

# COLLOQUE Groupama AM - CEPII

22 novembre 2013

**Gestionnaire Activement Responsable**



# Endettement, politique monétaire et prix d'actifs

## Table ronde 2

**Michel Aglietta et Christophe Morel**

**Gestionnaire Activement Responsable**



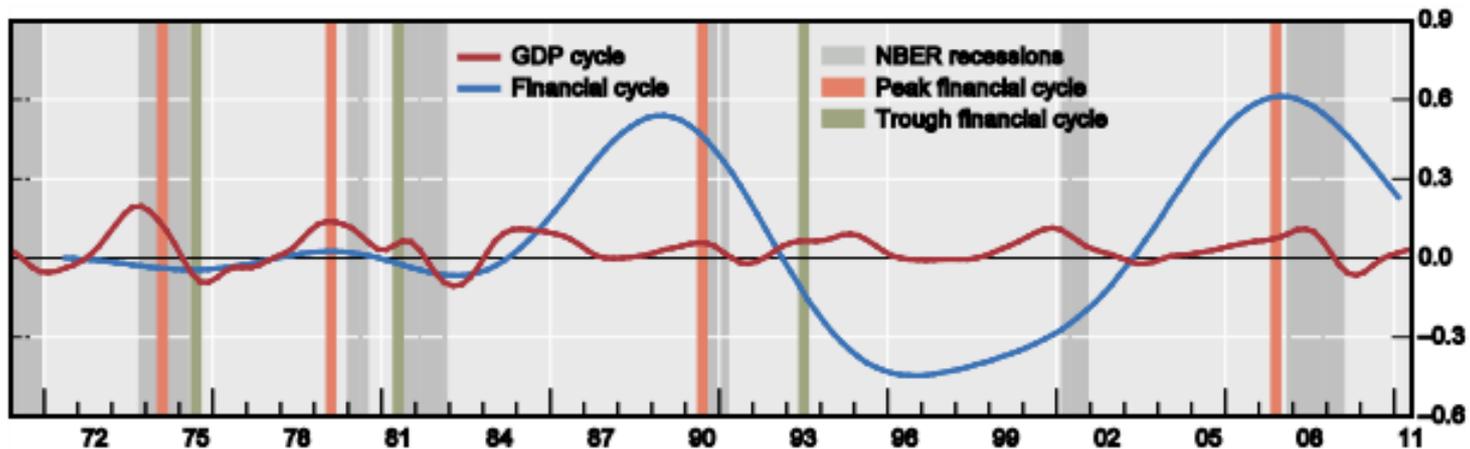


## A partir des années 1980, la recherche de la BRI montre que la dynamique financière est radicalement transformée (Drehmann et Juselius)

3

- 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
- Ce cycle financier est autonome/ cycle des affaires → possibilité d'inflation basse et de croissance stable (grande modération) pendant que les déséquilibres s'accumulent dans la finance et restent ignorés.
- La crise financière est le changement de phase dans le cycle financier: *boom gone bust*

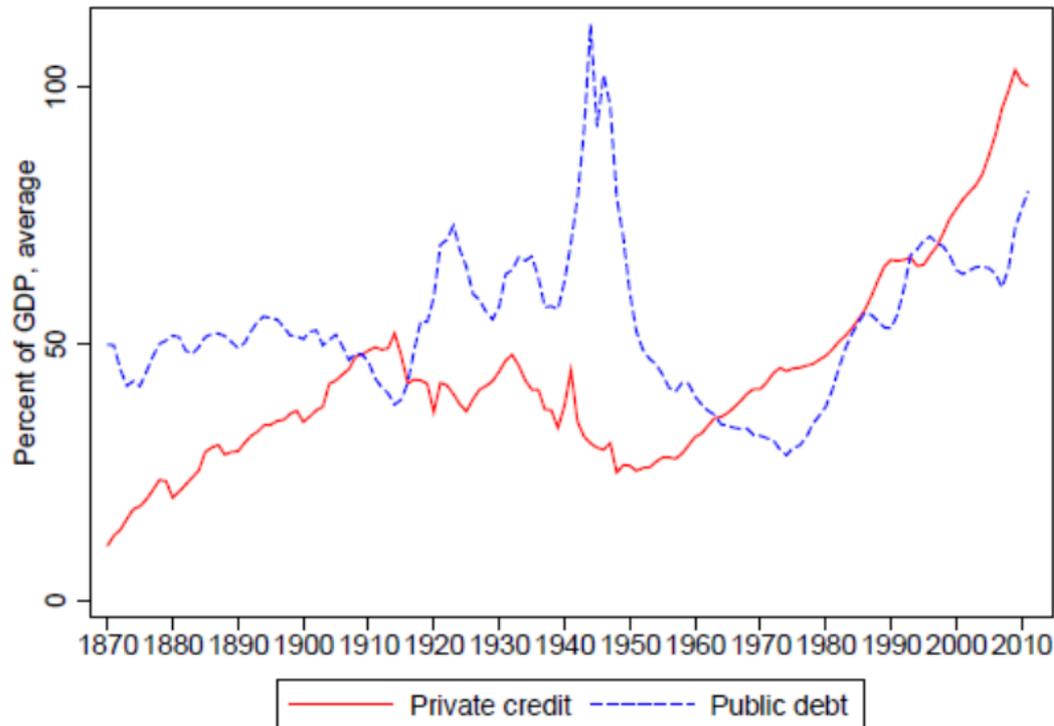
The financial and business cycles in the United States



# 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 ne sont corrélées + que pendant la grande désinflation (1978-1995)
- La dette publique a bondi pendant la crise financière lorsqu'elle est devenue systémique.

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





# Le cycle financier: un défi pour les régulateurs financiers et pour les banques centrales

- **Les dogmes qui sont les socles de la doctrine monétaire pré-crise que la crise a réfutés:**
  - *La stabilité des prix des biens et services 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*
  
- **La responsabilité des BCs à l'égard de la stabilité financière doit être fondée sur une autre conception de la finance:**
  - *En incertitude les acteurs de la finance ont des croyances sur le futur et interagissent stratégiquement → convention commune → prix des actifs aujourd'hui*
  - *La variabilité des prix d'actifs dépend de la versatilité des croyances mais aussi des changements de l'attitude face au risque → variabilité du prix du risque*
  - *Le momentum est une figure dominante de la dynamique des prix d'actifs à cause du financement à crédit de la spéculation contre collatéral → lorsqu'une bulle spéculative se forme les spéculateurs ont intérêt à rester dans la bulle.*



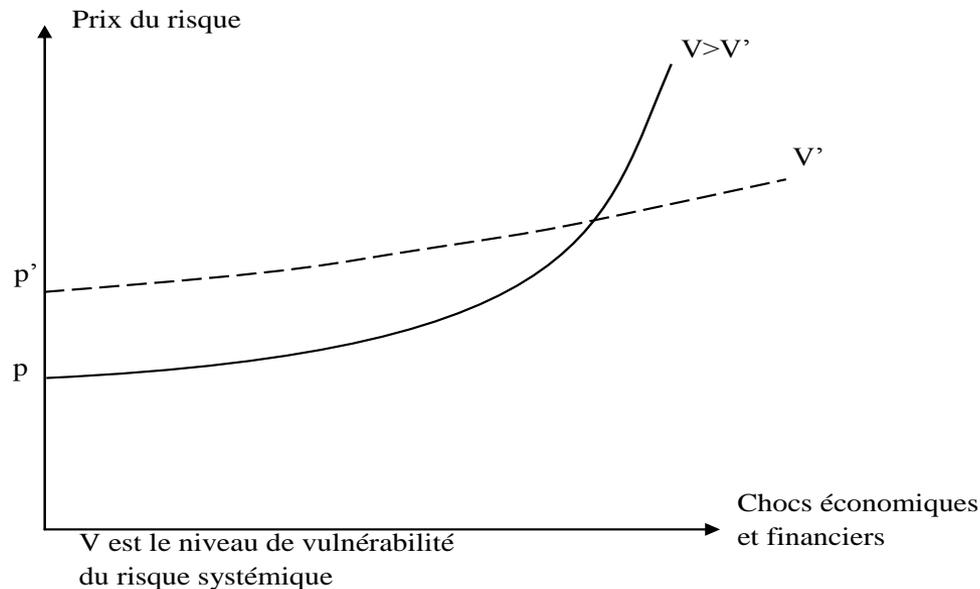
# Le cycle financier engendre des vulnérabilités à l'intérieur du système financier

- 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) en conséquence de l'accumulation de vulnérabilités dans le système financier:*
  - *Vulnérabilités structurelles: ce sont les formes de risque exposées aux défauts de coordination qui sont des nids de risque systémique provenant de:*
    - *Chaînes de risques de contreparties* dans les transferts de risque de gré à gré
    - *Risque de liquidité* dû au financement des intermédiaires dans un marché de gros de liquidité qui peut se paralyser sous contrainte de stress car sans lien organique au prêteur en dernier ressort
  - *Dynamiques: levier des intermédiaires ↑ et mismatch d'échéances ↑ par recours au marché des dettes de + en + courtes*



# 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.**



Source : Adrian et alii (2013)



## 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*: 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 le + possible 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.



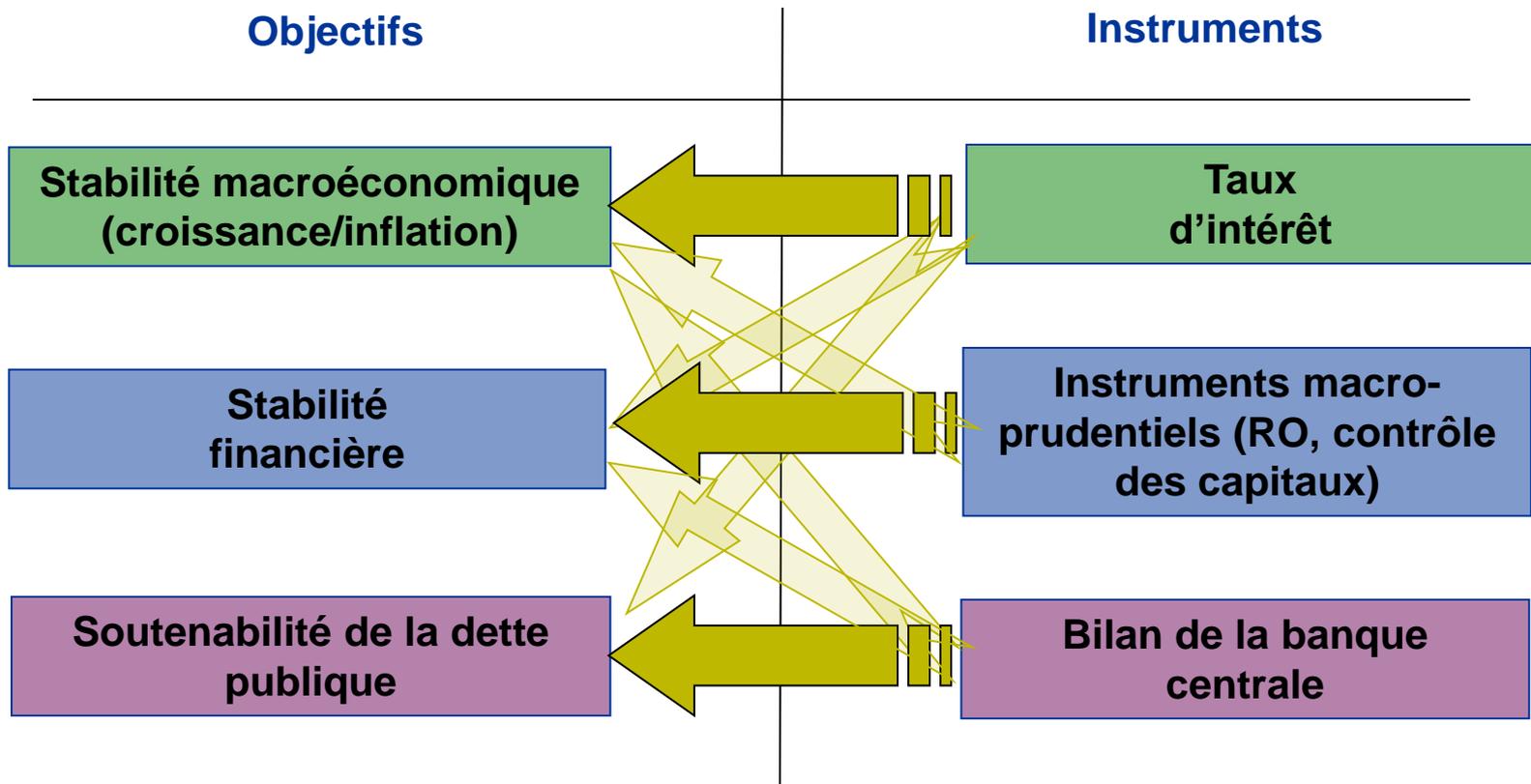
## Implications ...

- 1) ... pour une banque centrale qui intègre la « stabilité financière » et la « soutenabilité de la dette publique » dans ses décisions de politique monétaire
- 2) ... pour les investisseurs



# La politique monétaire change de doctrine

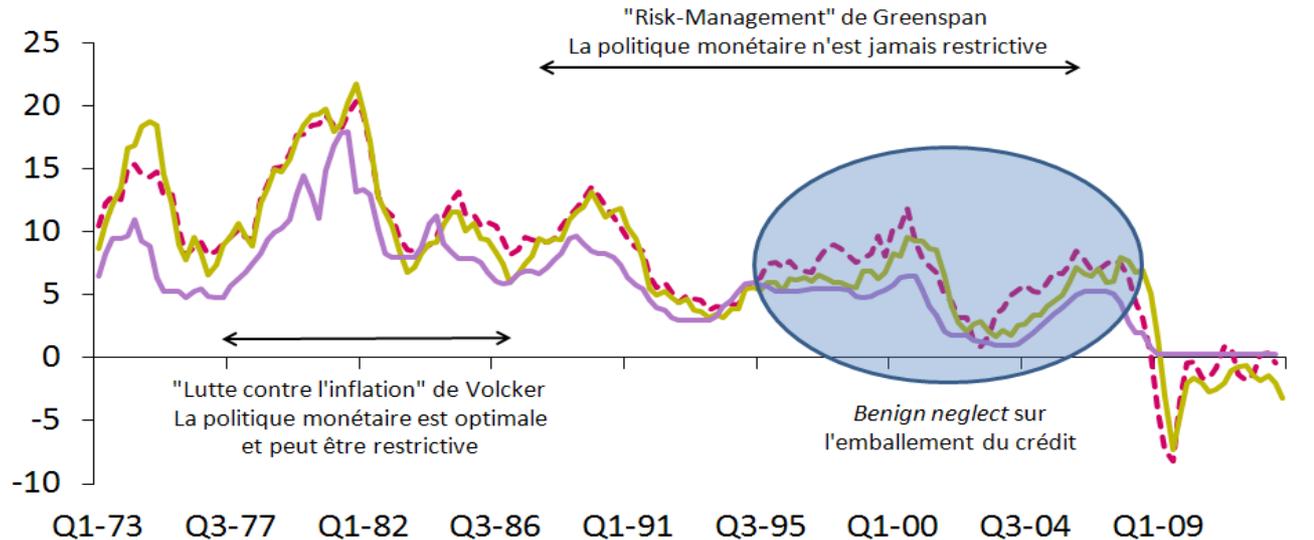
- La « fonction de réaction » des banques centrales devient plus complexe
- Pour passer de un à deux (voire trois) objectifs, la politique monétaire doit se doter de plusieurs instruments



# Une fonction de réaction « optimale » qui intègre la stabilité financière aurait conduit à des conditions monétaires plus restrictives entre 1996 et 2006

11

## États-Unis : Fonction de réaction en "contrôle optimal"



--- Fonction de réaction en contrôle optimal et intégrant l'inflation sur l'immobilier et les actifs financiers

— Fonction de réaction en contrôle optimal

— Fed Funds

Source Bloomberg – Calculs Groupama AM

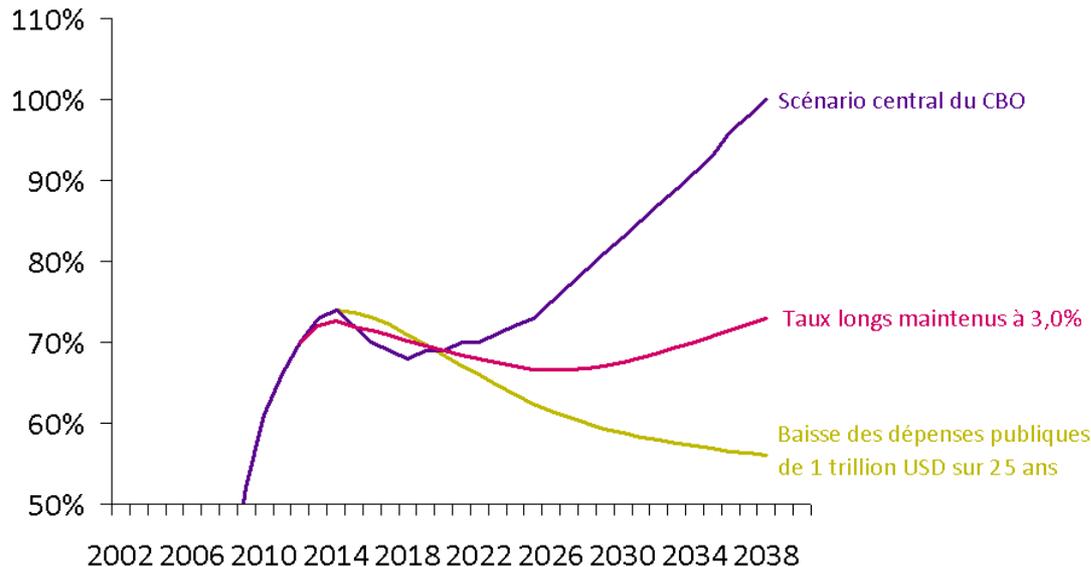
- **Avertissement #1 : une hausse excessive du prix des actifs financiers/immobiliers ne constitue pas forcément un risque d'instabilité financière (de l'importance de suivre les comportements, le levier, les nouveaux produits, les risques de duration, ...)**
- **Avertissement #2 : la « seule » remontée des taux courts n'aurait peut-être pas empêché l'émergence de vulnérabilités financières**



# La tentation de la « répression financière » pour faciliter le désendettement public

- Tentation de la « Répression financière » ⇔ maintenir les taux d'intérêt « anormalement » bas
- Des taux long bas allègent la « facture » du désendettement

États-Unis : simulations de trajectoire d'endettement public (dette fédérale rapportée au PIB)

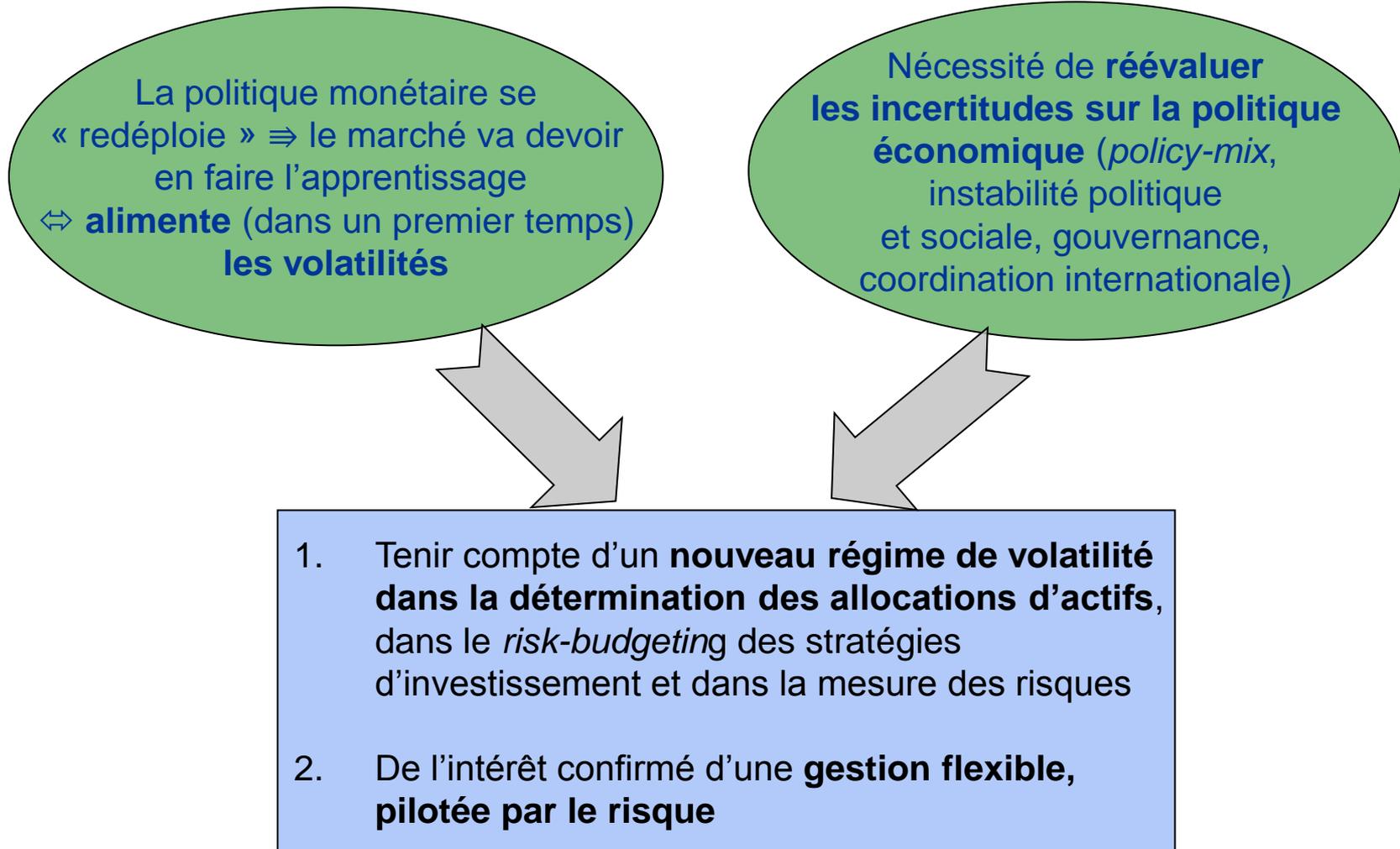


✓ Le plus probable est d'observer la combinaison d'une politique monétaire accommodante et une baisse des dépenses publiques

Source Bloomberg – Calculs Groupama AM



## Quelques implications pour les investisseurs : « *New Normal* »





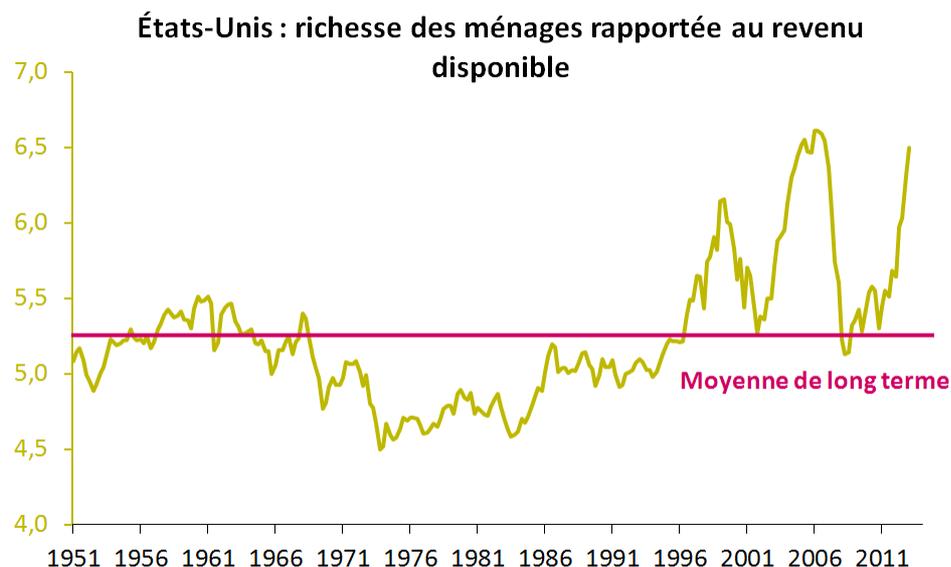
## Annexes

Les informations contenues dans ce document sont uniquement transmises à titre d'information et n'engagent en conséquence que leur auteur. Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'intention exclusive de ses destinataires. Toute utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie et de quelque manière que ce soit, est interdite et passible de sanction. Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.



# La reprise est urgente pour justifier « l'avance » des banques centrales

- La politique ultra-accommodante des banques centrales constitue une forte « avance » sur la croissance future.
  - Si cette croissance (implicitement l'investissement) est au rendez-vous, les fondamentaux valideront les prix des actifs.
  - Sinon, les prix vont baisser pour être cohérent avec des fondamentaux médiocres



Source Bloomberg – Calculs Groupama AM



# Avertissement

- Ce document est conçu exclusivement à des fins d'information.
- Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.
- Les informations contenues dans ce document sont confidentielles et réservées à l'usage exclusif de ses destinataires.
- Toute modification, utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie de quelque manière que ce soit est interdite.
- Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.
- Tout investisseur doit prendre connaissance avant tout investissement du prospectus ou du document d'information clé de l'investisseur (DICI) de l'OPCVM. Ces documents et les autres documents périodiques peuvent être obtenus gratuitement sur simple demande auprès de Groupama AM ou sur [www.groupama-am.fr](http://www.groupama-am.fr).
- Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos.
- Ce document a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Les analyses et conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations publiques disponibles à une date donnée et suivant l'application d'une méthodologie propre à Groupama AM. Compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, elles ne sauraient constituer un quelconque engagement ou garantie de Groupama AM ou un conseil en investissement personnalisé.
- Ce support non contractuel ne constitue en aucun cas une recommandation, une sollicitation d'offre, ou une offre d'achat, de vente ou d'arbitrage, et ne doit en aucun cas être interprété comme tel.
- Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée.
- Edité par Groupama Asset Management - Siège social : 25, rue de la Ville l'Evêque, 75008 Paris - Site web : [www.groupama-am.fr](http://www.groupama-am.fr)