

## "Les banques centrales doivent-elles réagir aux mouvements des prix d'actifs ?"

Grégory Levieuge

(Résumé de thèse)

S'il convient d'être très prudent concernant l'accroissement éventuel de la volatilité des prix d'actifs, l'instabilité financière quant à elle s'est aggravée avec l'essor de la gestion institutionnelle et les risques d'insolvabilité des agents. Les déconnexions plus fréquentes et persistantes des prix d'actifs à leurs fondamentaux contribuent à rendre les économies plus sensibles aux chocs financiers.

Car si la plus forte cyclicité des économies suscite encore des discussions, il fait moins de doutes que l'incidence des chocs financiers sur la sphère réelle s'est renforcée. En même temps que s'accroît l'exposition des agents aux marchés financiers, la dynamique du crédit participe insidieusement à cette intégration. Alors que la valorisation des prix d'actifs stimule l'activité économique, les comportements euphoriques des prêteurs et des emprunteurs font peser une menace sur le système financier. Car une fois la tendance brisée, la révélation de la dégradation des bilans peut entraîner une crise financière et un effondrement du pouvoir allocatif des marchés. L'expérience du Japon ou des pays scandinaves témoigne de la sévérité de l'impact des prix d'actifs sur les systèmes de financement et donc sur l'équilibre macroéconomique. De ce fait, la question de la responsabilité des mouvements financiers dans l'amplification des cycles d'activité a resurgi au début des années 1990 et se pose de nouveau dans le contexte actuel. Quels que soient les pays, le rôle des facteurs financiers ne manque pas d'être souligné.

Il est intéressant de se demander comment les autorités – et en premier lieu les banques centrales – se sont adaptées à ce contexte. A. Greenspan a, en quelque sorte, ouvert la voie du débat en s'inquiétant publiquement, en 1996, de l'*exubérance irrationnelle* des marchés financiers.

Force est de reconnaître que les stratégies de politique monétaire ont connu des avancées considérables depuis une quinzaine d'années. Les banques centrales sont parvenues à convaincre qu'elles avaient la volonté et les moyens de stabiliser les prix. Mais toutes les questions ne sont pas réglées pour autant. Si le cycle d'inflation est considérablement maîtrisé, le traitement de l'instabilité conjoncturelle – imputable aux facteurs financiers – n'est pas satisfaisant. De plus, par le passé, les interventions des banques centrales, dont on devine qu'elles ont été motivées par des considérations financières, suscitent certaines interrogations. Par exemple, le comportement de la *Reserve Federal* américaine, dans la foulée des troubles financiers de 1987 ou 1998 éveille des soupçons de comportement asymétrique, générateur d'aléa moral. De même, le statut de l'euro est apparu ambigu au cours des premiers mois d'exercice de la Banque Centrale Européenne.

De ce fait, à l'heure où certaines banques centrales désormais indépendantes se sont tournées, *de jure* ou *de facto*, vers des cibles directes d'inflation, leur adhésion à une règle monétaire apparaît plus que jamais souhaitable. En effet, une règle monétaire doit être vue comme une *référence* pour les banques centrales. Elle constitue un point d'appui pour justifier, en toute transparence, tout écart entre le taux théorique déduit de la règle et le taux effectif. Dans cet esprit, l'occurrence de chocs singuliers (par exemple financiers) ou d'états du monde particuliers constituent des motifs tout à fait recevables d'écart temporaire à la *norme*. En ce sens, en réconciliant gains de cohérence temporelle et flexibilité, les stratégies de cible d'inflation permettent de dépasser la stricte dichotomie entre règle et discrétion.

Eu égard aux remarques préliminaires concernant l'influence des cycles financiers, la question de la place devant revenir aux prix d'actifs dans les règles monétaires constitue un prolongement logique de cette littérature. Les mouvements financiers ne doivent-ils être que des motifs épisodiques d'écart à la règle, ou est-ce que les banques centrales doivent cibler les prix d'actifs en régime permanent ? Peuvent-elles, le cas échéant, prévenir les crises ou atténuer les effets déstabilisants des cycles financiers ?

Cette thèse entend préciser quel devrait être le comportement optimal des banques centrales vis à vis des mouvements des prix d'actifs.

Avant de répondre à cette problématique, le chapitre introductif permet d'évaluer, au moyen de l'estimation de leur fonction de réaction, le comportement de plusieurs banques centrales. Il en ressort que seule la Banque du Japon aurait réagi de manière systématique aux variations boursières, et qui plus est de manière asymétrique. Par ailleurs, les banques centrales du Canada et de la Nouvelle-Zélande auraient ciblé le taux de change. Ce résultat est somme toute cohérent avec l'adoption, par ces deux banques centrales, d'un Indice des Conditions Monétaires comme cible opérationnelle.

Il est alors possible de s'appuyer sur ces constats pour déterminer si le comportement des banques centrales est justifiable *a posteriori* par une analyse théorique approfondie, menée en deux temps. La première partie de la thèse a pour but de déterminer si le taux de change doit constituer un argument à part entière dans une règle monétaire en économie ouverte. La seconde partie s'interroge sur la place devant incomber aux cours boursiers dans la conduite de la politique monétaire.

## **Première partie : Règles monétaires optimales et taux de change**

Le taux de change constitue la variable financière qui, en régime permanent, a le plus d'influence sur les économies. Mais s'il est un vecteur de chocs, il constitue également un instrument indirect de politique monétaire. C'est en ce sens que l'instrument optimal de politique monétaire en économie ouverte est une combinaison pondérée du taux d'intérêt et du taux de change, autrement dit un Indicateur des Conditions Monétaires (ou ICM). Sur le plan analytique, les stratégies reposant sur les ICM ont été transcrites sous la forme de règles d'instrument, de type règle de Taylor augmentée du taux de change. On parle alors de "règle-ICM".

Le chapitre 1 permet de préciser ces arguments et, à partir des études existantes, de dresser un premier bilan nuancé des qualités stabilisatrices de ces règles. D'abord, la réponse des autorités monétaires aux mouvements du taux de change ne devrait pas être systématique, mais conditionnelle à la nature des chocs. Ensuite, il peut exister un conflit d'objectif lorsque la banque centrale se détourne, avec insistance, de ses objectifs principaux de stabilité des prix et de l'activité.

Cependant, peu de travaux se sont attachés à étudier la pertinence d'une règle-ICM dans une économie relativement "peu ouverte" comme la zone euro. A cette fin, le chapitre 2 est consacré à la construction d'un modèle à deux pays, zone euro / Etats-Unis, avec anticipations rationnelles. Dans un premier temps, les fonctions de réponse d'un VAR structurel permettent de s'assurer que l'agrégation des données nationales ne trahit pas les principaux mécanismes de transmission des chocs monétaires, réels et financiers. Dans un second temps, l'exercice

d'étalonnage du modèle sous forme réduite, selon les indications délivrées par le VAR, confirme que l'impact de la parité euro/dollar sur l'économie européenne n'est pas très élevé.

Le modèle ainsi calibré permet, dans le chapitre 3, d'approfondir les propriétés d'une règle-ICM dans une perspective européenne. Le recours à des simulations stochastiques permet de calculer des fonctions de perte afférentes à différents types de règles. Les résultats confirment qu'une règle de Taylor standard – pourtant optimisée – est moins performante qu'une règle intégrant le taux de change, même dans une économie "peu ouverte".

Mais, d'autres résultats nuancent les qualités d'une règle-ICM. D'abord, la neutralisation des fluctuations imputables au taux de change s'avère être plus complexe à mettre en œuvre – que ce que stipulent les modèles statiques – une fois pris en compte les interactions dynamiques entre les variables. Il n'est en effet plus possible de montrer qu'une règle-ICM est inadaptée en cas de choc réel, ni d'incriminer systématiquement un conflit d'objectif lorsque c'est le cas. Ensuite, une telle stratégie est sensible à la relation circulaire – difficile à cerner – qui associe le taux d'intérêt et le taux de change. Par conséquent, cette stratégie exige un savant dosage des mouvements de taux d'intérêt pour parvenir à l'orientation souhaitée. Enfin, suivant le principe d'*atténuation*, les autorités monétaires ont intérêt à réagir de façon très prudente aux mouvements du taux de change, car sa valeur d'équilibre est incertaine. En cas de forte incertitude, l'euro sort du champ de réaction de la règle simple optimale qui tend finalement à être une règle de Taylor standard.

Pour toutes ces raisons, cette première partie amène à conclure qu'il n'est pas optimal d'intégrer le taux de change dans le domaine de réaction des règles monétaires en *temps normal*. Cette position est confortée par les difficultés pratiques qui ont finalement conduit les banques centrales néo-zélandaise et canadienne à renoncer à une règle-ICM. Néanmoins, le taux de change constitue une variable importante, qu'il serait nécessaire d'intégrer dans la large gamme d'indicateurs surveillés par les banques centrales. Il pourrait alors justifier des écarts temporaires à la règle en cas de sur ou sous-évaluation jugée préoccupante pour la stabilité macroéconomique.

Contrairement aux effets du taux de change, les impacts des variations boursières sont dissymétriques. Cette particularité conduit à s'interroger, dans la seconde partie de la thèse, sur le statut devant être accordé aux cours boursiers dans les règles monétaires..

## **Deuxième partie : Cycles de prix d'actifs et politique monétaire**

Cette question requiert en premier lieu l'identification des canaux de transmission des prix d'actifs à la sphère réelle. Le chapitre 4 étudie le fonctionnement et la validité des trois principaux mécanismes habituellement évoqués dans la littérature. Il en ressort les conclusions suivantes :

- D'abord, le canal du ratio  $Q$  de Tobin n'est pas concluant sur le plan empirique. Tout au plus, la valorisation du capital influe sur la structure du passif des firmes, sans effets sur les montants investis.
- Les effets de richesse sont, en revanche, plus probants, mais seulement dans les économies anglo-saxonnes.
- C'est l'accélérateur financier qui constitue sans conteste le canal de transmission le plus convaincant des trois, aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe.

Mais, si ce dernier canal permet – à juste titre – de souligner l'importance du rôle du crédit dans l'amplification des cycles, il n'attribue qu'un rôle passif aux banques. Il néglige en particulier la responsabilité de leur comportement procyclique dans l'amplification des chocs financiers. Le chapitre 5 propose donc une synthèse et une étude économétrique se rattachant à un mécanisme de transmission original : le *canal du capital bancaire*. En affectant la structure financière du bilan des banques, un choc financier influe sur les conditions auxquelles elles se financent et, par répercussion, sur les conditions auxquelles elles financent les entreprises. Un examen empirique original ne rejette pas l'implication de ce mécanisme dans la contraction des prêts observée aux Etats-Unis au début des années 2000.

Ce canal présente donc l'intérêt de placer les banques au cœur des cycles, en tant que vecteurs et amplificateurs des chocs financiers. De surcroît, il explique pourquoi il est si difficile pour les banques centrales de relancer une économie en proie à une configuration de *capital crunch*, comme ce fut le cas au Japon. En effet, quelles que soient les conditions monétaires, les banques sous-capitalisées sont dans l'incapacité d'accorder des prêts. En ce sens, ce canal repositionne la question de la neutralisation des chocs financiers aux frontières de la politique monétaire et de la politique prudentielle.

Le modèle présenté dans le chapitre 6 a donc pour but ultime d'étudier les capacités stabilisatrices de ces deux instruments de régulation. Il s'appuie sur la structure théorique de référence proposée par Bernanke, Gertler & Gilchrist (1999). L'originalité de la modélisation consiste à y inclure un secteur bancaire, dont la capacité de financement dépend de la structure du bilan des établissements qui le compose. Le canal des fonds propres bancaires y est modélisé en transposant aux banques la logique de l'accélérateur financier. Le modèle enrichi du secteur bancaire :

- produit une amplification des chocs plus marquée que celle du modèle original ;
- est plus ou moins sensible aux chocs selon le "contexte financier" ;
- offre la possibilité d'étudier les effets du provisionnement dynamique, procédure prudentielle parmi d'autres, mais représentative des mesures réglementaires agissant de façon contra-cyclique sur les bilans bancaires.

Ce modèle complet permet alors d'apprécier les qualités stabilisatrices des règles de Taylor augmentées des prix d'actifs – qualifiées de cibles de prix d'actifs – et de les comparer aux vertus d'une politique prudentielle contra-cyclique. Cet examen est mené dans le septième et dernier chapitre. Il se nourrit des enseignements des trois précédents chapitres et des résultats déjà mis en évidence dans la littérature. Parmi ces résultats, l'incertitude caractérisant l'impact des mouvements financiers sur la sphère réelle reçoit une attention particulière.

En effet, le canal du capital bancaire n'y est pas étranger, dans la mesure où la force avec laquelle il transmet les chocs dépend du "contexte financier", autrement dit de la structure initiale du bilan des agents (et en particulier des banques). A ce stade, la tentation est donc forte de considérer que les banques centrales auraient intérêt à adopter un comportement différent selon le contexte financier, d'autant que cette intuition rejoint l'analyse établie par Bordo & Jeanne (2002). Des simulations sont réalisées afin d'approfondir cette idée de changements de régime dans la conduite de la politique monétaire.

Les résultats indiquent qu'il est optimal de cibler les cours boursiers en cas de bulle boursière dans un contexte "normal". Mais, d'une part, le coefficient de réaction optimal associé aux prix d'actifs est faible et le gain par rapport à une règle de Taylor standard est modeste. D'autre part, une réponse aux cours boursiers, en cas de bulle, n'est pas optimale dans un "contexte financier" détérioré. Comme les mécanismes amplificateurs sont attisés par la fragilité

des bilans, l'économie est plus sensible aux chocs. Il est alors trop coûteux pour les autorités monétaires de se détourner (même provisoirement) de leurs objectifs de stabilité des prix et de l'activité. C'est finalement lorsque l'économie est au bord d'une crise financière qu'une réaction directe aux mouvements financiers s'avère être la moins appropriée. En outre, une cible de prix d'actifs exige que la conduite de la politique monétaire soit assujettie à la fois à la nature des chocs et au contexte financier. Assurément, une politique à changements de régimes fidèle à toutes ces exigences poserait des difficultés de communication et de justification.

En revanche, les simulations montrent qu'une politique de provisionnement dynamique s'avère plus avantageuse :

- D'abord, elle stabilise mieux l'économie, quelle que soit la nature du choc.
- Ensuite, contrairement à une cible de prix d'actifs, c'est lorsque l'économie connaît un contexte de fragilité financière que ses bénéfices sont les plus probants.

A l'issue de cette seconde partie, une politique prudentielle contra-cyclique se révèle être plus adaptée qu'une règle de Taylor augmentée des prix d'actifs pour combattre les répercussions subtiles des cycles financiers.

Ainsi, au terme de cette recherche, il n'apparaît pas optimal d'intégrer les variables financières telles que le taux de change ou les cours boursiers dans les règles monétaires. En *temps normal*, il est préférable que la banque centrale se concentre, avec vigueur, sur ses deux seules variables objectifs. Les prix d'actifs doivent plutôt constituer des indicateurs pouvant, en certaines circonstances, justifier des écarts à la règle.

Les résultats obtenus peuvent donner lieu à plusieurs extensions. J'en retiendrai trois.

D'abord, il y a, *a priori*, tout lieu de penser que les ICM pourraient figurer dans la gamme d'indicateurs dont disposent les banques centrales. Cette intuition mériterait d'être approfondie par un examen économétrique visant à valider leur contenu en information.

Ensuite, le mécanisme décrit par le *canal du capital bancaire* est encore peu exploré en Europe. Des estimations en données de panel permettraient d'en préciser l'importance et de calibrer plus finement le modèle développé dans le chapitre 6.

Il reste enfin que bon nombre de mesures réglementaires agissent non pas de manière contra-cyclique, mais procyclique sur les bilans des banques. C'est le cas de la comptabilisation des bilans en "juste valeur" ou des exigences réglementaires en fonds propres. Ce constat devrait en particulier conduire à étudier les propriétés stabilisatrices d'un seuil de capital réglementaire contra-cyclique, exigeant des banques un ratio Cooke plus élevé en phase de croissance et plus faible en phase de récession.