (2008)), nécessiteraient un besoin continu de création de monnaie pour honorer les engagements. Le bilan de la banque centrale augmentant théoriquement toujours plus, à l'infini et au-delà, serait la situation théoriquement résultante, en l'absence d'ajustement.

En l'absence de lien avec l'Etat et donc de recapitalisation, il y a plusieurs manières de résoudre⁴ « seule » des problèmes financiers pour une banque centrale. Les plus significatives sont évoquées dans Stella et Lönnberg (2007). La principale manière est de laisser les taux d'intérêt plus bas pendant une période conséquente, et donc de laisser l'inflation couler davantage qu'optimalement initialement voulu⁵. Stella et Lönnberg (2007) parlent alors de « **policy insolvency** » (insolvabilité politique) pour désigner la situation résultante, que l'on pourrait définir plus globalement ainsi : une banque centrale sera en situation d'« insolvabilité politique » lorsque sa situation financière la contraindra pour atteindre ses objectifs de politique économique, notamment la cible opérationnelle sur laquelle elle s'était engagée (par exemple, son objectif d'inflation à 2 %, ou encore son objectif de change dans le cadre d'un peg).

2. Valeur économique négative versus capital négatif

Stella explique que le seuil d'« insolvabilité politique » ne se situe théoriquement pas au niveau du capital comptable de la banque centrale. Une banque centrale peut très bien avoir un capital positif mais être contrainte dans ses objectifs de politique économique du fait de sa situation financière. Inversement, une banque centrale peut avoir un capital négatif sans être en situation d'« insolvabilité politique ». Comment alors quantifier ce seuil d'insolvabilité, et poser des mots sur ce concept pour le définir et mieux se l'approprier ?

A quelques nuances près, on peut simplifier en considérant que Stella rapproche en grande partie ce seuil d'insolvabilité politique à la valeur économique⁶ d'une banque centrale,

« dette », voir notamment les travaux de Sims, Sargent, Wallace, Cochrane, Leeper (souvent considérés comme rigoureux sur ce thème).

³ Le capital d'une banque centrale est lié à sa capacité à dégager une profitabilité structurelle positive. Cela peut-être compris avec l'exemple suivant : imaginez que le capital de la banque centrale augmente de 10 milliards, cela veut dire que l'actif de la banque centrale a évolué de 10 milliards, quand le passif (hors capital) n'a pas bougé. Le taux d'intérêt sur + 10 milliards d'actifs permet à la banque centrale de dégager plus de revenus sur le long terme.

⁴ Notons que « résoudre » est employé ici dans le sens « faire en sorte que les profits structurels redeviennent non-négatifs ». Le fait que des profits structurels négatifs peuvent être un problème pour une banque centrale indépendante est l'objet même de toute la littérature en lien avec cet article.

⁵ Ceci doit permettre d'augmenter de manière conséquente les profits de seigneurage sur le long terme. Voir Reis (2013), Ize (2005), Adler et al (2012), Pinter et Pourroy (2019) et les papiers cités par Ize pour des discussions plus complètes.

⁶ Ou « valeur nette », en anglais le terme est « net worth ». Buiter (2008) parle de « comprehensive net worth » ou de « comprehensive equity » pour parler d'un concept par essence similaire. Une discussion autour de cette

conceptuellement « *la valeur qu'un actionnaire, pleinement informé et neutre au risque, serait prêt à payer s'il achetait une banque centrale* » (Stella, 1997). Ce concept, parfois mécompris par certains, mais bien compris par d'importants investisseurs (comme Goldman Sachs, 2015), a été analysé sous forme plus mathématique quelques années plus tard par Ricardo Reis et Christopher Sims (Reis, 2013 ; Del Negro et Sims, 2015) et utilisé dans d'autres études appliquées (Buiters, 2008 ; Pinter et Pourroy, 2019).

Comme Stella (1997) l'explique, la valeur économique diffère du capital comptable : la valorisation comptable du capital d'une banque centrale ne reflète pas les profits futurs par exemple (alors que c'est le cas de la valeur économique). Une banque centrale peut ainsi très bien avoir un capital comptable négatif tout en ayant une valeur économique positive. Dans ce cas, on pourrait considérer que l'« insolvabilité politique » précédemment mentionnée ne devrait pas être pertinente : la banque centrale sera normalement en mesure d'atteindre sa cible opérationnelle sans être contrainte par sa situation financière. Un capital faible pourrait quand même être problématique pour la conduite de la politique monétaire, mais pas via le canal typiquement à l'œuvre dans le cas d'une valeur économique négative (voir Klüh et Stella (2008) et Pinter (2018) ainsi que les articles associés, et pour un exemple concret voir la récente note de Goldman Sachs du 2 juillet 2020 s'inquiétant sur la situation liée à la monétisation « sans contrepartie » en Indonésie⁷). Lorsqu'en revanche, le capital est si négatif que la valeur économique devient négative, là, la situation peut clairement poser problème, s'il est certain que l'Etat n'intervient pas.

3. Le lien entre situation financière et inflation dans les faits

Stella (1997), Stella (2003) et Stella et Lönnberg (2007) citent de nombreux cas où la situation financière d'une banque centrale lui a posé de réels problèmes pour atteindre son objectif. Il s'agit particulièrement de pays émergents ou en voie de développement, ce qui s'expliquerait sans doute en partie par un manque d'institutions solides pour prévenir de tels problèmes.

Le cas le plus connu est sans doute celui du Costa Rica, dont le gouverneur avait déclaré en 2004 « *nous, la banque centrale du Costa Rica, avons un problème de valeur économique négative, et c'est là notre plus gros problème* ». La banque centrale avait en effet subi de nombreuses pertes, aboutissant à un capital négatif de près de 8 % du PIB à la fin de l'année 2003, et ce malgré deux épisodes de recapitalisation par l'Etat en 1999 et 2001, pour près de 10 % du PIB (voir Ize (2005)). Comme un rapport du FMI l'explique (FMI, 2019), cette situation financière a contribué à poser de gros problèmes à la banque centrale, jouant sur l'inflation et le taux de change. Le régime de « peg ajustable » du taux de change suivi par la banque centrale a vu la monnaie costaricaine se déprécier de près de 500 % entre les années 1990 et 2004. L'inflation atteignait 20 % en moyenne entre 1982 et 2006, la confiance dans la monnaie s'écroulait, avec une dollarisation croissante.

Dans d'autres cas, la situation financière d'apparence « fragile » d'une banque centrale n'a pas été reconnue comme source de problèmes directs pour contrôler l'inflation. C'est le cas du Chili notamment, discuté amplement dans Stella (2003) ou Ize (2005). Le capital

terminologie est présente dans Stella (2003). Chez Stella, le concept d'« insolvabilité politique » est plus général que celui de « central bank insolvency » posé par Reis (2013) ou Del Negro et Sims (2015).

⁷ Dans cette note les économistes pointent les risques de la monétisation à taux zéro potentiellement sans contrepartie en Indonésie, impliquant « une baisse large des profits de la banque centrale pour le futur » la contraignant potentiellement dans d'éventuelles opérations futures de stérilisation.

relativement négatif à partir de 1998 ne semble pas avoir contraint la banque centrale pour atteindre ses objectifs en termes d'inflation, bien que le gouverneur de l'époque confiait lors d'un séminaire public à Harvard en 2020 que le niveau de capital négatif lui avait posé de réels problèmes sur d'autres aspects. Un plan de recapitalisation par le gouvernement chilien a d'ailleurs été initié en 2006 (Stella et Lönnberg, 2007), et des études de la banque centrale du Chili pointaient en 2009 le besoin de davantage de recapitalisation (Banque centrale du Chili, 2009).

Au-delà des études qualitatives précédemment citées, certains chercheurs ont tenté d'analyser empiriquement un éventuel lien de causalité entre la situation financière des banques centrales et des variables d'importance économique comme l'inflation (ce qui est une tâche particulièrement difficile). Klüh et Stella (2007) concluent à un lien de causalité dans les cas où la situation financière est très détériorée, et Pinter (2018), en analysant 82 lois constitutionnelles de banques centrales pour ne sélectionner que les pays où la recapitalisation n'est clairement pas garantie, conclut à un lien causal seulement dans les cas où l'Etat « n'a clairement pas les moyens de recapitaliser ». Ces études empiriques restent imparfaites, et n'ont pas d'indicateur sur la « valeur économique » notamment, seulement des proxy. A ce stade, les discussions les plus informatives sur le lien de cause à effet (outre les cas d'hyperinflation) se retrouvent certainement davantage dans les papiers de Stella discutés ici ainsi que dans les rapports du FMI ou des banques centrales, basés sur des archives historiques ou des discussions directes avec des opérationnels.

4. Conclusion

Les questions relatives aux finances des banques centrales ont beaucoup occupé le débat ces dernières années. Peter Stella est sans doute l'un des précurseurs dans l'analyse de ces questions. Ses articles posent des bases de réflexion fournies, inspirées et illustrées par de nombreux exemples concrets auquel l'auteur a été exposé via son expérience d'économiste « de terrain » au FMI.

Un cas très clair où la situation financière d'une banque centrale financièrement indépendante peut lui poser problème pour contrôler l'inflation par exemple est celui où la valeur économique de la banque centrale est négative. La valeur économique est un concept différent du capital comptable, et a trait à la profitabilité structurelle de la banque centrale.

En creusant ces débats, Stella et ses co-auteurs vont donc bien au-delà de l'idée « tentante » mais simpliste selon laquelle le pouvoir de création monétaire rendrait la problématique des finances des banques centrales non-pertinente, que Stella (2005) considère d'ailleurs comme étant liée à un paralogisme⁸.

Les articles de Peter Stella, en clarifiant les concepts et regroupant de nombreuses anecdotes d'un économiste directement exposé à ces questions, ont une valeur indéniable pour toute personne intéressée par ces débats.

NB : cet article se veut simplement pour but d'éclairer la question du capital négatif des

⁸ Le paralogisme cité par Stella (2005) est le suivant "1. Commercial banks require financial strength (capital) to absorb losses while meeting their financial obligations in full and on time and hence remain in operation. 2. Central banks have an unlimited costless ability to create the means to pay their financial obligations in full and on time in domestic fiat money. 3. Central banks, therefore, do not require financial strength (capital)". Voir aussi Stella et Lönnberg (2007) : « This neglect of central bank corporate finance may be attributed to several factors which have led to the view that central bank finances can be ignored as they are either: macroeconomically insignificant; properly analyzed only within the consolidated public sector accounts; or irrelevant owing to the central bank's unlimited ability to create money. Each of these factors will be considered in turn in this paper ...».

banques centrales. Le fait qu'une banque centrale peut avoir un capital négatif et une valeur économique positive ne peut être vu comme un argument faisant du financement monétaire sans contrepartie une méthode de financement préférable à un financement par obligations, voir entre autres [Stella et Pinter \(2020\)](#).

Julien PINTER

Bibliographie

Adler et al (2012) "Does central bank capital matter for monetary policy?", *Open Economies Review*

Banque centrale du Chili (2009) "Macroeconomy, Monetary Policy and Central Bank Capitalization", *Economia Chilena* 12(1):5-38

Buiter, Willem H., 2008. "Can Central Banks Go Broke?", CEPR Discussion Papers 6827, C.E.P.R. Discussion Papers.

Del Negro, Marco & Sims, Christopher A., 2015. "When does a central bank's balance sheet require fiscal support?", *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 73(C), pages 1-19.

Fonds Monétaire International (2019) "Foreign exchange intervention in inflation targeters in Latin America, chapter 10 Costa Rica: learning to float"

Goldman Sachs, 2015 "European Economics Daily: Accounting capital vs. Economic capital – the case of the SNB", Goldman Sachs Macro Research, August 10

Goldman Sachs, 2020 "Bank of Indonesia buying zero interest bonds: needed stimulus or slippery slope?", Goldman Sachs Macro Research, July 2

Ize A (2005) Capitalizing central banks: a net worth approach IMF Staff Papers, vol 58 International Monetary Fund, Washington, DC, pp. 289–310

Kluh U, Stella P (2008) Central Bank Financial Strength and Policy Performance: an Econometric Evaluation, International Monetary Fund, Working Paper 08/17, Washington.

Julien Pinter, 2018. "Does Central Bank Financial Strength Really Matter for Inflation? The Key Role of the Fiscal Support," *Open Economies Review*, Springer, vol. 29(5), pages 911-952, November.

Pinter Julien et Pourroy Marc "How can financial constraints force a central bank to exit a currency peg? An application to the Swiss franc peg".

Ricardo Reis, 2013. "The Mystique Surrounding the Central Bank's Balance Sheet, Applied to the European Crisis," *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 103(3), pages 135-140, May.

Stella, Peter (2003) « Central Bank Financial Strength, Transparency, and Policy Credibility », International Monetary Fund, Working Paper, Washington.