

Université Saint Joseph – Faculté des Sciences Economiques

Licence en sciences économiques
2007-2008

"MONNAIE 2"

Jean-Baptiste DESQUILBET
Professeur à l'Université d'Artois (France)

jbaptiste.desquilbet@univ-artois.fr

<http://jean-baptiste.desquilbet.org/>

Objectif du cours : présenter des outils d'analyse des politiques monétaires menées dans le monde contemporain.

Plan du cours :

- 1. Une analyse des règles de politique monétaire : modèle BMW**
- 2. Le biais inflationniste de la politique monétaire**
- 3. Les canaux de transmission de la politique monétaire**

Bibliographie :

Bofinger, P., E.Mayer et T. Wollmershäuser, (2003) « The BMW model: a new framework for teaching monetary macroeconomics in closed and open economies », *Würzburg Economic Papers*, n°34,

<http://www.wifak.uni-wuerzburg.de/wilan/wifak/vwl/vwl1/wepdownload/wep34.pdf>

Mishkin F. (1996), « Les canaux de transmission monétaire : leçons pour la politique monétaire », *Bulletin de la Banque de France*, n°27, mars.

http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etud27_1.pdf

chapitre 3

Les canaux de transmission de la politique monétaire

PLAN

Introduction : cadre opérationnel de la politique monétaire

1- Exposé schématique des canaux de transmission.

2- Evaluation empirique des canaux de transmission.

Conclusion

Dans le modèle BMW :

$$[YD] \quad y = a - b r + \varepsilon_1$$

$$[PC] \quad \pi = \pi^e + d y + \varepsilon_2$$

$$[R] \quad r = i - \pi^e$$

La banque centrale contrôle le taux d'intérêt nominal

Transmission de la politique monétaire : $i \rightarrow r \rightarrow y \rightarrow \pi$

Objectif du chapitre : détailler comment la politique monétaire se transmet à la demande agrégée...

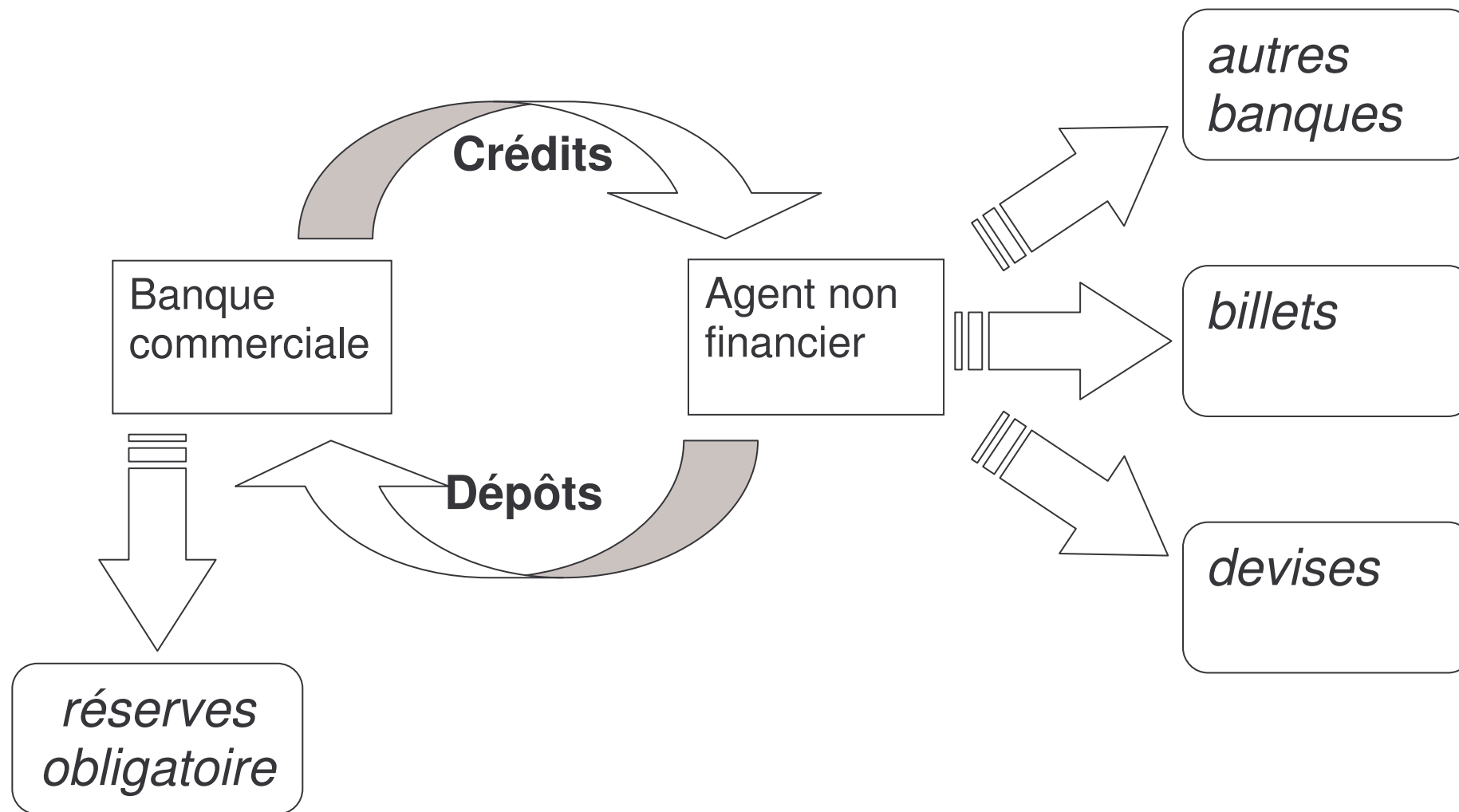
Instrument de politique monétaire : i ou M ?

La BC intervient sur les marchés de capitaux (marché de la monnaie centrale) en se fixant des objectifs opérationnels en termes de taux d'intérêt à court terme.

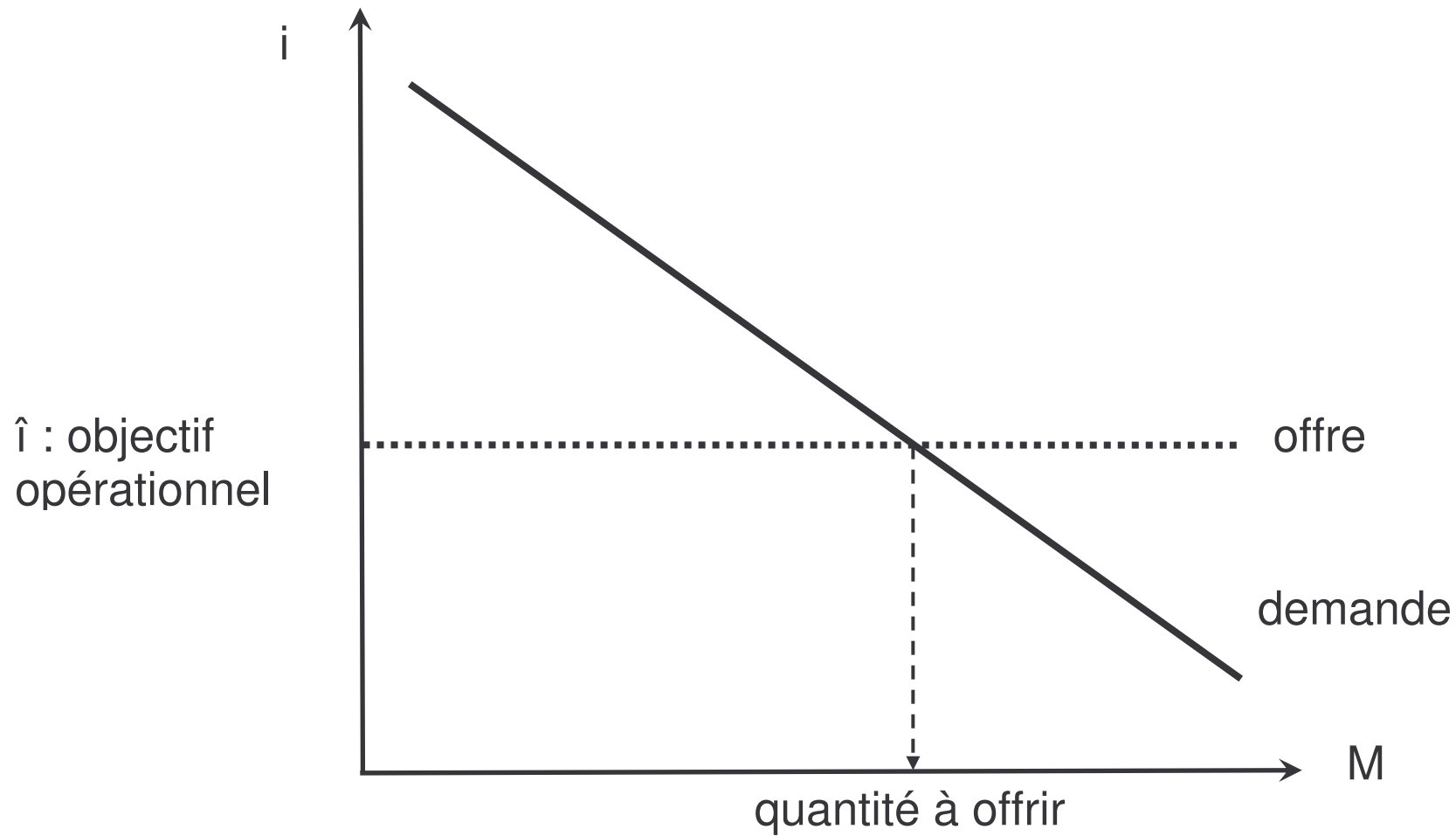
Sur ce marché, les banques commerciales s'échangent des liquidités à très court terme (24 h).

La banque centrale a le monopole de création de monnaie centrale : elle en fixe le prix (i_{CT}) ou la quantité (M).

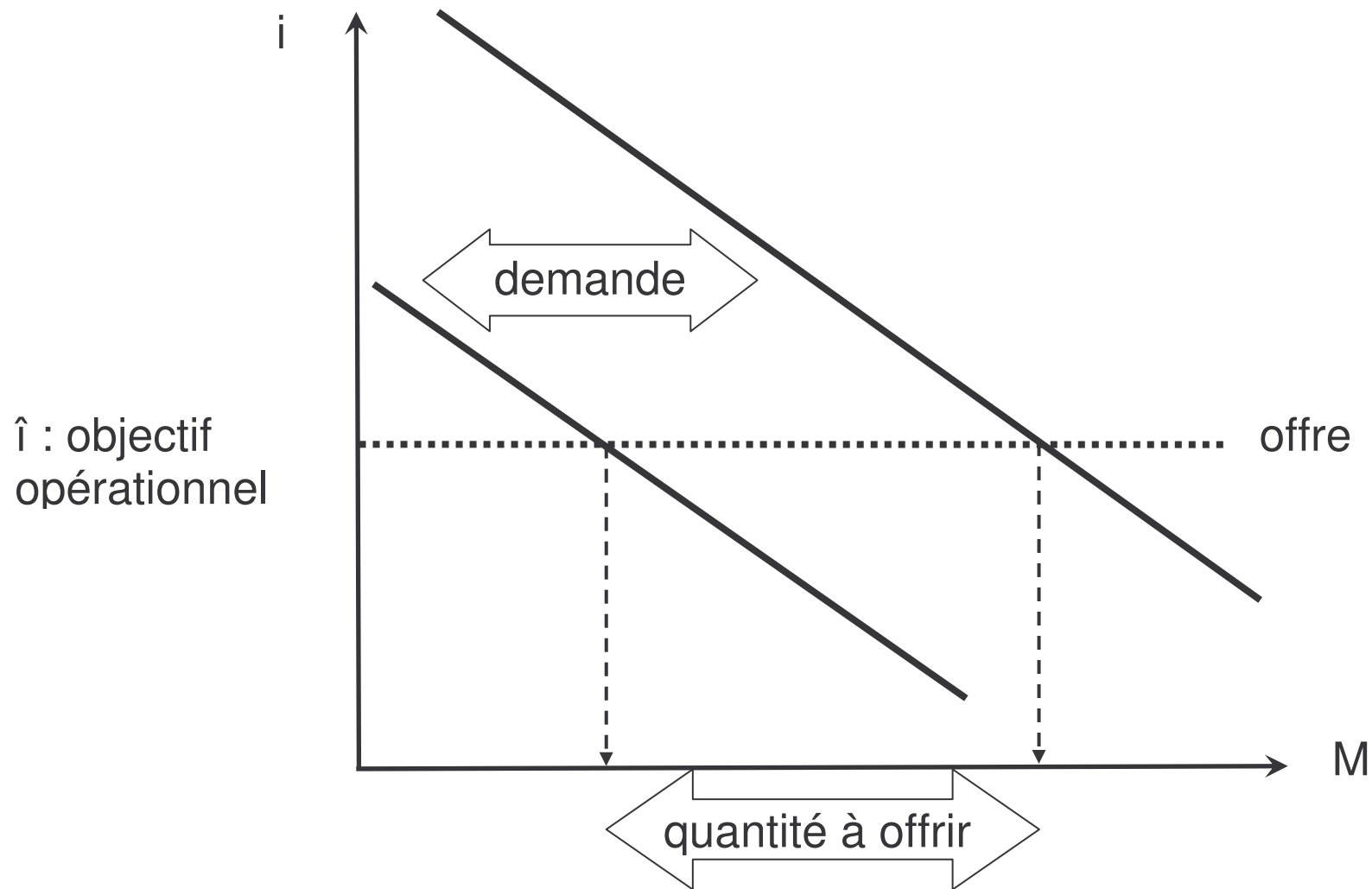
Le besoin de liquidité des banques commerciales :



Le marché de la monnaie centrale :



En cas de variation de la demande, la quantité offerte est ajustée pour garder le taux d'intérêt au niveau désiré :



Le taux d'intérêt est déterminé par une confrontation de l'offre et de la demande :

« expansion monétaire » : $\uparrow M$ ou $\downarrow i_{CT}$

« restriction monétaire » : $\downarrow M$ ou $\uparrow i_{CT}$

Exemple : le cadre opérationnel de la politique monétaire européenne (Banque centrale européenne (2004), *La politique monétaire de la BCE*, chapitre 4)

« Pour atteindre son objectif principal, l'Eurosystème dispose d'un ensemble d'instruments et de procédures de politique monétaire qui constitue le cadre opérationnel utilisé pour mettre en œuvre la politique monétaire unique. »

« La stratégie détermine le niveau des taux d'intérêt du marché monétaire nécessaire au maintien de la stabilité des prix à moyen terme »

« Le cadre opérationnel détermine le moyen de parvenir à ce niveau de taux à l'aide des instruments de politique monétaire disponibles. »

Deux types d'opérations pour la conduite de la politique monétaire :

1- Les opérations d'*open market* (catégorie principale) :

opérations exécutées à l'initiative de la banque centrale, en général sur le marché monétaire.

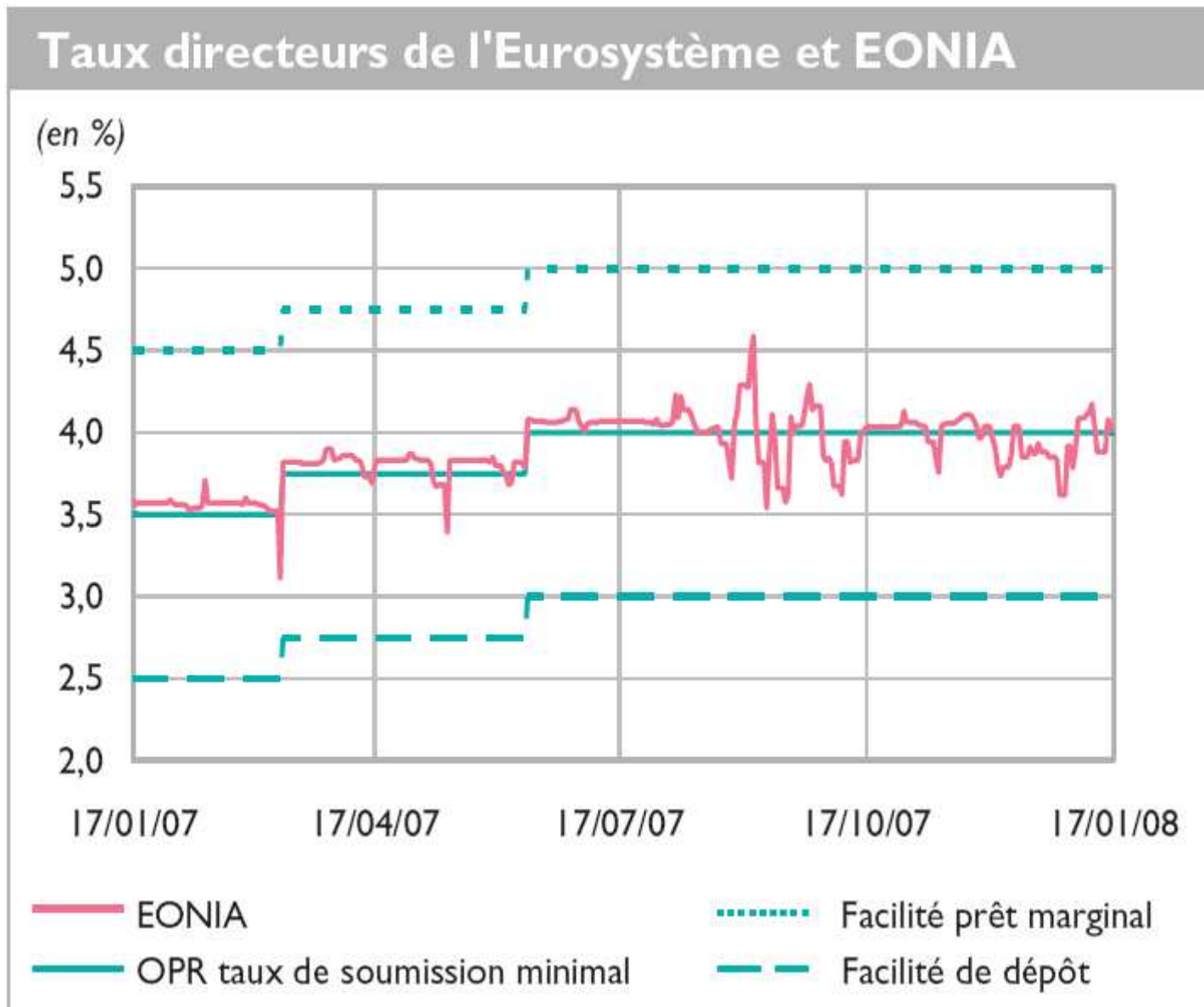
- « Les opérations principales de refinancement sont les opérations d'*open market* les plus importantes et constituent l'instrument essentiel de la politique monétaire de l'Eurosystème. »
- Il s'agit de prêts
 - consentis en échange de garanties (protéger contre risques financiers)
 - habituellement sous forme d'opérations de cession temporaire.

2- Les facilités permanentes :

« afin de contrôler les taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire et, plus particulièrement, de limiter leur volatilité »

- à l'initiative des contreparties de l'Eurosystème (banques commerciales)
- facilité de prêt marginal (à un taux d'intérêt habituellement nettement supérieur au taux du marché monétaire → taux plafond)
- facilité de dépôt (à un taux d'intérêt habituellement nettement inférieur à celui du marché → taux plancher)
- les établissements de crédit n'utilisent généralement les facilités permanentes que s'il n'existe pas de solutions alternatives.
- l'accès à ces facilités n'est pas limité (mises à part les exigences en matière de garanties pour la facilité de prêt marginal),

Chapitre 3 : Les canaux de transmission de la politique monétaire - INTRODUCTION



source : Bulletin Mensuel de la Banque de France n°169, janvier 2008

PLAN

Introduction : cadre opérationnel de la politique monétaire

1- Exposé schématique des canaux de transmission.

2- Evaluation empirique des canaux de transmission.

Conclusion

1.1- Le canal traditionnel du taux d'intérêt :

Canal de base du modèle keynésien :

Expansion monétaire

→ ↓ taux d'intérêt réel

→ ↑ investissement (entreprises et ménages)

→ ↑ demande agrégée

investissement des entreprises = Formation Brute de Capital Fixe

investissement des ménages = achats de logements

→ savez-vous expliquer « ↓ taux d'int. réel → ↑ invest. » ?

L'investissement dépend du taux d'intérêt *réel* de *long* terme.
La BC contrôle le taux d'intérêt *nominal* de *court* terme.

a- Comment « \downarrow tx d'int. nom. CT \rightarrow \downarrow tx d'int. nom. LT » ?

\rightarrow La *structure par terme* des taux d'intérêt

courbe des taux = représentation des taux d'intérêt de diverses obligations (d'une catégorie donnée, typiquement obligations d'État) en fonction de leur maturité

« croissante » : taux longs $>$ taux courts (structure normale)

« plate » : taux longs = taux courts

« décroissante » ou « inversée » : taux longs $<$ taux courts.

La théorie des anticipations (Lutz 1940)

« taux d'intérêt à LT = moyenne des taux CT futurs anticipés »

Hypothèses :

- parfaite substituabilité des obligations de maturité différentes
- indifférence de l'acheteur à la maturité
- neutralité au risque de réinvestissement

La théorie de la préférence pour la liquidité (Hicks 1946)

« taux d'intérêt à LT = moyenne des taux CT futurs anticipés
+ prime de liquidité »

→ les obligations de maturités différentes sont *imparfaitement* substituables (risque de taux d'intérêt sur les obligations à long terme devant être compensé par prime).

La théorie de l'habitat préféré (Modigliani & Sutch 1966)

« les investisseurs ont une préférence pour des obligations d'une certaine maturité (leur *habitat préféré*) »

→ ils n'acceptent de détenir des maturités différentes que si leur rendement anticipé est supérieur (« prime d'habitat »).

→ les comportements des arbitragistes peuvent « lisser » la courbe des taux

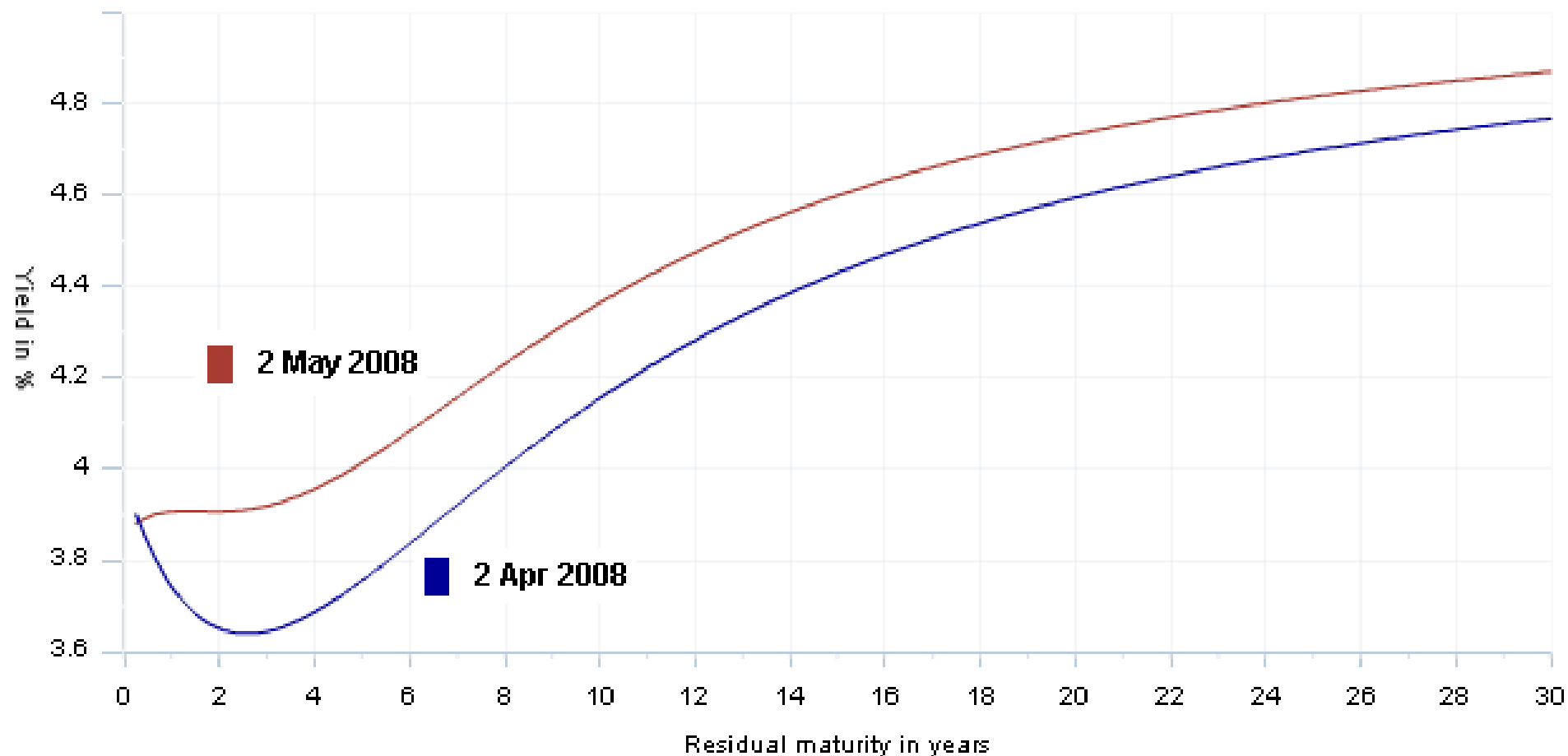
→ si les prêteurs ont un « habitat préféré » correspondant à un horizon court, on retrouve la théorie de la préférence pour la liquidité.

Explication de la structure par termes des taux d'intérêt :

- formes de la courbe des taux : croissante si anticipation de hausse des taux, inversée si anticipation de baisse, plate si anticipation de stabilité
- courbe habituellement croissante : à cause de la prime de liquidité (ou d'habitat préféré).
- d'une structure croissante plus probable quand les taux courts sont bas : taux bas → anticipation de hausse (retour vers la moyenne) → taux longs > taux courts

- des changements conjoints des taux de maturités différentes : **une hausse des taux courts entraîne celle des taux longs à anticipations inchangées...**

<http://www.ecb.int/stats/money/yc/html/index.en.html>



b- Comment « ↓ tx d'int. nominal → ↓ tx d'int. réel » ?

→ Rigidité des prix

NB : la politique monétaire peut stimuler l'économie même si les taux d'intérêt nominaux sont bas

Expansion monétaire

→ ↑ inflation anticipée

→ ↓ taux d'intérêt réel

→ ↑ investissement → ↑ demande agrégée

débat keynésiens / monétaristes sur la « trappe à liquidités ».

1.2- Canaux des autres prix d'actifs :

Débat empirique sur l'effet du taux d'intérêt sur le coût du capital

Critique monétariste du modèle ISLM qui insiste sur l'effet du taux d'intérêt et néglige les effets des autres prix d'actifs.

Deux actifs importants en dehors des obligations :

- devises
- actions

1.2.1- Le canal du taux de change :

canal important en économie ouverte + taux de change flexible

Expansion monétaire

→ ↓ taux d'intérêt réel

→ sorties de capitaux

→ dépréciation de la monnaie nationale
(↓ taux de change)

→ ↑ exportations nettes

→ ↑ demande agrégée

Dysfonctionnements possibles :

- courbe en J : effet-prix de la dépréciation plus rapide que l'effet-volume.

La dépréciation a un effet plus rapide sur l'inflation (prix des importations) que sur la demande agrégée en volume.

→ cf. politique de l'euro fort de la BCE.

- politique de prix des exportateurs :

Des exportateurs peuvent profiter de la dépréciation de la monnaie NON pour baisser le prix des exportations et augmenter leur volume, MAIS pour augmenter leurs marges (tarification en monnaie locale, *local currency pricing*).

Des exportateurs ont un pouvoir de marché qui leur permet de fixer les prix en fonction des conditions locales de demande et de concurrence (*pricing-to-market*), dans un objectif de rentabilité, pas de volume de ventes.

1.2.2- Le canal du cours des actions :

Effet de la politique monétaire sur le cours des actions :

- expansion monétaire \rightarrow excès de liquidité \rightarrow \uparrow dépenses, en particulier : \uparrow achats d'actions \rightarrow \uparrow cours
conception plutôt monétariste
- expansion monétaire \rightarrow \downarrow taux d'intérêt \rightarrow \downarrow demande d'obligation, \uparrow demande d'actions \rightarrow \uparrow cours
conception plutôt keynésienne

a- La théorie du coefficient q de Tobin (1969)

$$q = \frac{\text{valeur boursière du capital installé}}{\text{coût de remplacement du capital}}$$

L'investissement des entreprises est une fonction croissante de q.

↑ q → ↑ investissement

Si $q > 1$...

...valeur boursière de l'entreprise $>$ coût de remplacement du capital

la bourse valorise le capital
installé à un niveau plus élevé
que le coût de remplacement \Rightarrow Investir augmente la valeur
boursière de l'entreprise
(richesse des actionnaires)

Si $q < 1$...

...valeur boursière de l'entreprise $<$ coût de remplacement du capital

la bourse valorise le capital
installé à un niveau plus bas
que le coût de remplacement \Rightarrow Mieux vaut racheter des
entreprises qu'investir en
capital physique

Expansion monétaire

→ ↑ cours des actions

→ ↑ q de Tobin

→ ↑ investissement

→ ↑ demande agrégée

b- Effets de Richesse (Modigliani 1971)

Modèle du « cycle de vie »

La consommation des ménages dépend de la richesse :

↑ richesse → ↑ consommation courante

richesse = somme actualisée des dotations (héritage, revenus) sur toute la durée de vie

richesse actuelle = patrimoine effectif + capacité d'emprunt
(immobilier, financier...) (revenus *futurs* prévus)

richesse actuelle = capital « matériel » + capital « humain »
(actifs physiques, financiers) (Revenus du travail)

Expansion monétaire

→ ↑ cours des actions

→ ↑ richesse

→ ↑ consommation

→ ↑ demande agrégée

1.2.3- Canal des prix des logements et des terrains :

Logements et terrains font partie du « capital »...
Les mécanismes précédents s'appliquent.

a- Application du q de Tobin à l'immobilier

$$q = \frac{\text{prix de l'immobilier ancien}}{\text{coût de construction}}$$

b- L'immobilier fait partie de la richesse

Expansion monétaire

→ ↑ dépenses

→ ↑ prix de l'immobilier

→ ↑ q de Tobin

→ ↑ construction

→ ↑ richesse des ménages

→ ↑ consommation

→ ↑ demande agrégée

1.3- Les canaux du crédit :

rôle des asymétries d'information sur les marchés financiers

Asymétrie d'information : lors d'une transaction, une partie connaît insuffisamment l'autre pour prendre des décisions efficaces.

- Un entrepreneur qui veut emprunter connaît mieux le rendement potentiel et le risque associés à son projet que le prêteur.
- Les gestionnaires d'une société savent s'ils sont honnêtes, ou s'ils disposent d'une meilleure information sur la solidité de l'entreprise que les actionnaires.

Asymétrie d'information → problème d'anti-sélection

→ problèmes avant que la transaction soit réalisée

- les agents qui désirent le plus obtenir un prêt (et sont disposés à payer un taux d'intérêt élevé) sont ceux qui sont porteurs du risque de crédit potentiellement le plus élevé ; si le prêteur ne peut pas distinguer le *type* d'emprunteur, il peut préférer ne pas prêter du tout (l'anti-sélection accroît les chances de prêter à des emprunteurs à risque)...
- en cas de hausse du taux d'intérêt, seuls les emprunteurs les plus risqués continuent à demander des prêts (d'où l'idée d'anti-sélection)

Asymétrie d'information → problème de risque moral

→ problèmes après réalisation de la transaction.

- le risque que l'emprunteur s'engage dans des actions considérées comme indésirables par le prêteur (elles diminuent la probabilité de remboursement du prêt par exemple) → asymétrie d'info empêche de s'assurer que l'emprunteur fait les efforts de remboursement souhaités.
- le risque que l'emprunteur se déclare en faillite → asymétrie d'info sur le résultat effectif

Nature et conséquences de l'anti-sélection dans les financements

La mauvaise qualité se rencontre sur les marchés financiers (des titres de dette, obligations, et de fonds propres, actions)

	firmes de « bonne qualité »	firmes de « mauvaise qualité »
marché des actions	profit attendu élevé, risque faible	profit attendu faible, risque élevé
marché des obligations	risque de défaillance faible	risque de défaillance élevé

Actions : si l'investisseur (acheteur potentiel d'actions) ne distingue pas les firmes de bonne qualité des firmes de mauvaise qualité et est prêt à payer un prix qui reflète la qualité moyenne des entreprises (neutralité au risque) :

- les propriétaires d'une firme de bonne qualité trouvent que leur entreprise est sous-évaluée et ne veulent pas vendre ;
- les propriétaires d'une firme de mauvaise qualité trouvent que leur entreprise est surévaluée et vendent ;
- l'investisseur sait alors que seules les entreprises de mauvaise qualité sont à vendre, et n'achètent pas.

→ peu de firmes lèvent des fonds sur le marché des actions

Obligations : si l'investisseur (acheteur potentiel d'obligations) ne distingue pas les firmes de bonne qualité des firmes de mauvaise qualité et est prêt à prêter à un taux qui reflète la qualité moyenne des entreprises, c'est à dire qui couvre le risque moyen de défaillance (neutralité au risque) :

- les propriétaires d'une bonne firme comprennent qu'ils paient un taux d'intérêt trop élevé et ne veulent pas emprunter ;
- les propriétaires d'une mauvaise entreprise sont les seuls à emprunter ;
- l'investisseur refuse de prêter...

→ peu de firmes lèvent des fonds sur le marché des obligations

Le collatéral et l'actif net

L'anti-sélection n'affecte le fonctionnement du marché des dettes que si le prêteur subit une perte quand l'emprunteur est défaillant (et ne rembourse pas).

→ Les conséquences de l'anti-sélection peuvent être réduites si le prêteur peut saisir un actif quand l'emprunteur est défaillant (le **collatéral** ou garantie)

L'actif net (valeur nette ou fonds propres = valeur de l'actif – valeur des dettes et engagements) peut jouer un rôle comparable au collatéral.

- ce qu'un prêteur peut récupérer en cas de faillite
- plus l'actif net est élevé, plus le risque de défaut est faible

Les **intermédiaires financiers** (en part. banques) peuvent contribuer à résoudre l'anti-sélection.

- experts dans la production d'information sur les emprunteurs ;
- capables de classer les bons et les mauvais risques
- capables d'exiger des garanties, et de les saisir en cas de non remboursement ;
- capables de collecter des fonds auprès des déposants pour les prêter aux bons emprunteurs, en dégageant un profit (marge d'intérêt) qui couvre les coûts de collecte/traitement d'info.

Nature et conséquences du risque moral dans les financements

Les contrats de fonds propres (émission d'actions ordinaires par exemple) donnent droit à une part des bénéfices (et des actifs) de l'entreprise.

→ une **relation d'agence** qui comporte du risque moral.

La relation d'agence :

Le mandant (« principal »)	délègue une tâche (action, décision)	à un mandataire (« agent »)
le propriétaire (actionnaire)	la gestion de l'entreprise	gestionnaire (dirigeant)

Risque moral dans les contrats de fonds propres :

Les gestionnaires peuvent agir dans leur propre intérêt plutôt que dans celui des actionnaires, surtout quand les dirigeants ne possèdent qu'une toute petite part du capital (détournements de fonds à des fins personnelles, dépenses somptuaires, stratégies mises en œuvre pour accroître le pouvoir personnel plutôt que la profitabilité)

→ Pb de « gouvernance » dû à la séparation entre propriété et gestion de l'entreprise.

Les actionnaires peuvent réduire le risque moral en en contrôlant les activités de l'etp, en lançant des audits, en vérifiant les résultats de la gestion des dirigeants (produire de l'information !)

Le contrôle et la vérification peuvent être coûteux en temps, en argent, en compétences.

+ pb de **passager clandestin** :

- si d'autres actionnaires vérifient les résultats, inutile de le faire soi-même...
- le pb du passager clandestin affaiblit le contrôle

Les contrats de dette (l'emprunteur paye des sommes à intervalles régulier) nécessitent un contrôle moins fréquent de l'etp que le contrat de fonds propres :

- si l'etp réalise des bénéfices (d'exploitation) suffisants, le créancier est payé et n'a pas besoin de vérifier les résultats de l'etp (contrairement aux actionnaires) ;
- si (et seulement si) l'etp réalise des bénéfices insuffisants, les prêteurs doivent (comme les actionnaires) vérifier les résultats (cessation de paiement effective)

Risque moral dans les contrats de dette :

Un contrat de dette exige que l'emprunteur paie un montant fixe, mais lui laisse tous les profits supérieurs à ce montant

→ L'emprunteur est incité à entreprendre des projets plus risqués que ceux que choisirait le prêteur.

→ L'emprunteur est incité à se déclarer en faillite pour ne pas rembourser.

L'actif net fournit des éléments pour réduire le risque moral.

- quand l'actif net est plus élevé, l'emprunteur est plus exposé au risque
- il a davantage à perdre en investissant dans le projet risqué
- il est davantage incité à se comporter comme l'espère et le désire le prêteur

Les intermédiaires financiers (en part. banques) peuvent contribuer à résoudre le risque moral.

- experts dans la production d'information sur les emprunteurs (vérification des résultats) ;
- capables d'imposer des clauses restrictives dans les contrats, et de les faire respecter ;
 - *décourager les comportements indésirables* (contraintes sur l'utilisation des fonds, pour tel usage précis...)
 - *encourager un comportement désirable* (ex : souscrire une assurance-décès dans le cas d'un prêt hypothécaire)
 - *préserver la valeur du collatéral* (souscrire une assurance IARD en cas de prêt auto ou immobilier)
 - *fournir une information* (obligation de l'emprunteur de fournir des comptes, droit de prêteur d'ordonner un audit...)

- capables d'écarter les passagers clandestins dans la mesure où ils consentent des prêts privés (d'autres créanciers n'observent ni les contrôles, ni leurs résultats)

- Les intermédiaires financiers (en part. banques) jouent un rôle de premier plan dans les financements.
 - financements directs (crédit)
 - financements indirects (achats d'actions, d'obligations)

1.3.1- Le canal du crédit bancaire :

Rôle spécifique des banques pour résoudre les problèmes d'asymétrie d'information.

→ Certains emprunteurs n'auront pas accès aux marchés de crédit s'ils n'empruntent pas auprès d'elles (PME...).

Expansion monétaire (↑ liquidité bancaire)

→ ↑ dépôts bancaires

→ ↑ prêts bancaires

→ ↑ investissement

→ ↑ demande agrégée

Inversement :

Restriction monétaire

→ ↓ dépôts bancaires

→ ↓ prêts bancaires (*)

→ ↓ investissement

→ ↓ demande agrégée

(*) s'il n'existe pas de parfaite substituabilité pour les banques commerciales entre dépôts et autres sources fonds.

Cf. réglementation US jusqu'au milieu des années 1980 :

- émission de certificats de dépôts soumis à réserves obligatoires
- réglementation Q plafonnant la rémunération des dépôts

1.3.2- Les canaux des bilans :

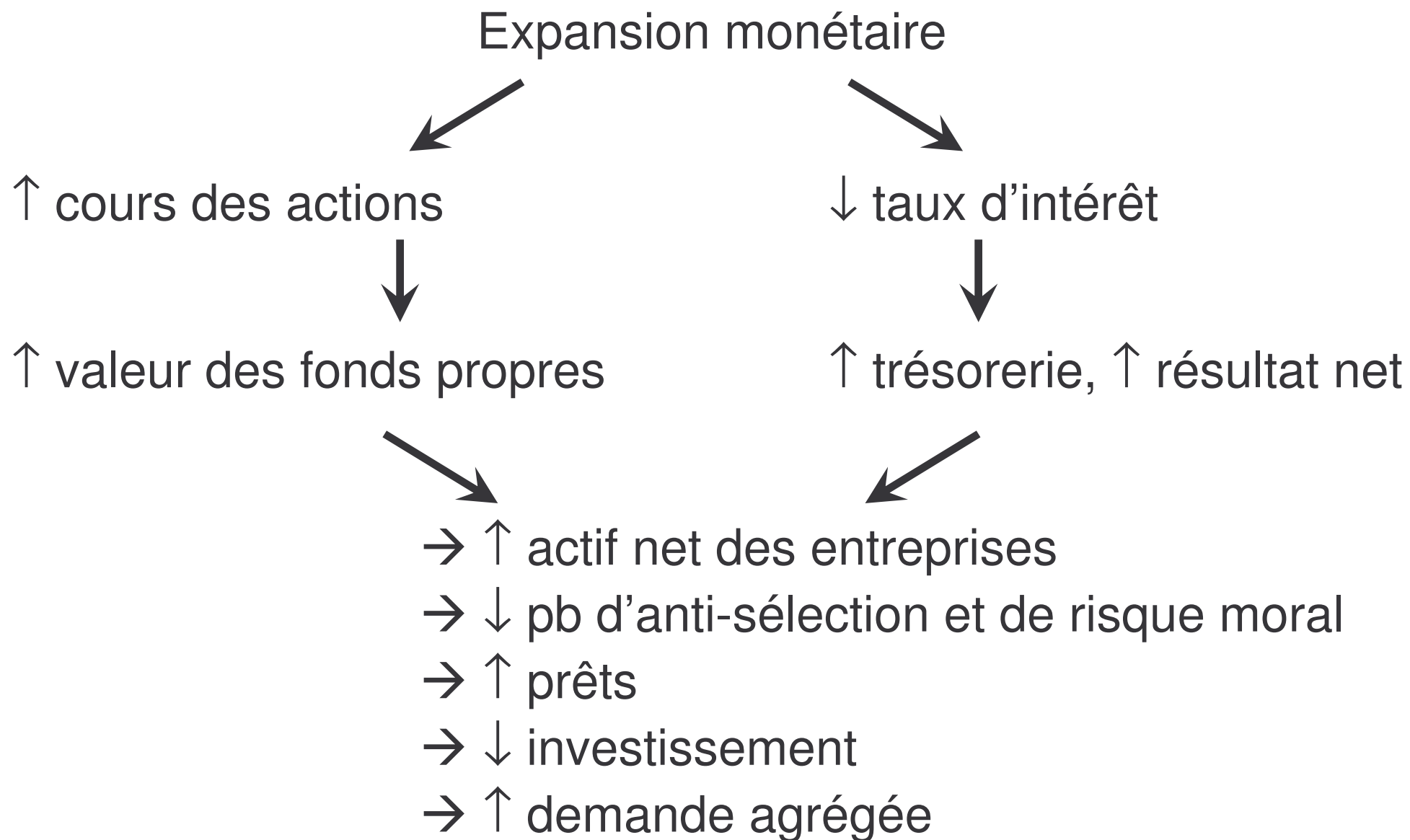
Rôle spécifique de l'actif net des entreprises pour la résolution des problèmes d'anti-sélection et de risque moral dans les financements.

↓ actif net des entreprises

→ aggravation des pb d'anti-sélection et de risque moral

→ ↓ prêts

→ Des canaux de transmission de la politique monétaire.



Expansion monétaire

→ ↓ taux d'intérêt

→ ↓ pb d'anti-sélection

→ ↓ rationnement du crédit (*)

→ ↑ prêts

→ ↓ investissement

→ ↑ demande agrégée

(*) cf. Stiglitz & Weiss (1981) : le rationnement du crédit est une réponse au problème d'anti-sélection.

→ Refuser d'accorder des prêts, même à des emprunteurs qui sont prêts à payer un taux d'intérêt donné, ou plus élevé.

Le rationnement du crédit

1^{ère} forme : refus d'accorder un prêt à un emprunteur, *quelque soit le montant* (même à un taux plus élevé)

- Anti-sélection \Rightarrow les plus risqués sont prêts à payer plus cher
- Monter le taux accroît le pb d'anti-sélection (\uparrow probabilité de prêter à de mauvais risque)

2^{ème} forme : accorder un prêt *d'un montant inférieur*

- Pour se préserver du risque moral en forçant l'emprunteur à augmenter son apport personnel.
- L'emprunteur a plus à perdre en cas de défaut : il est incité à ne pas prendre de risque excessif.

Expansion monétaire

- ↑ prix (non anticipée)
- ↓ valeur réelle des dettes (*)
- ↑ actif net des entreprises
- ↓ pb d'anti-sélection et de risque moral
- ↑ prêts
- ↓ investissement
- ↑ demande agrégée

(*) cf. mécanisme de « déflation par la dette » (Fischer 1933) dans le cas d'une baisse des prix non anticipée.

1.3.3- Les canaux du patrimoine des ménages :

a- canal du crédit :

→ les ménages n'auront pas accès aux marchés de crédit s'ils n'empruntent pas auprès des banques.

Expansion monétaire

→ ↑ dépôts bancaires

→ ↑ prêts bancaires

→ ↑ consommation de biens durables
achats de logements

→ ↑ demande agrégée

b- effets de liquidité

Les biens durables et immobiliers sont peu liquides.

- asymétries d'information sur les biens d'occasion (Akerlof 1970)
- coûts de transaction élevés

→ biens difficiles à revendre en cas de difficultés financières
→ si les ménages anticipent qu'ils ont une probabilité élevée de connaître des difficultés, ils ne s'engageront pas dans l'achat de tels biens, mais détiendront davantage d'actifs financiers, plus liquides.

Expansion monétaire

- ↑ cours des actions
- ↑ valeur des actifs financiers
- ↓ probabilité estimée de difficultés financières
 - ↑ consommation de biens durables
 - achats de logements
 - ↑ demande agrégée

Effets inverse en cas de restriction monétaire

NB : ici, c'est la réticence des emprunteurs à dépenser et non la réticence des banques à prêter (canaux du crédit et des bilans) qui est au cœur du mécanisme de transmission.

PLAN

Introduction : cadre opérationnel de la politique monétaire

1- Exposé schématique des canaux de transmission.

2- Evaluation empirique des canaux de transmission.

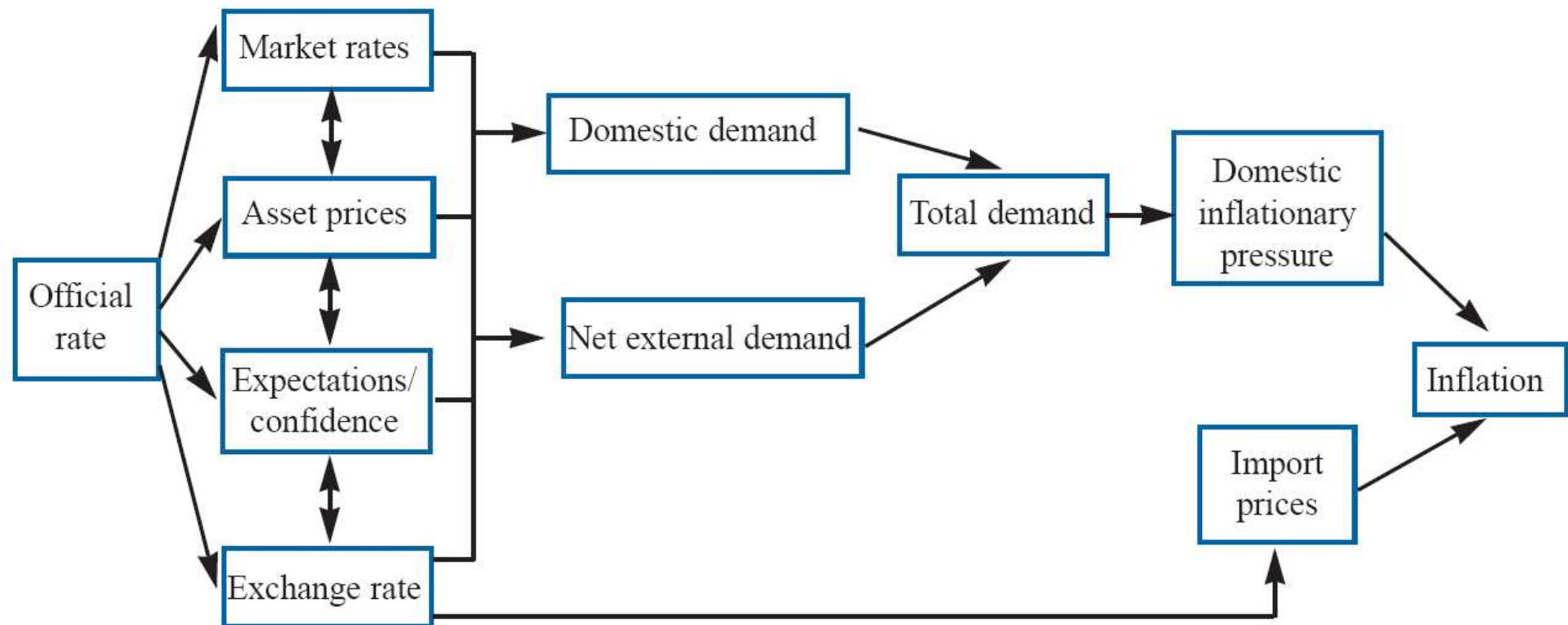
Conclusion

2.1- Schémas de transmission

Cas du Royaume Uni :

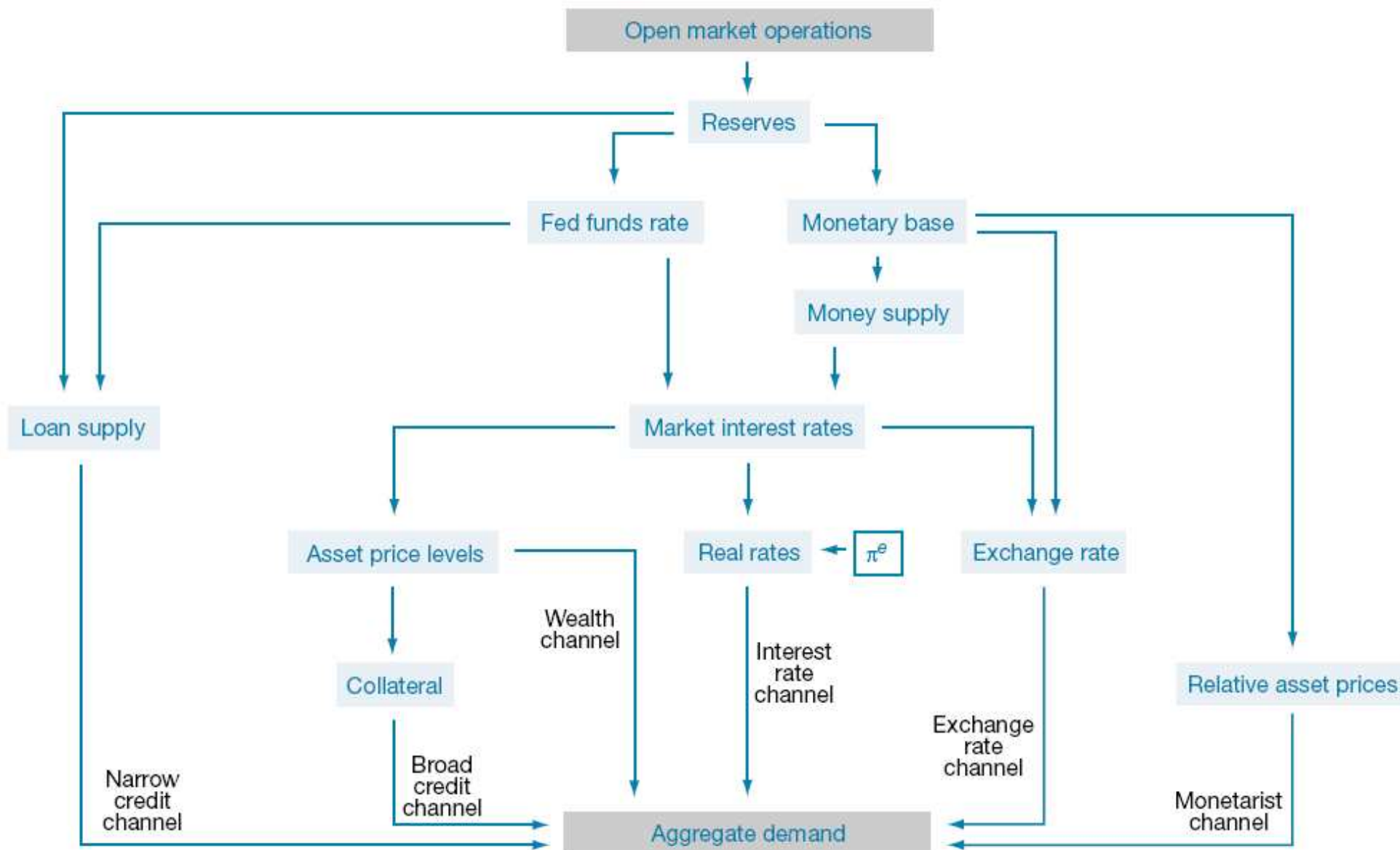
Source : The Monetary Policy Committee, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/monetary/montrans.pdf>

The transmission mechanism of monetary policy



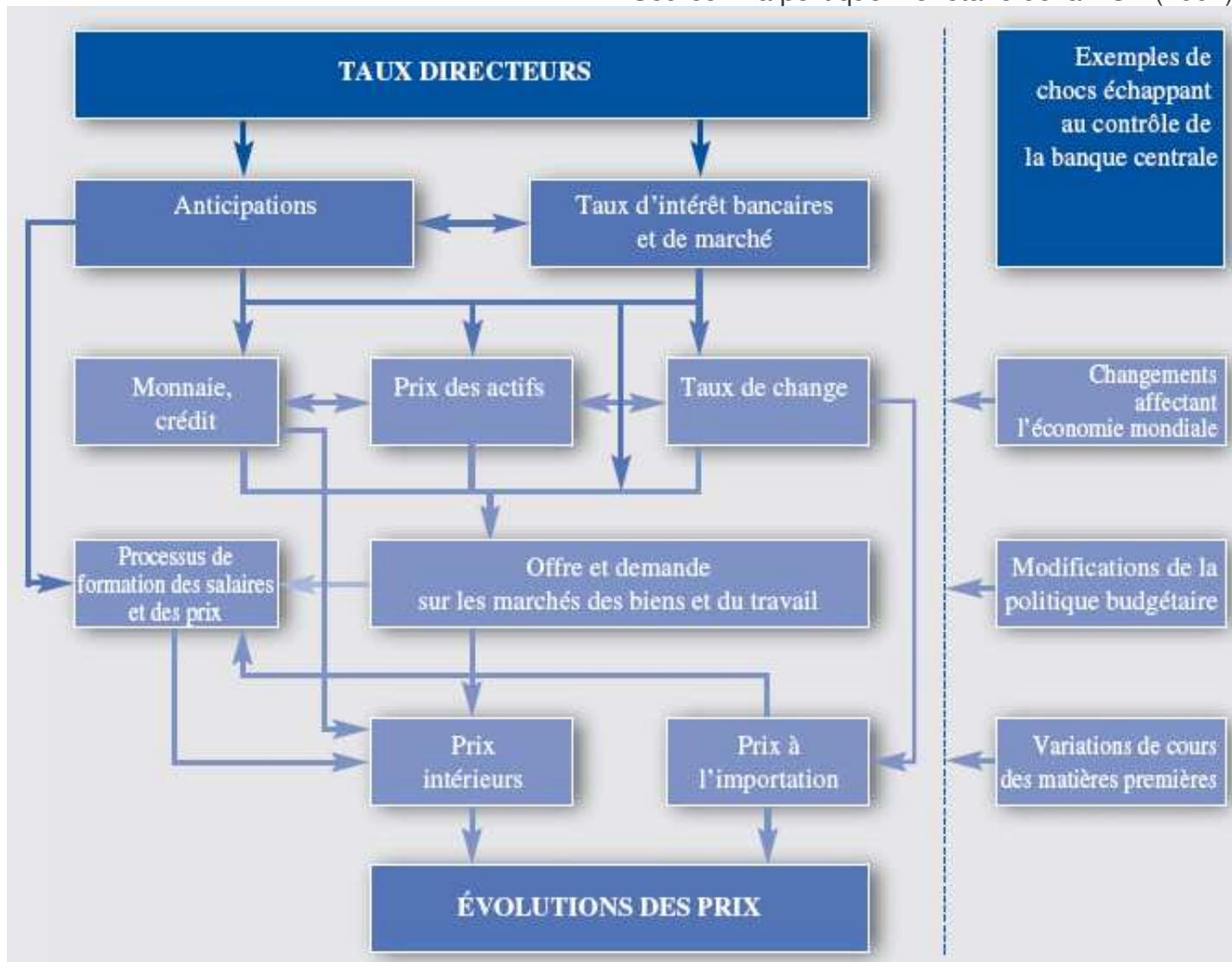
Cas des Etats-Unis :

Source : Kuttner & Mosser, FRBNY Economic Policy Review, May 2002 - <http://www.newyorkfed.org/research/epr/02v08n1/0205kutt.pdf>



Cas de la zone Euro :

Source : La politique monétaire de la BCE (2004), p. 45 www.ecb.int



2.2- Difficultés de mesure empirique

3 types de difficultés pour mesurer empiriquement les différents canaux de transmission de la politique monétaire.

1 °- Endogénéité de la politique monétaire

2 °- Simultanéité des canaux

3 °- Changement d'intensité des canaux

1 °- Endogénéité de la politique monétaire

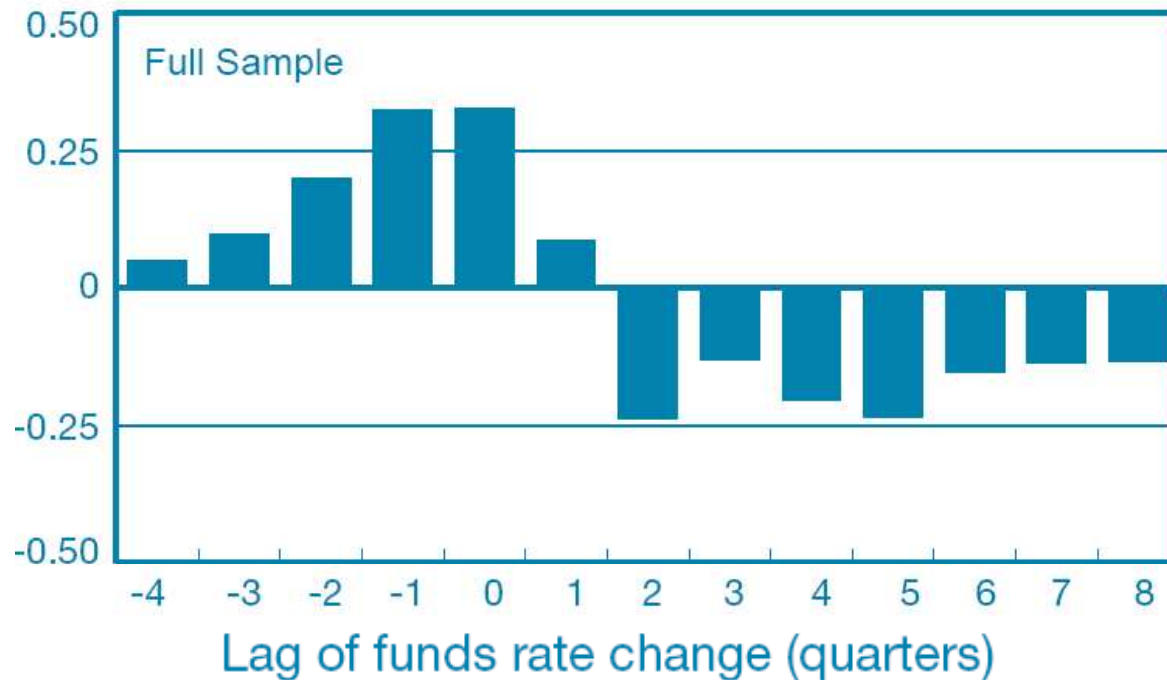
La politique monétaire réagit de manière contracyclique :

- relâchement en cas de ralentissement de l'activité
- resserrement en cas d'accélération de l'activité

Cas des Etats-Unis :

(Kuttner & Mosser, FRBNY Economic Policy Rev, May 2002)

Corrélations entre croissance du PIB réel et changements retardés du taux des fonds fédéraux (1954 – 2000)



Corrélation positive entre croissance du PIB et changements contemporains de taux d'intérêt (retard = 0) :

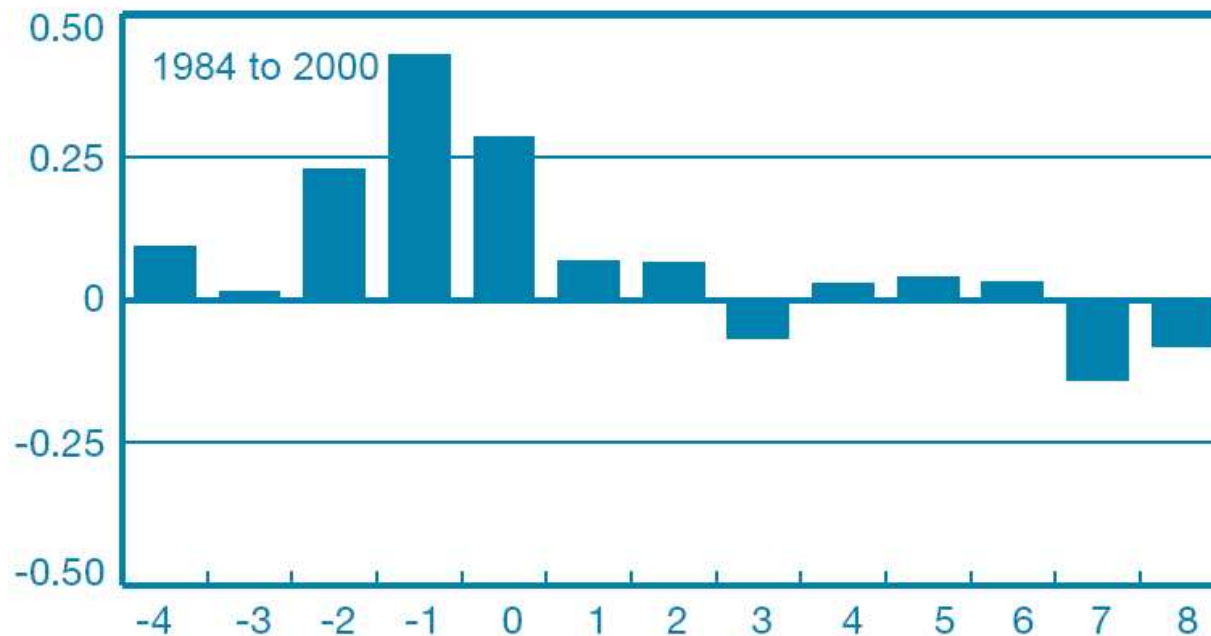
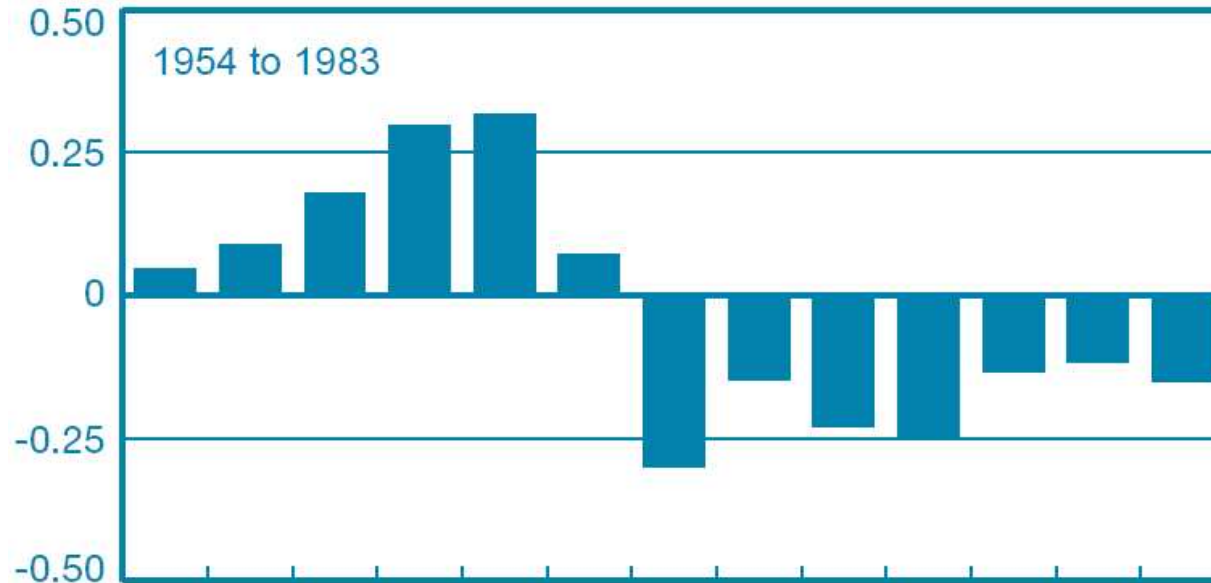
$\uparrow i \Rightarrow \uparrow \mathbf{PIB} ?$

Non : réaction de la BC à accélération trop rapide de la croissance

$\uparrow \mathbf{PIB} \Rightarrow \uparrow i$

L'effet restrictif de $\uparrow i$ apparaît après 2 trimestres (corrélation < 0 avec retard = 2)

Chapitre 3 : Les canaux de transmission de la politique monétaire - 2- Evaluation empirique



Le lien entre i et PIB a changé au cours du temps.

- corrélation + forte entre ΔPIB et Δi futures (lag<0) : comportement plus 'préemptif' de la BC.
- corrélation – forte entre ΔPIB et Δi passées (lag>0) : politique monétaire ... plus efficace (meilleure stabilisation du PIB \Rightarrow corrélation moins forte)

Solutions :

- Modèle VAR (Vector Auto-Regression) : estimer un modèle économétrique qui permet de purger les effets systématiques de l'inflation du PIB sur le taux d'intérêt pour en extraire les « chocs » de politique monétaire.

Mais :

- *chocs* peuvent représenter des erreurs de spécification ;
- *chocs* = changements ponctuels \neq systématiques ;
- BC n'agit pas de manière « aléatoire »

Méthode adaptée pour résoudre le problème d'endogénéité, montrant une réponse plausible de l'éco à la pol. monétaire.

- Modèle théorique fondé sur des comportements microéconomiques explicites, *calibré* pour reproduire les comportements macroéconomiques observés, utilisé pour expérimenter des changements de politique monétaire.

Mais :

- il faut estimer des paramètres plausibles pour la calibration... c'est à ce moment que se pose le problème d'endogénéité.

- Modèles microéconomiques (en coupe transversale) : étudier au niveau de l'entreprise la sensibilité de l'investissement au taux d'intérêt (canal du taux d'intérêt), et aux revenus (canal des bilans)

Mais :

- problème d'endogénéité au niveau microéconomique : la décision d'investir peut affecter le coût du financement...
- problème d'agrégation des comportements pour obtenir des conclusions macroéconomiques

Etudes utiles pour comprendre les effets « distributifs »...

2°- Simultanéité des canaux

Opération simultanée des différents canaux.

Ex : on observe $\uparrow i_{CT} \rightarrow \downarrow \text{production et } \downarrow \text{prêts}$

Difficile de cerner la causalité :

- canal du taux d'intérêt :

$\uparrow i_{CT} \rightarrow \downarrow \text{production} \rightarrow \downarrow \text{demande de prêts}$

- canal du crédit : $\uparrow i_{CT} \rightarrow \downarrow \text{production et } \downarrow \text{prêts}$

$\uparrow i_{CT} \rightarrow \downarrow \text{offre de prêts} \rightarrow \downarrow \text{production}$

Canal des bilans = « accélérateur financier »

Solutions :

- Utiliser un modèle économétrique : « fermer » un canal et comparer les effets d'une politique donnée avec canal « ouvert »

3°- Changement d'intensité des canaux

Des changements institutionnels sont progressifs par nature :

- titrisation
- désintermédiation
- détention d'actifs par les ménages
- financement du logement

→ Leurs effets sur les canaux de transmission sont difficiles à détecter (éventuellement sur très longue période).

PLAN

Introduction : cadre opérationnel de la politique monétaire

1- Exposé schématique des canaux de transmission.

2- Evaluation empirique des canaux de transmission.

Conclusion

Innovations financières et efficacité de la pol. monétaire

Bulletin de la Banque de France N° 168, Décembre 2007

« Les multiples innovations financières de ces dernières années ont modifié en profondeur les mécanismes de transmission de la politique monétaire. »

Les innovations financières ...

- constituent des chocs pour l'économie
- peuvent se traduire par des changements structurels
- sont difficiles à anticiper, détecter et mesurer en temps réel.

Exemple : introduction des CDS (*credit default swaps*) → meilleure gestion du risque de défaillance → ↑ offre de crédit

a- Les innovations financières ont rendu l'économie plus réactive aux décisions de politique monétaire car plus sensible aux modifications de taux d'intérêt.

innovations financières

→ ↑ financements de marché

→ désintermédiation

→ ↓ transmission de pol. monétaire *via* le canal des banques

mais :

→ ↑ incidence directe des modifications de taux.

b- Les innovations financières ont introduit ou accentué le caractère non linéaire et asymétrique des réactions aux décisions de politique monétaire et les ont rendues plus incertaines.

→ modification de la nature même du canal des taux d'intérêt

En effet, les innovations financières facilitent la prise de risque.



Or la prise de risque ne varie pas de façon linéaire avec le niveau des taux d'intérêt

En période prolongée de bas taux d'intérêt...

→ recherche de surcroûts de rendement

→ ↑ demande d'actifs risqués

→ ↓ primes de risque

→ ↑ efficacité du canal des taux d'intérêt



Mais *in fine* cela favorise la formation de bulles

→ incertitude dans l'efficacité du canal des taux d'intérêt.

Lorsque la bulle éclate

→ réintermédiation

→ les canaux bancaires habituels redeviennent déterminants (capacité des banques à se financer, niveau des fonds propres)

c- La portée des innovations financières a été singulièrement renforcée par les modifications de méthodes comptables et la généralisation de la comptabilisation en prix de marché.

↑ “accélérateur financier”,

niveau du prix des actifs → niveau du crédit → économie réelle



fonctionne aujourd’hui, à la baisse (crise des « subprimes » 2007).

Conséquences :

- dynamique procyclique
- aggravation des incertitudes
- questionnement sur la solidité du système financier
- réactions monétaires plus fortes que ce qui serait nécessaire autrement (cf. décisions du Système fédéral de réserve).

d- Quelles les conséquences pour la stratégie de politique monétaire européenne ?

Les deux piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE...

- 1- L'analyse économique (l'évaluation des évolutions économiques et financières actuelles et des risques à court et à moyen termes qui en découlent pour la stabilité des prix).
- 2- L'analyse monétaire (rôle particulier accordé à la monnaie au sein de la gamme des indicateurs-clés)

Le pilier monétaire prend une importance toute spécifique :

au-delà des agrégats de monnaie, suivre de près

- les crédits
- l'ensemble des indicateurs de financement des ménages et des sociétés non financières, (banques et non-banques, crédits et titres, encours, flux et taux)

Les banques centrales doivent porter une attention toute particulière aux règles prudentielles et comptables afin qu'elles réduisent et non accroissent le dilemme existant entre la recherche de la stabilité des prix et celle de la stabilité financière.

(Stabilité financière comme objectif des banques centrales)