

CYCLE FINANCIER, POLITIQUE MONÉTAIRE, DETTE PUBLIQUE

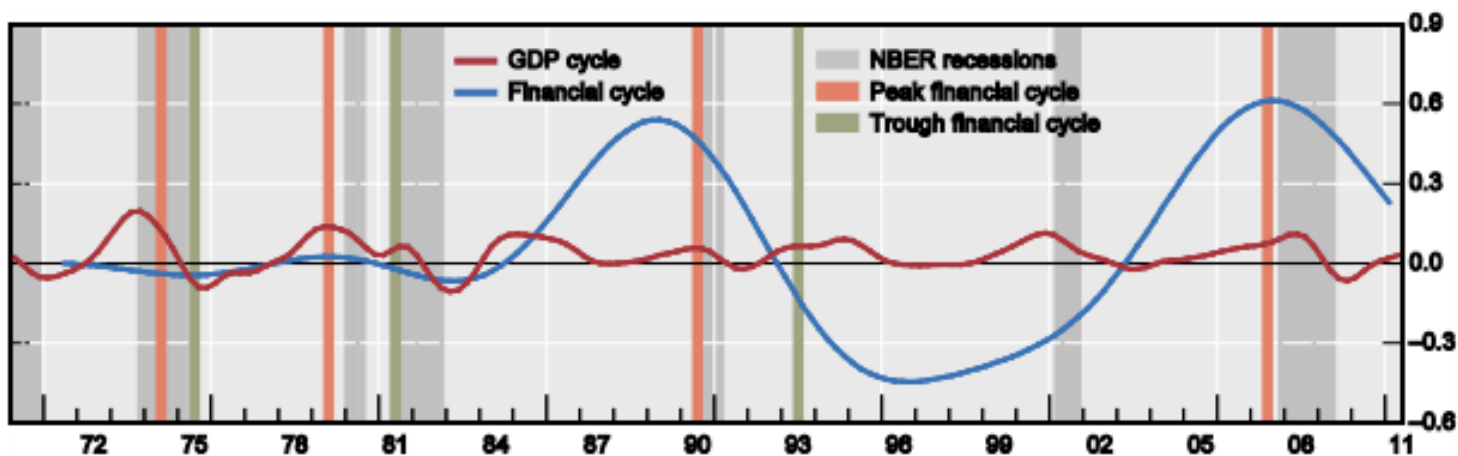
Michel Aglietta

Université Paris Nanterre et Cepii

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 (mesuré par les variations de l'output gap) s'enroule autour de la croissance potentielle
- A partir années 1980: cycle financier de très grande ampleur et périodicité: mesuré par un indicateur composé du ratio crédit privé/PIB, de la croissance du crédit privé et de la variation du prix immobilier. La logique financière est le *momentum* \neq *retour à valeur fondamentale*
- Ce cycle financier est autonome/ cycle des affaires \rightarrow possibilité d'inflation basse et de croissance stable (grande modération) pendant que les déséquilibres s'accroissent dans la finance et restent ignorés.
- La crise financière est le changement de phase dans le cycle financier: *boom gone bust*

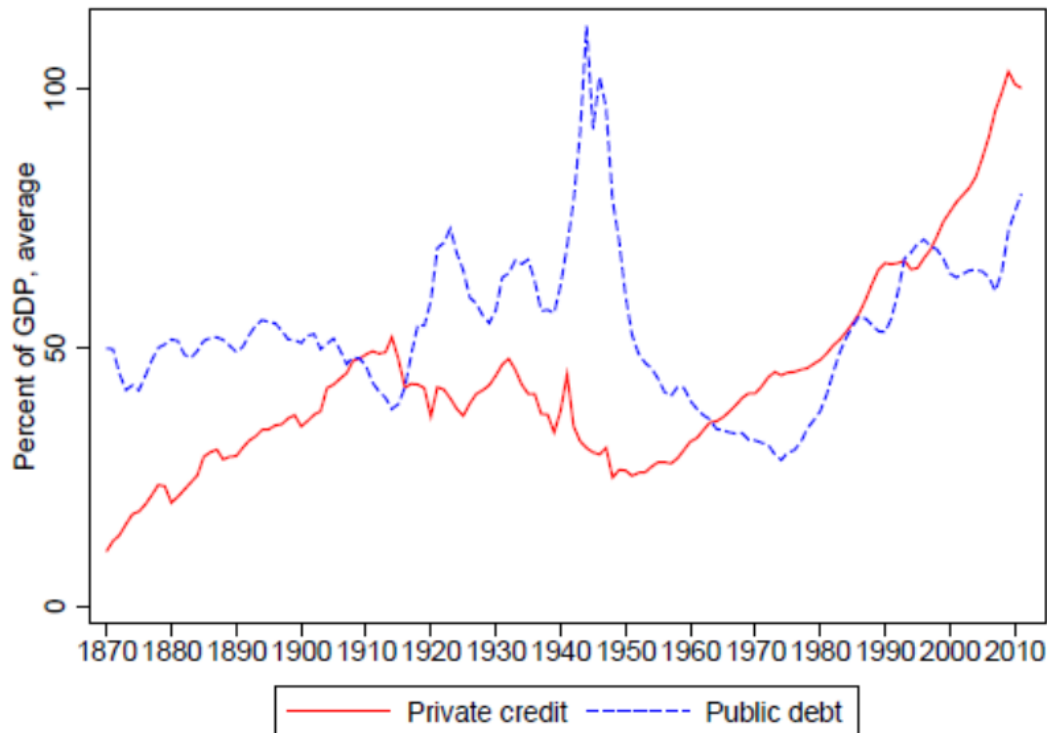
The financial and business cycles in the United States



Le cycle financier est entraîné par le crédit au secteur privé

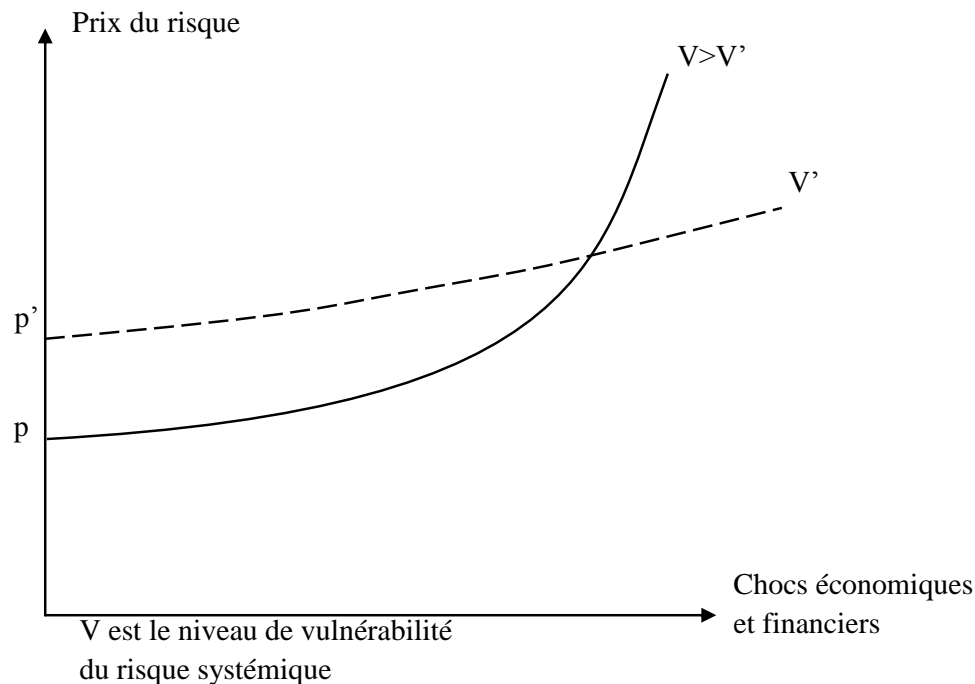
- La phase montante du cycle financier le plus ample (1996-2007) correspond à l'expansion la plus rapide du ratio Crédit/Pib depuis 130 ans, alors que le ratio dette publique/PIB baisse sur toute la période.
- Dettes publiques/ privées sont corrélées + pendant la grande désinflation (1978-1995)
- La dette publique a bondi pendant la crise financière systémique par socialisation des risques.

Dettes publiques et crédit bancaire aux secteurs non financiers dans 17 pays de l'OCDE



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 (tout ce qui augmente la volatilité des prix d'actifs) 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 \rightarrow **politique macro prudentielle.**



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 par \neq instruments
 - *Structurelles*: 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, standardiser les dérivés et régler centralement les transactions.
 - *Dynamiques/ banques*: les instruments sont les provisions dynamiques et le coussin contra cyclique de capital, les réserves obligatoires et les coefficients de liquidité
 - *Dynamiques/ emprunteurs*: limites de dettes rapportées aux valeurs des biens immobiliers (*loan-to-value*) et aux revenus (*loan-to-income*)
- Le timing doit être fonction de la variation du prix du risque. Estimation par supervision continue et tests de stress réguliers.

La politique monétaire ne peut ignorer les dettes publiques

- L'augmentation des dettes publiques est étroitement liée à leur rôle stabilisant dans le retournement du cycle financier → *actions macro prudentielles sur les vulnérabilités rendent les dettes soutenables sur de larges plages de politiques budgétaires.*
- (Taux réel long-taux de croissance) = taux d'actualisation qui influence l'effort budgétaire sur les trajectoires de consolidation des dettes publiques → *les banques centrales ne peuvent se désintéresser du taux long*
- La politique monétaire ne peut guider le taux long par le seul canal des anticipations des taux courts futurs parce que les primes de risque sur les actifs longs sont endogènes et varient fortement avec le prix du risque
- Les titres longs étant imparfaitement substituables, *le canal du bilan des banques centrales* (achats et ventes de titres de dette publique) est un outil d'action sur le taux long qui n'est pas « non conventionnel »!

La banque centrale au cœur de la politique économique

- La banque centrale a nécessairement plusieurs objectifs; d'où il ressort les principes suivants:
 - Il faut au moins autant d'instruments que d'objectifs, voire une redondance si l'un des objectifs (stabilité financière) est pluridimensionnel.
 - Il faut affecter les instruments aux objectifs pour lesquels ils sont relativement les plus efficaces

Objectifs	Déséquilibres à contrôler	Instruments
Stabilité des prix	Dérapage inflationniste/ courbe de Phillips	Taux d'intérêt court
Stabilité financière	<i>Momentum</i> : durée et amplitude du cycle financier	Instruments macro prudentiels
Soutenabilité de la dette publique	Trajectoire divergente du ratio dette/PIB	Bilan de la banque centrale influençant le taux long