

BANQUES CENTRALES ET STABILITÉ FINANCIÈRE

Michel Aglietta

Université Paris Nanterre et Cepii

Banques centrales et finance: retour aux origines

- Le cycle financier: forme développée de l'instabilité intrinsèque de la finance
 - Les faits stylisés de la dynamique du crédit
 - Des comportements sous incertitude aux vulnérabilités des systèmes financiers
 - Pourquoi les banques centrales ont-elles ignoré le cycle financier avant la crise?
- Du pragmatisme en temps de crise à l'élaboration d'une doctrine de la stabilité financière
 - La conduite de la politique monétaire à la barrière de taux 0 et ses effets
 - Fed et BCE: ressemblances et différences
 - L'incorporation permanente de la stabilité financière dans les finalités de la politique monétaire: maîtriser les vulnérabilités par le macro prudentiel

Le cycle financier

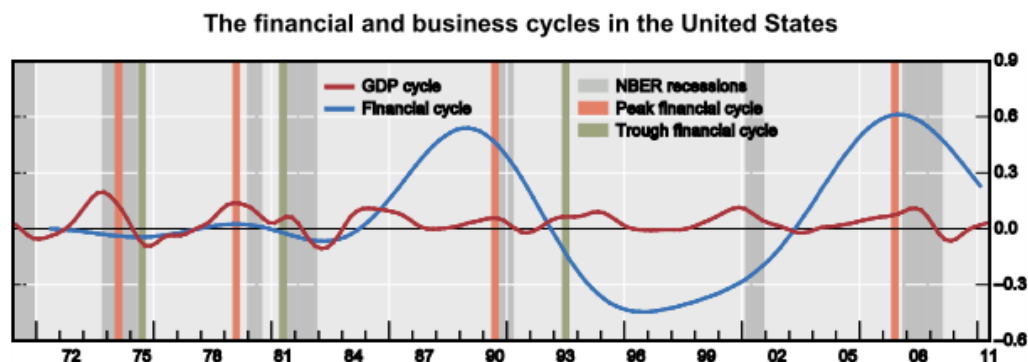
A partir des années 1980, la recherche de la BRI montre que la dynamique financière est radicalement transformée (Drehmann et Juselius)

- Avant les années 1980: stabilité financière. Le cycle des affaires s'enroule autour de la croissance potentielle: taux de rendement marginal net du capital = taux naturel = taux de croissance optimal

- Dérive inflationniste après mi-1960's parce que; $\text{taux monétaire} < \text{taux naturel}$ systématiquement

- A partir années 1980: cycle financier de très grande ampleur et périodicité. Totalement nié par investisseurs financiers, dirigeants politiques, banquiers centraux et académiques

- Inflation devient basse et stable. Les déséquilibres macro s'accumulent dans la finance



Nouvelles données historiques longues (14 pays développés): à partir des années 1970, la dynamique du crédit est totalement déconnectée de la croissance monétaire (Schularik et Taylor)

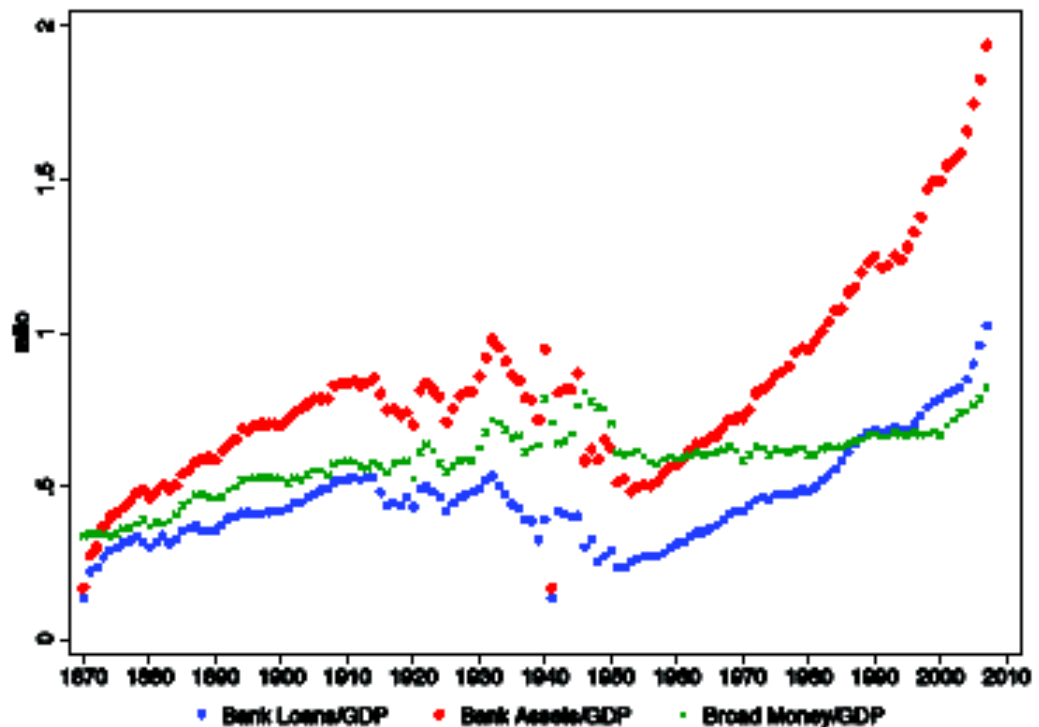
- *l'inflation targeting* triomphe mais les banques centrales sont incapables de maîtriser la dynamique de l'endettement.

- La grande modération du cycle des affaires ne fait que dissimuler la grande dérive du cycle financier

- Un dogme erroné: *la stabilité des prix est la condition nécessaire et suffisante de la stabilité macro*

- les crises financières ne sont pas des chocs exogènes mais des changements de phase dans le cycle financier: « *booms gone busts* »

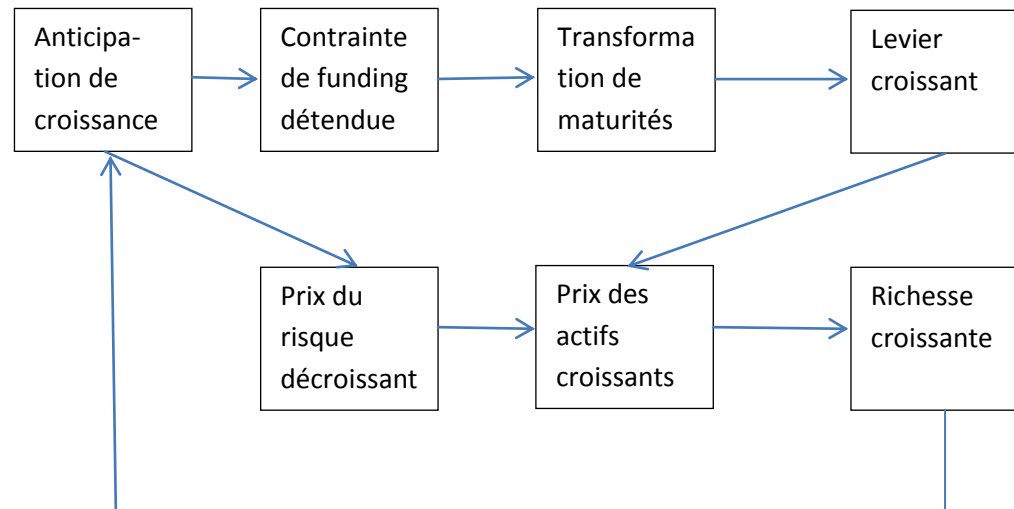
- Les actifs bancaires décollent/ prêts au bilan au fur et à mesure où le levier des banques se développe grâce au financement auprès des non banques dans le marché de gros de la liquidité



Le cycle financier est compatible avec l'hypothèse d'instabilité intrinsèque de la finance sous incertitude

- La dynamique crédit/valorisation des actifs est un *momentum* divergent du fait des comportements collectifs des acteurs financiers sous incertitude: *le prix du risque covarie avec l'anticipation de la quantité de risque* (vol des marchés) → accumulation de *vulnérabilités* dans le système financier:
 - *Structurelles* par risques de contreparties: prêts sur titres, repos, lignes de crédit non sécurisées, véhicules spéciaux
 - *Dynamiques*: levier des intermédiaires ↑ et *mismatch* d'échéances ↑ par recours au marché des dettes de + en + courtes pour financer l'acquisition des actifs

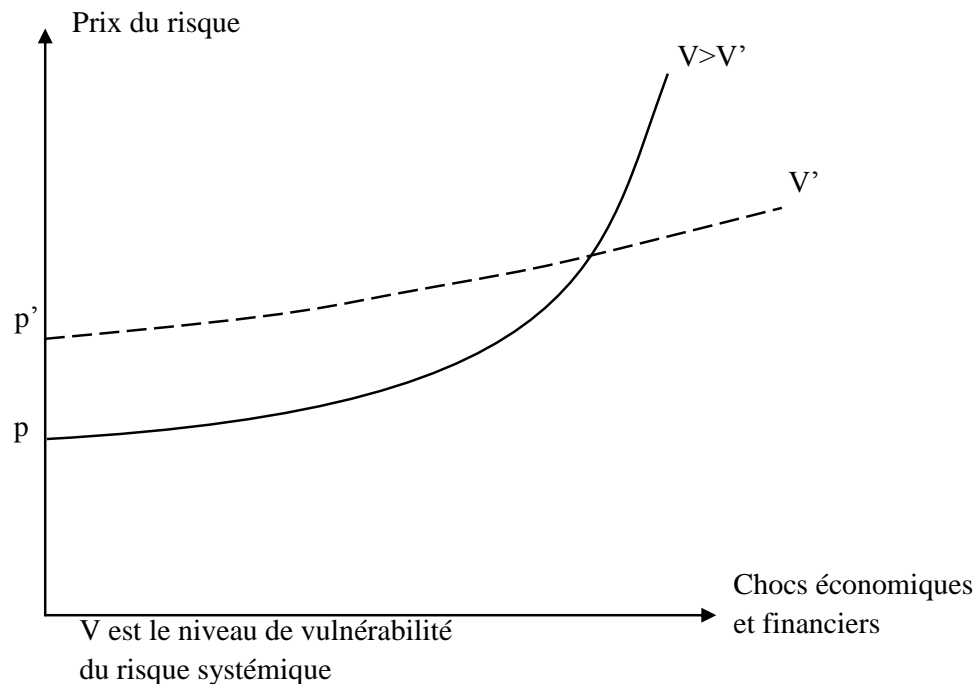
Enchaînements de la phase expansive du cycle financier



Le défi du cycle financier pour la politique monétaire

- Les enchaînements qui produisent le *momentum* viennent des interrelations:
 - Le prix du risque p est fonction \uparrow des chocs financiers s et d'autant plus convexe que les vulnérabilités V sont élevées.
 - Au début d'un cycle d'expansion financière s est bas et p est perçu d'autant + bas que les vulnérabilités V latentes mais cachées (grande modération) sont élevées, soit: $p < p' \leftrightarrow V > V'$ lorsque s est bas $\rightarrow p \uparrow$ très vite avec s lorsque V est élevé
 - *Il s'ensuit une probabilité de crise systémique d'autant + grande que le prix du risque était bas au début du cycle.* L'enjeu de la stabilité financière est donc de réduire les vulnérabilités

Sensibilité du prix du risque aux chocs modulé par le niveau de vulnérabilité



Pourquoi les banques centrales ont-elles ignoré le cycle financier avant la crise?

- La doctrine monétaire de la grande modération est fondée sur la conception de la monnaie comme marchandise particulière (*currency principle*) → la monnaie est neutre/ l'équilibre fondamental de LT. La croissance potentielle est indépendante de la valeur de la monnaie, donc des chocs qui agissent sur le *business cycle* (courbe de Phillips verticale à LT).
- La monnaie est particulière parce que son offre est un monopole → suivre une règle de contrôle de la valeur de la monnaie à travers le cycle: ciblage de l'inflation et indépendance de la BC: « *un objectif, un instrument* ».
- Pour que la stabilité financière soit un enjeu de politique monétaire, il faut accepter l'existence du cycle financier. Cela est compatible avec la conception de la monnaie comme dette (*banking principle*) → ce n'est pas tant la *quantité* de la monnaie qui importe que sa *qualité*: des *real bills* en contrepartie.
- La stabilité financière (réduire les vulnérabilités) devient une finalité primordiale. Comme dettes publiques et privées interagissent dans le cycle financier, la banque centrale ne peut pas ignorer l'Etat. *L'indépendance est une question opératoire* (indépendance de moyens) *pas du tout principielle*.

La politique monétaire

Pourquoi le taux monétaire peut-il tomber à 0?

- Lorsque la bulle sur les actifs éclate, le taux d'intérêt sur le stock de prêts antérieurement accumulés dans le système financier est donné. La densité de prob. du rendement de ces créances se déplace massivement dans le sens des pertes → *la distance au défaut sur le portefeuille de prêts des banques se réduit précipitamment jusqu'à devenir <0* (faillite virtuelle) pour certaines banques au taux de refinancement d'avant crise
- On peut montrer théoriquement que le taux de refinancement qui maintient les banques solvables est fonction de l'écart entre *le taux d'intérêt des prêts* et le ratio *montant des pertes probables/crédits si rendement $< VaR$*
- → si le taux des crédits dans la phase euphorique était bas (sous-évaluation du risque) et si les pertes probables deviennent très élevées, *le taux de refinancement d'équilibre devrait être <0* .
- La politique monétaire est donc bloquée par la barrière de taux 0. Il lui faut compenser par 2 types d'outils: la « *forward guidance* » (canal des anticipations) et les achats d'actifs (canal du bilan).

Fed et BCE: des vues différentes des politiques non conventionnelles

Fed

- Les mesures non standard remplacent la politique monétaire conventionnelle entièrement parce que le désendettement du secteur privé paralyse les mécanismes de transmission de la politique monétaire.
- Le Fed s'engage à maintenir à 0 le taux d'intérêt pour une période fonction de la réalisation d'un objectif macro
- Le Fed achète une large gamme d'actifs, y.c. des titres hypothécaires et des dettes de sociétés privées
- La Fed porte ces achats à son bilan parce qu'au taux 0 les politiques monétaire et budgétaire sont logiquement imbriquées.

BCE

- La BCE prend des mesures non conventionnelles pour combattre la fragmentation du système bancaire européen. Elle ne prend aucun engagement avant l'été 2013 où la Fed prépare l'exit
- La BCE prête aux banques. Elle ne prête aux souverains qu'avec des restrictions strictes, imposées par les entités politiques
- Jusqu'à l'annonce de OMT, la BCE n'a fait que des achats limités et entièrement stérilisés ou par des repos pour faciliter l'exit
- En juillet 2013 la BCE annonce une *forward guidance* de durée non spécifiée

L'efficacité des politiques non conventionnelles US sur les taux longs

- Taux long = Σ (taux courts anticipés) + prime de terme
- Taux court anticipé = taux court réel anticipé + inflation anticipée
- La prime de terme rémunère l'ensemble des incertitudes liées au temps

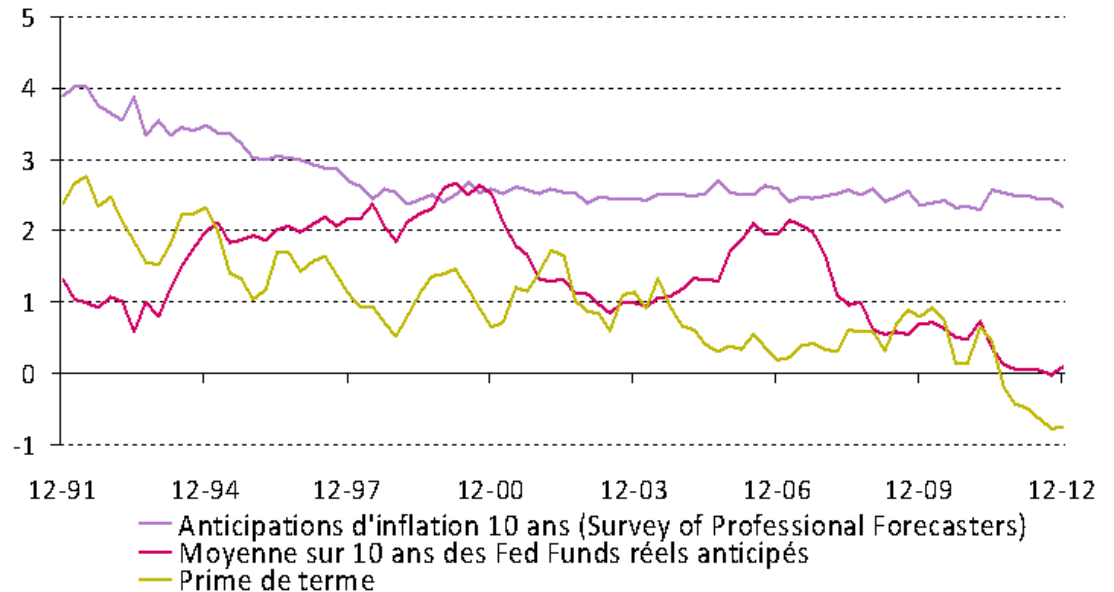
• Anomalies:

- Avant mai 2013, la prime de terme était devenue < 0 dès l'été. Le QE3 concomitant de l'aggravation de la crise en Europe a accentué la perception de sécurité des titres publics US: prime = -140 bp contre +50 en moyenne avant crise

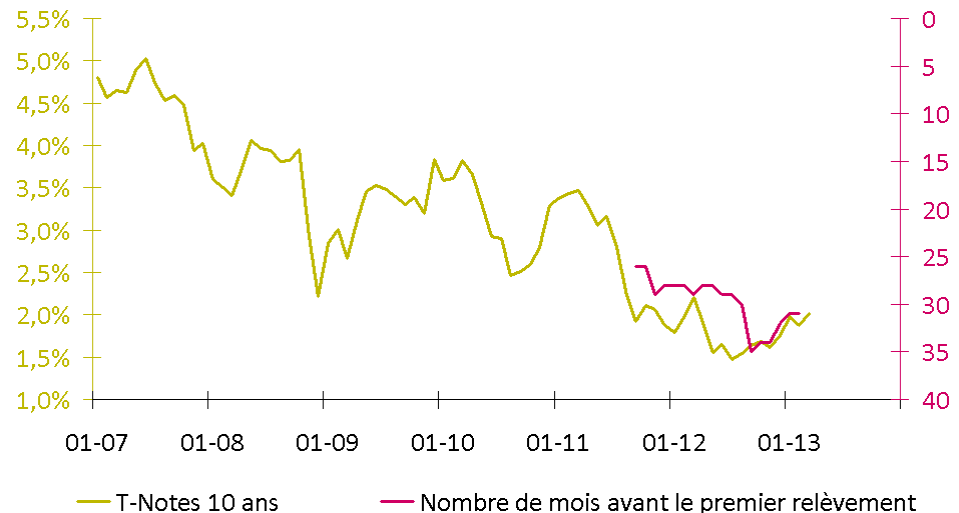
- Cela veut dire que des risques sont non rémunérés. Une normalisation \rightarrow remontée de la prime de terme avec l'amélioration des conditions de la croissance

- La remontée va-t-elle être ordonnée ou agitée? L'évolution du prix du risque et la remise en ordre des *spreads* sur les \neq actifs longs en dépend.

Décomposition du taux 10 ans US

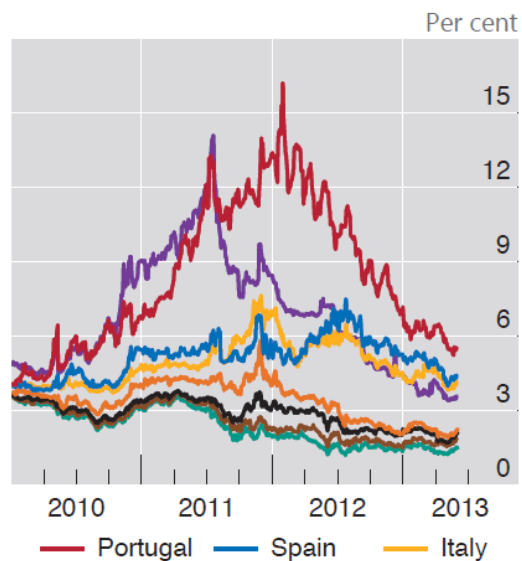


États-Unis : taux longs et "forward guidance"

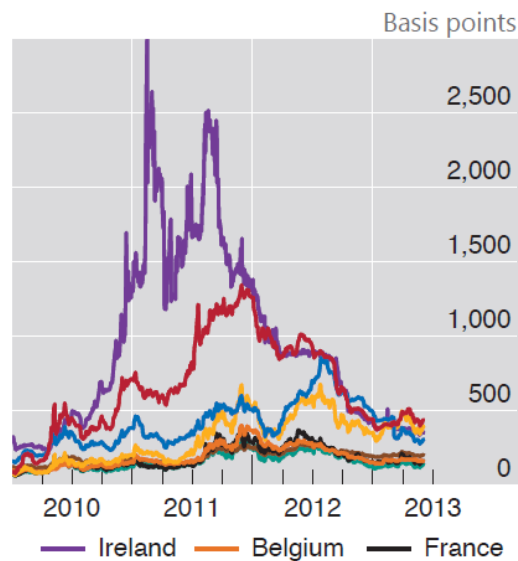


L'annonce de la BCE de tout faire pour préserver l'intégrité de l'euro crée une détente prolongée des taux sur les dettes souveraines qui se répercute sur les marchés du risque bancaire et des titres privés

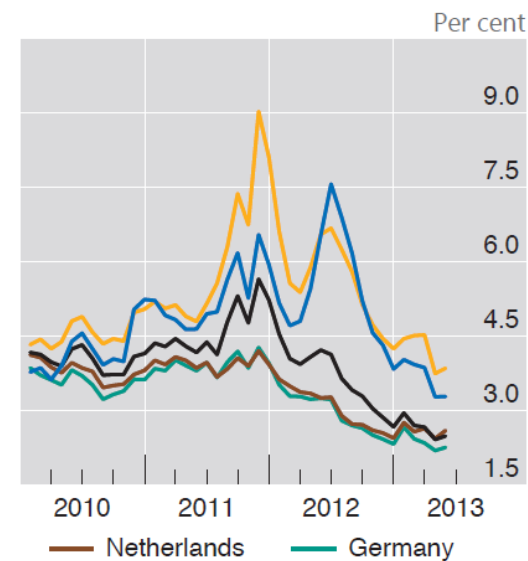
Government bond yields¹



Bank CDS spreads²



Corporate bond yields³



¹ Ten-year yields. ² Simple average of senior five-year credit default swap (CDS) spreads for a sample of domestic financial institutions. ³ Market value-weighted average of corporate bond yields.

Sources: Barclays; Markit; national data.

Reconsidérer la doctrine de la politique monétaire post exit

- Les dogmes qui sont les socles de la doctrine monétaire pré-crise que la crise a réfutés (Claudio Borio, BRI):
 - *La stabilité des prix est une condition suffisante de la stabilité macro*
 - *La stabilité monétaire est séparable de la stabilité financière: supervision micro suffit*
 - *Le taux court est l'instrument pertinent unique de la politique monétaire parce que les titres publics à \neq échéances sont des substituts parfaits*
 - *Les BCs n'ont à s'occuper que de l'économie domestique. Les taux de change flexibles guidés par la PTINC rendent le monde entier stable.*
- Si l'on admet les conclusions de la BRI, faire de la stabilité financière une préoccupation permanente, c'est être capable d'amortir le cycle financier.
 - *Amortir le cycle financier conduit à se doter d'instruments macro prudentiels interférant avec la politique monétaire parce que visant les agrégats de crédit du secteur privé*
 - *Puisque le cycle financier est + long que le cycle des affaires, la norme d'inflation n'a pas de raison d'être constante dans le temps. Elle doit être modulée selon le régime expansif (phase de boom) ou restrictif (phase de bust) du cycle financier: règle de niveau général des prix ou d'évolution du PIB nominal.*

Qu'est-ce que la politique macro prudentielle?

- La politique macro prudentielle doit maintenir le prix du risque à un niveau suffisamment élevé dans la phase d'expansion financière pour éviter qu'il ne s'élève de manière destructrice dans les phases de retournement.
- Il s'agit donc d'un arbitrage *prix du risque/probabilité de crise systémique* qui est inhérent à l'instabilité intrinsèque de la finance. Pour modifier les conditions de cet arbitrage, il faut agir sur les vulnérabilités sous-jacentes, *structurelles* et *dynamiques*:
 - *Vulnérabilités structurelles*: ce sont les formes de risque exposées aux défauts de coordination qui sont des nids de risque systémique (ETFs synthétiques, repos tripartites, ABCP et FCP non assurés, *money market funds* dont le passif est présumé \approx monnaie, produits de titrisation non standards et négociés dans des chaînes de gré à gré)
 - Il faut réduire les leviers des emprunteurs dans le marché du repo, restreindre le collatéral à des titres de haute qualité, soumettre les *money market funds* aux règles prudentielles bancaires ou les traiter comme des fonds d'investissement.
 - *Vulnérabilités dynamiques*: provisions dynamiques, ratios de liquidité et coussin contra cyclique de capital. Le timing doit être fonction de la variation du prix du risque. Estimation par supervision continue et tests de stress réguliers