

# L'EUROSYSTEME FACE A LA CRISE

## QUEL RÔLE POUR LES POLITIQUES MONÉTAIRES ?

**UQAM - Séminaire/écolunch 1<sup>er</sup> mai 2012**

Note : les vues présentées dans cette présentation sont celles de l'auteure et ne reflètent pas nécessairement les vues de la Banque de France ni celles de l'Eurosystème.

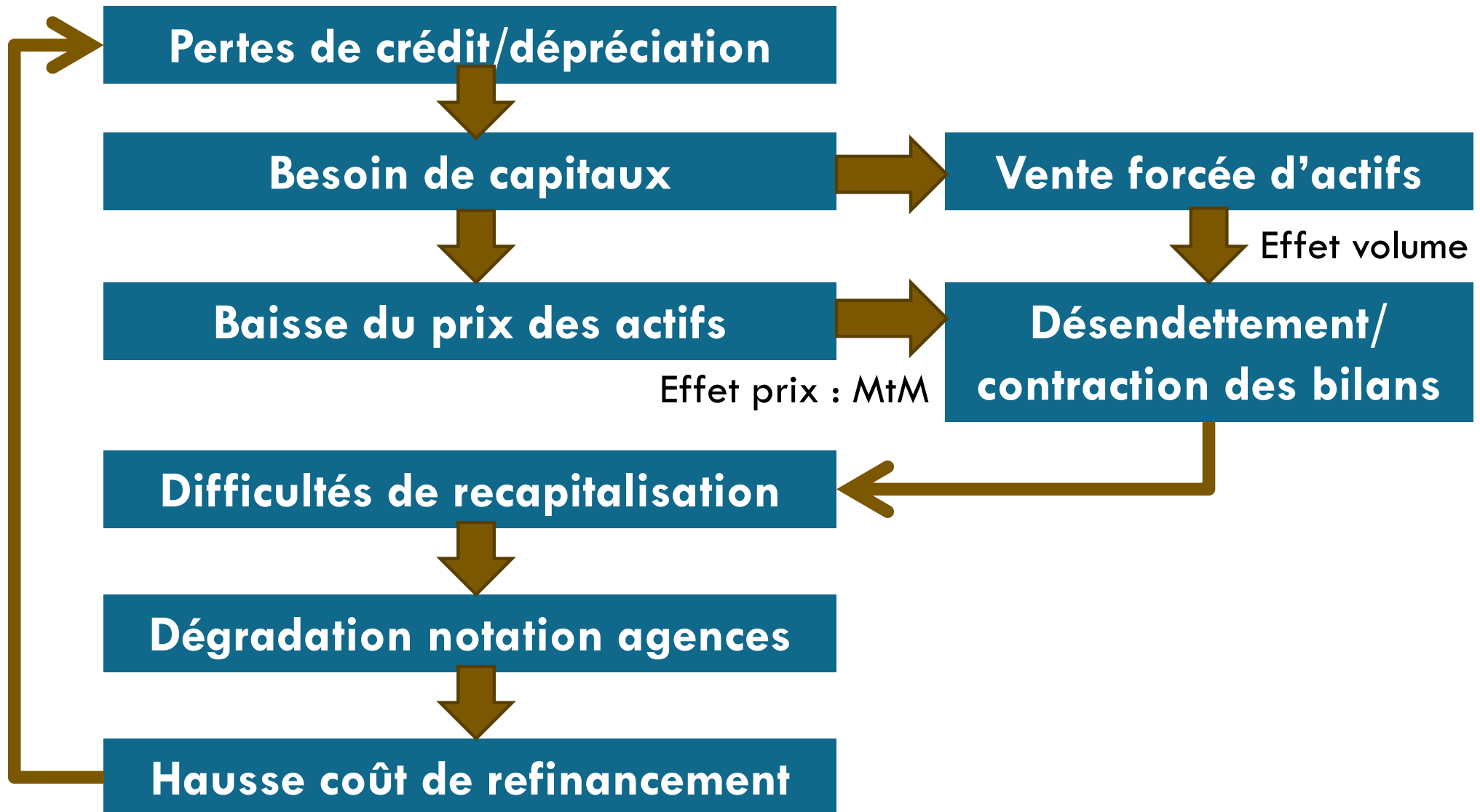
**1– Crise financière et réactions des banques centrales,**

**2 – Politique de liquidité et impact sur le système bancaire,**

**3 – Risques des politiques non-conventionnelles.**

# 1 – Origines de la crise : un système financier opaque et complexe

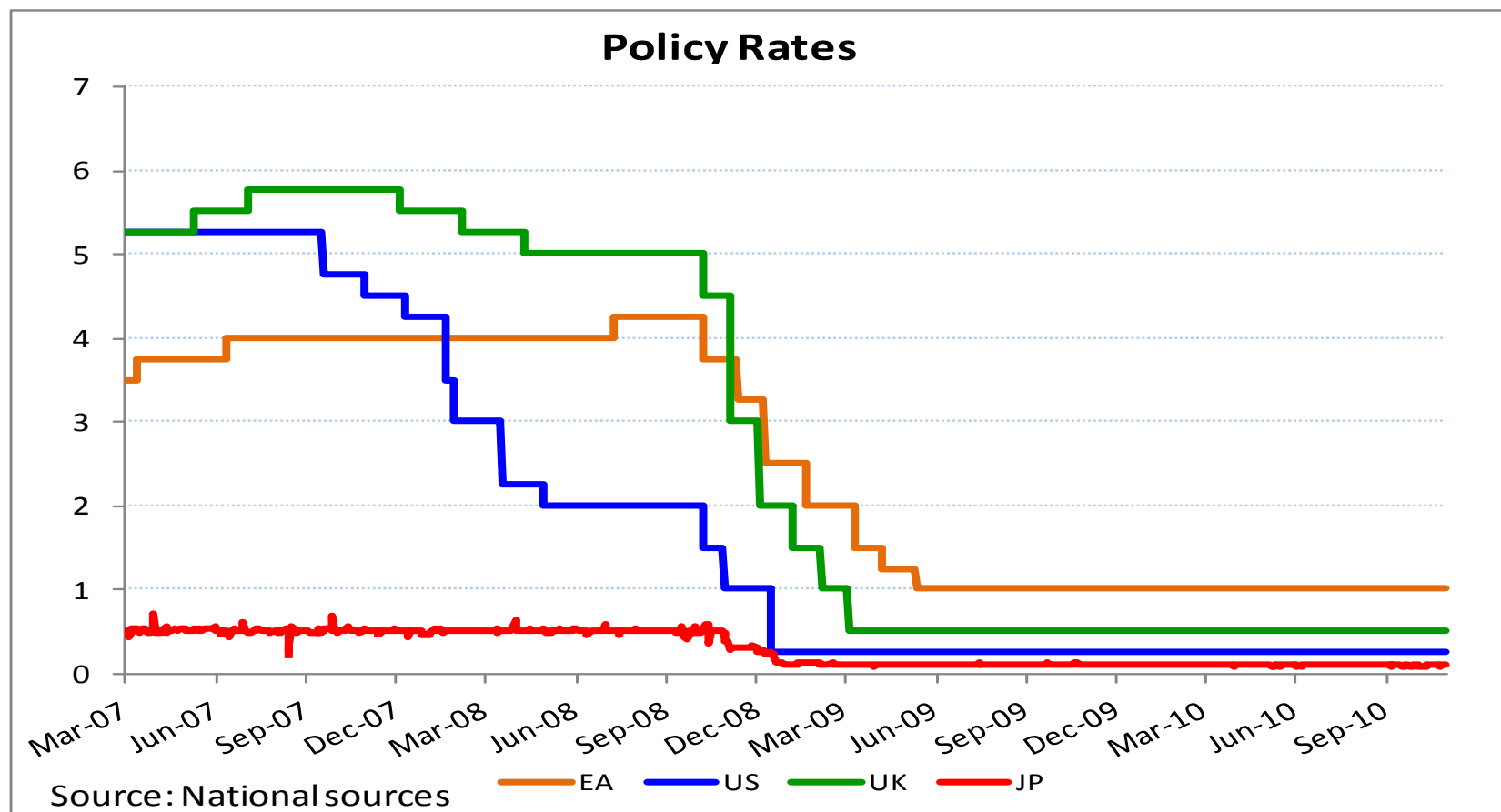
3



# 1 – Origines de la crise : un système financier opaque et complexe

4

- Risques de contagion => réaction coordonnée et musclée des BCs



# 1 – Origines de la crise : un système financier opaque et complexe

5

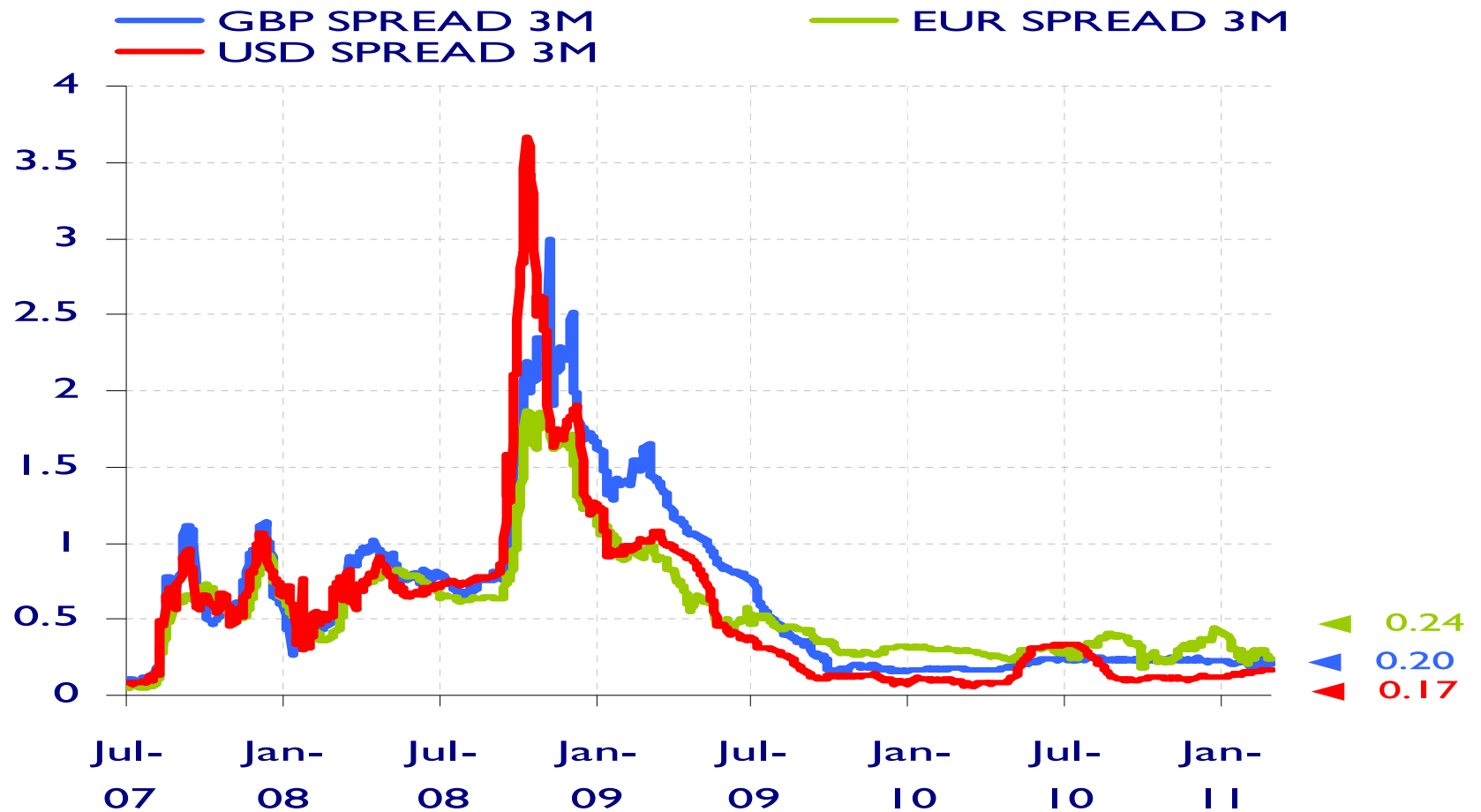
Un ensemble de mesures...

Période	Début crise							Intensification de la crise							Stratégies de sortie		Crise de la dette souveraine													
	2007			2008				2009				2010			2011		2012													
	7	9	11	1	3	5	7	9	11	1	3	5	7	9	11	1	3	5	7	9	11	1	3	5	7	9	11	1	3	5
FRFA sous forme de :	[Green]							[Orange]							[Green]		[Red]													
opérations refinancement principal	[Green]							[Brown]							[Green]		[Red]													
opérations refinancement LT	[Green]							[Brown]							[Green]		[Red]													
LTROS supplémentaires	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]
LTROs 6 mois	[Green]			[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	
LTROs 1 an	[Green]							[Orange]							[Green]		[Red]													
LTROs 3 ans	[Green]							[Orange]							[Green]		[Red]													
Swaps devises US	[Green]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Green]	[Green]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	[Brown]	
Swaps devises CHF	[Green]							[Orange]							[Green]		[Red]													
Programme covered bond	[Green]							[Orange]							[Green]		[Red]													
Programme achats de titres	[Green]							[Orange]							[Green]		[Red]													

# 1 – Origines de la crise : un système financier opaque et complexe

6

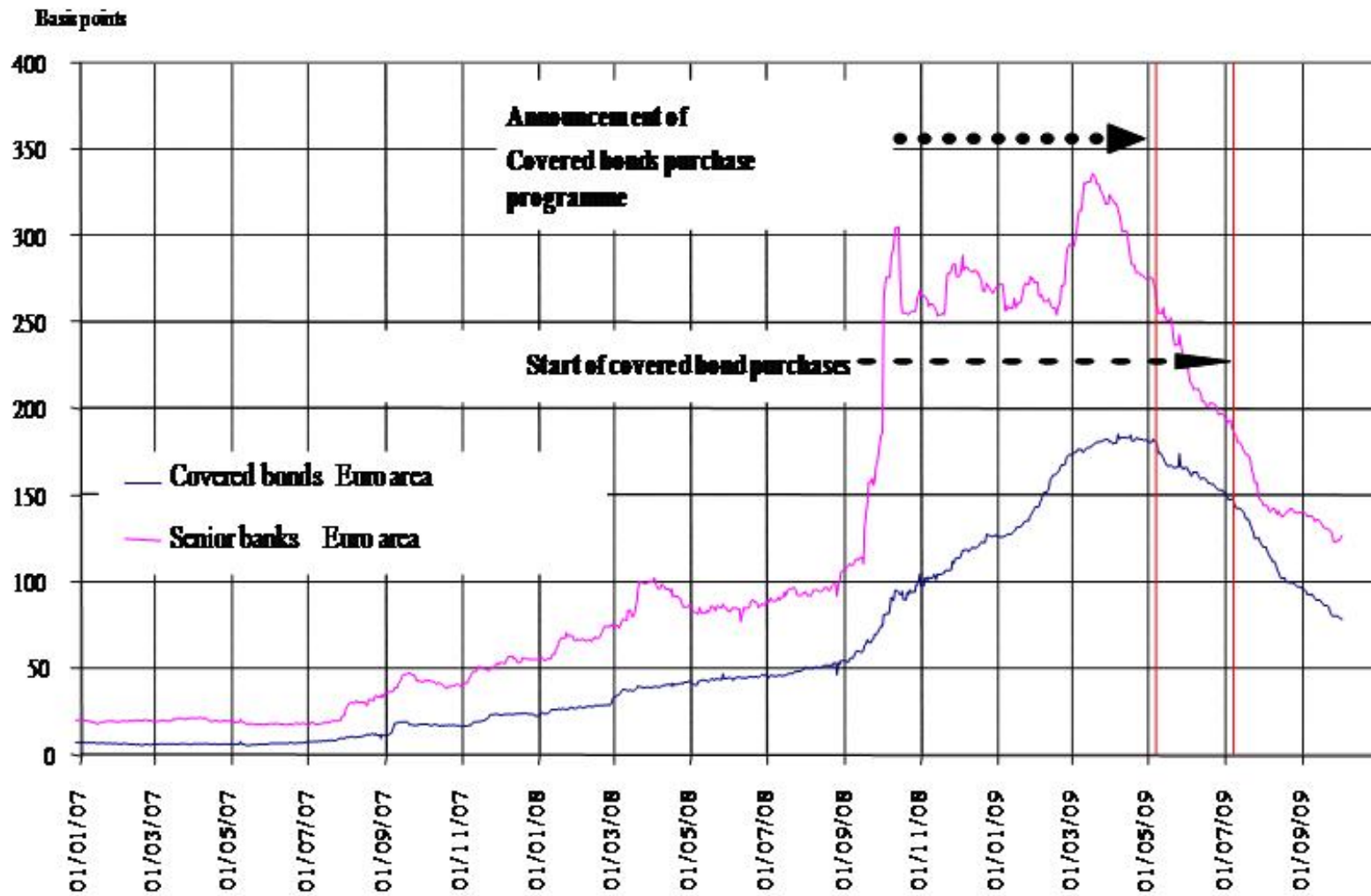
- ... destinées à se substituer temporairement aux dysfonctionnements des marchés :



# 1 – Origines de la crise : un système financier opaque et complexe

7

- Intervention sur le marché des « covered bonds » :



Source: Markit

# 1 – Crise de la dette souveraine : rajout d'une dynamique négative

8

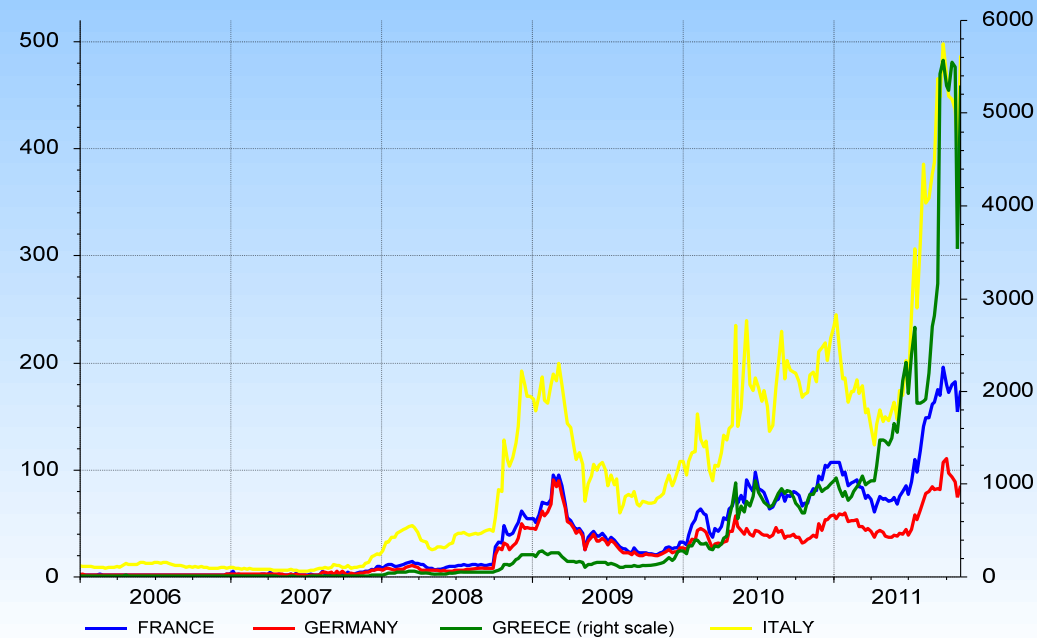
- Crise des souverains en Europe : segmentation zone euro

GROSS GOVERNMENT DEBT  
(% of GDP)



Source: Thomson Reuters Datastream

CDS SOVEREIGN 5Y



Source: Thomson Reuters Datastream

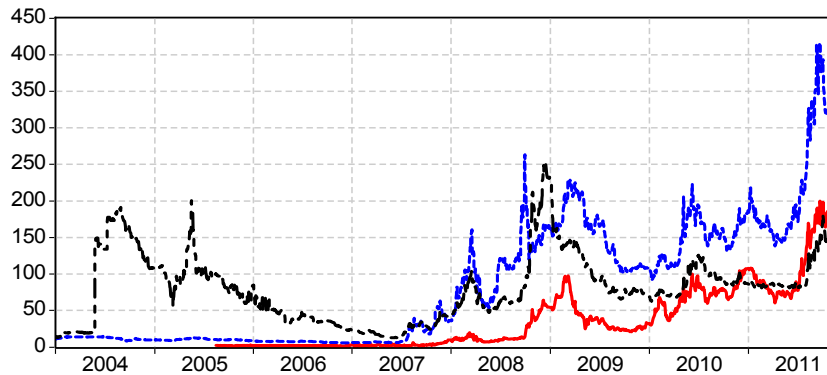


# 1 – Crise de la dette souveraine : rajout d'une dynamique négative

9

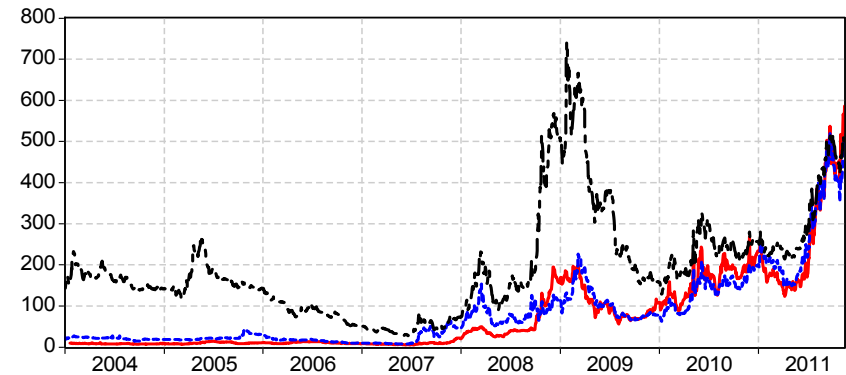
## Contagion banques, souverains et corporates

FRANCE



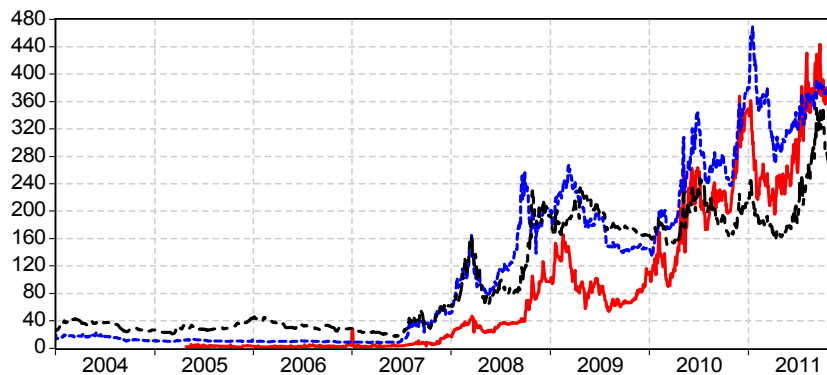
— CDS souverain  
 - - CDS banques  
 - - CDS sociétés non financières

ITALIE



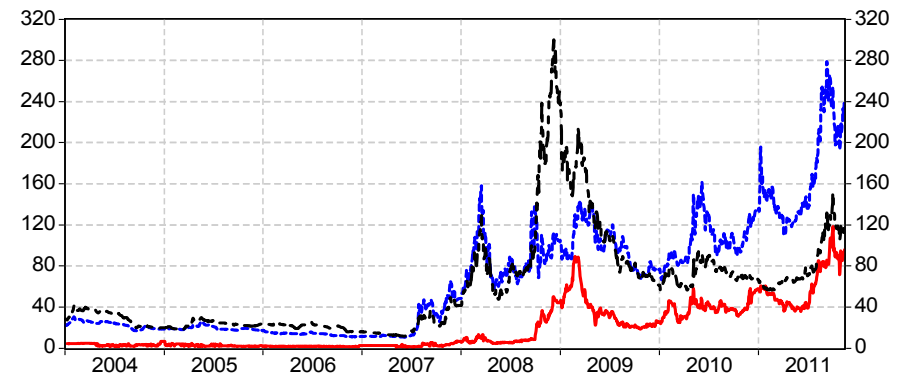
— CDS souverain  
 - - CDS banques  
 - - CDS sociétés non financières

ESPAGNE



— CDS souverain  
 - - CDS banques  
 - - CDS sociétés non financières

ALLEMAGNE



— CDS souverain  
 - - CDS banques  
 - - CDS sociétés non financières

# 2 – PDR : conséquences et enjeux de la politique de liquidité

10

- 2 rôles BC :
  - ▣ Politique monétaire : objectif de stabilité des prix,
  - ▣ Pouvoir de prêteur en dernier ressort,

Objectif de stabilité financière /canaux de transmission =  
fournir de la liquidité aux banques.

- VLTROs :
  - ▣ 2 opérations à 3 ans (12/2011 et 02/2012)

# 2 – Enjeux politique de liquidité – bilan des banques

11

T=0 : bilans de la banque centrale et des banques

- Différences d'objectifs et de type de gestion

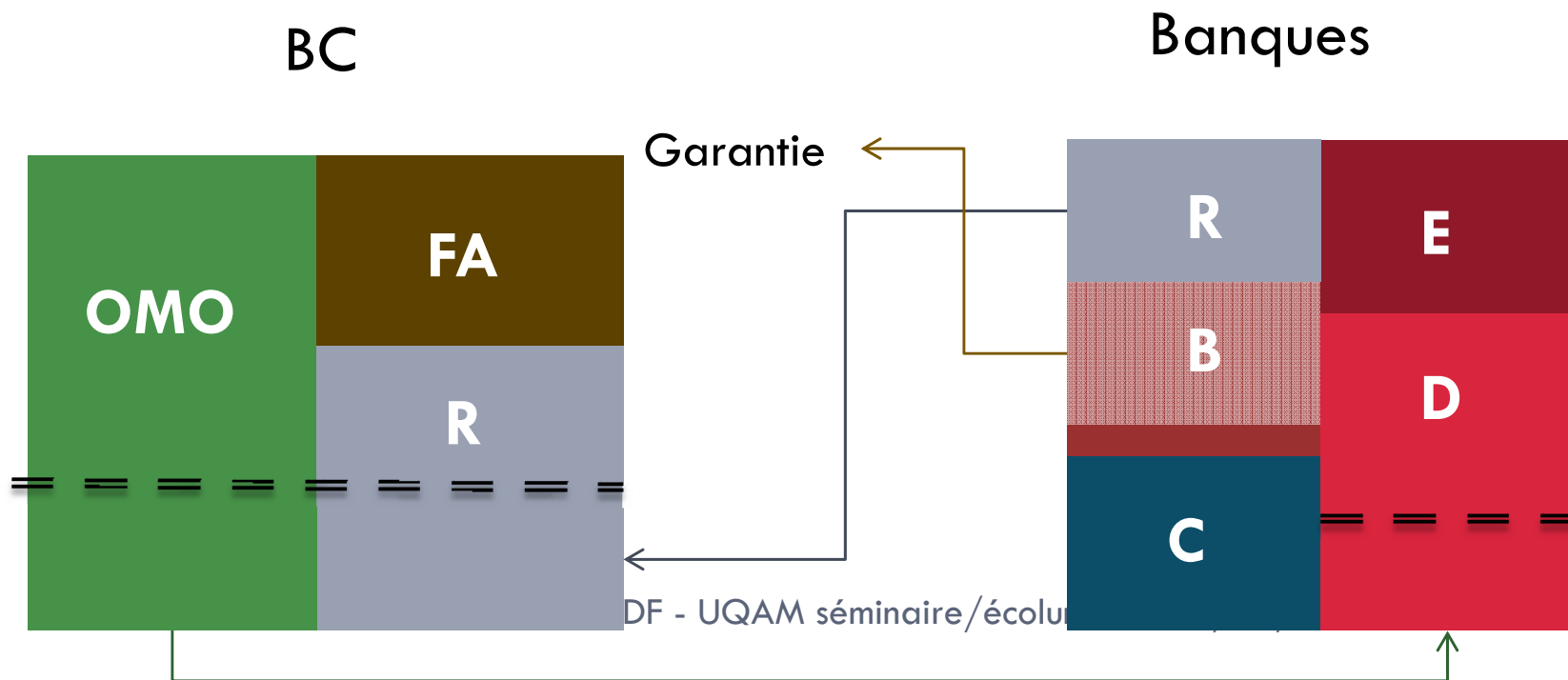


# 2 – Enjeux politique de liquidité – bilan des banques

12

T=1 : bilans : réalisation opération VLTRO :

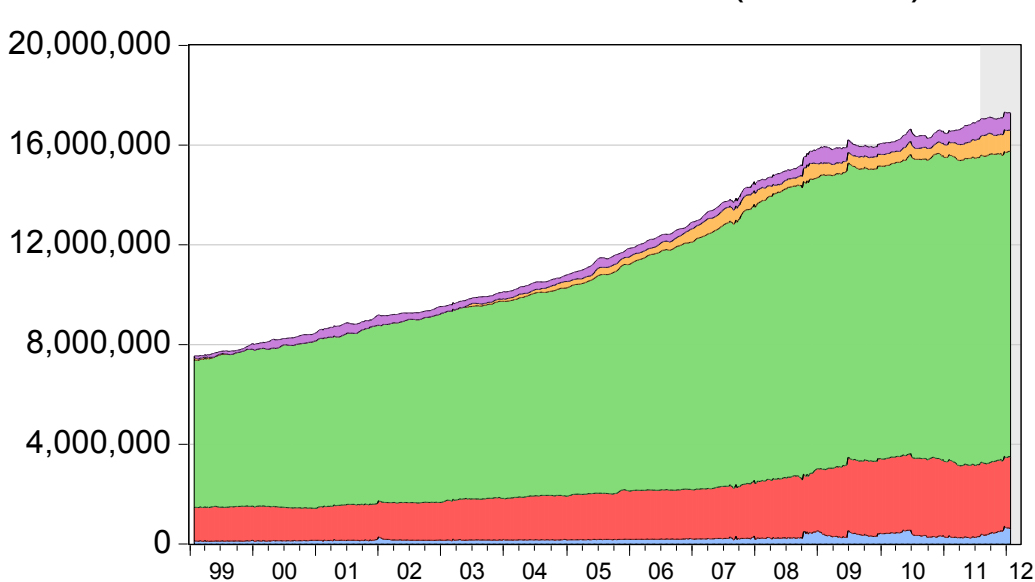
- Objectif de refinancement contre collatéral,
- Importance du champ du collatéral et de sa qualité,



# 2 – Enjeux politique de liquidité – bilan des banques

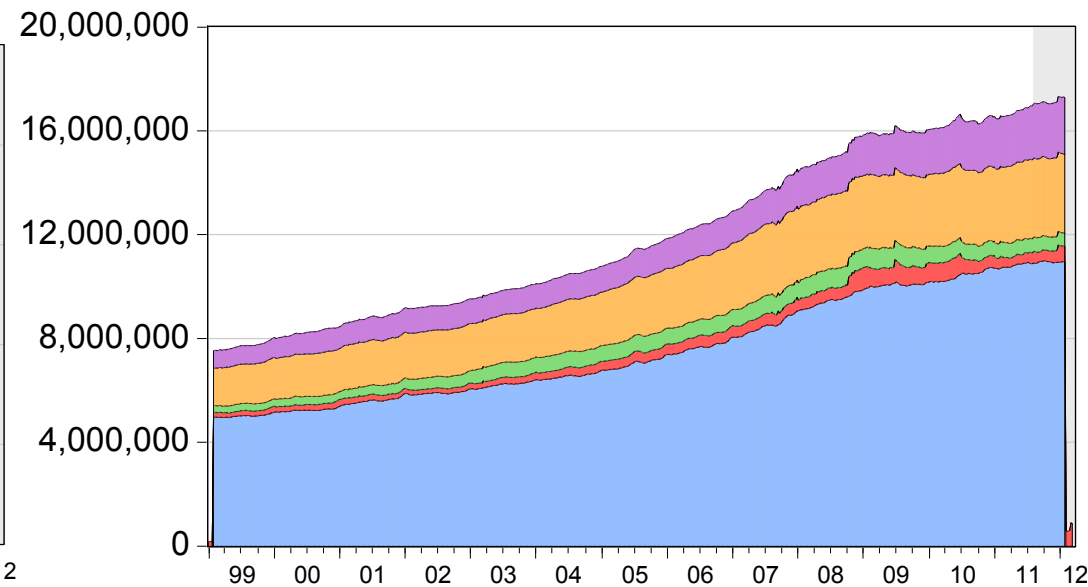
13

Actif bilan consolidé IFM (hors BC) ZE



- Cash et réserves (R)
- Titres émis sur résidents ZE (B)
- Crédits aux résidents ZE (C)
- Opérations nettes - reste du monde (solde)
- Autres opérations nettes (immo, actions, dérivés...)

Passif bilan consolidé IFM (hors BC) ZE

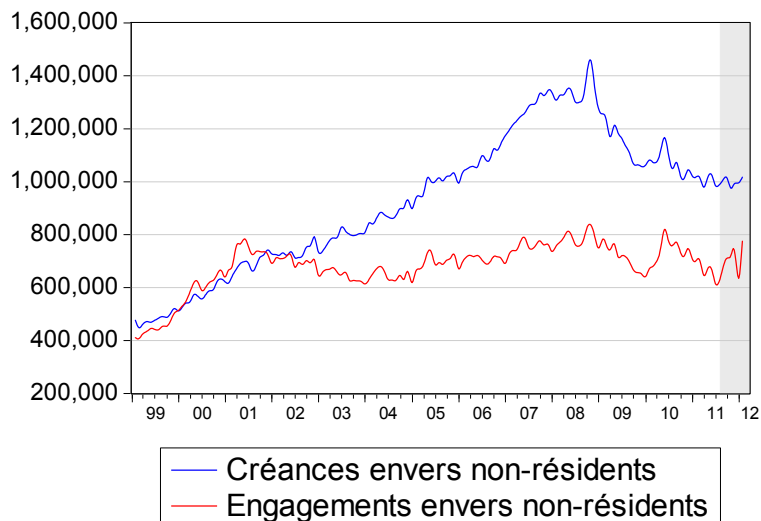


- Dépôts (D)
- Emprunt auprès de la BC (D)
- Dette CT (titres monétaires) (D)
- Dette LT (autres titres) (D)
- Capital et réserves (E)

# 2 – Enjeux politique de liquidité – bilan des banques

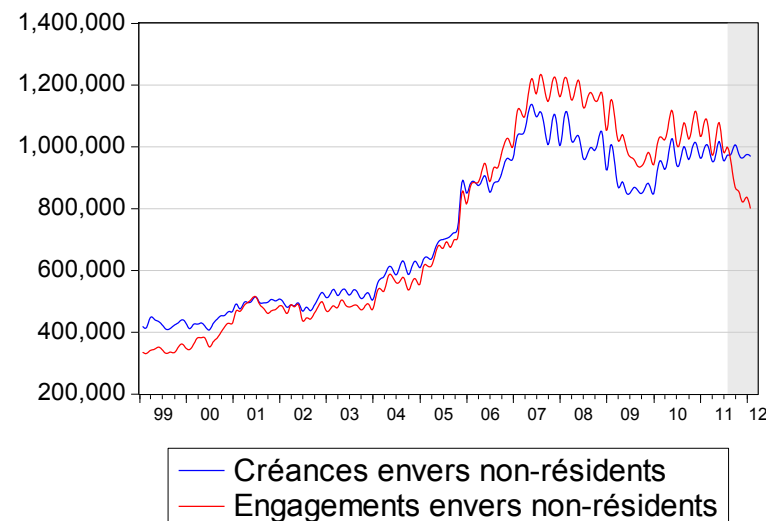
14

Positions IFM sur non-résidents - Allemagne

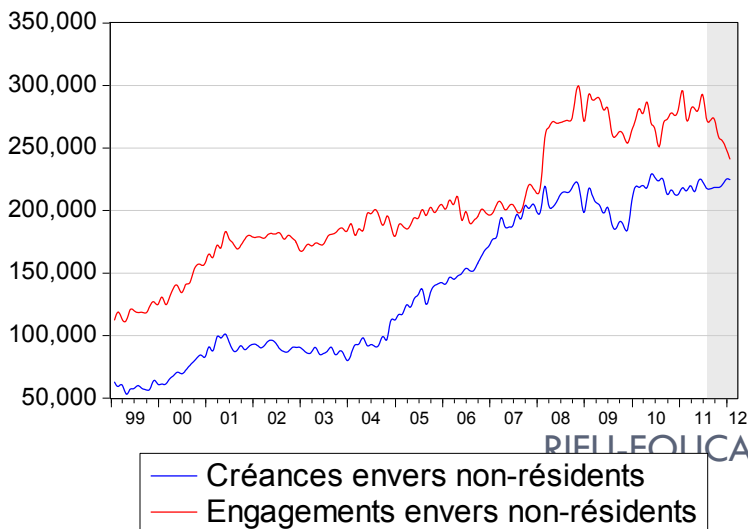


Shin (2011):  
*Passif FX =  
meilleur indicateur  
vulnérabilité crise*

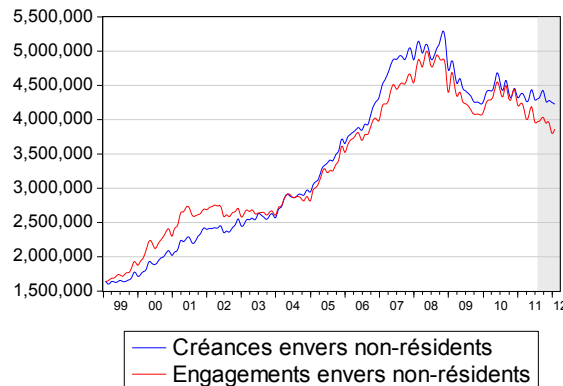
Positions IFM sur non-résidents - France



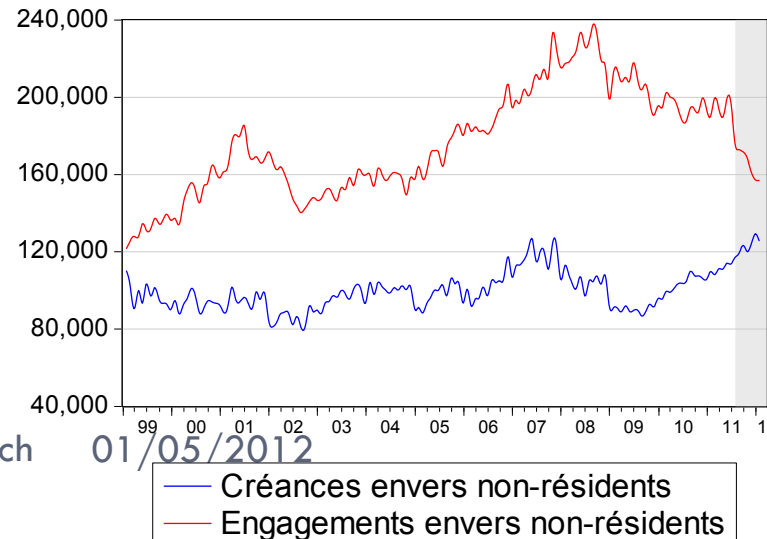
Positions IFM sur non-résidents - Espagne



Positions IFM sur non-résidents - Zone Euro



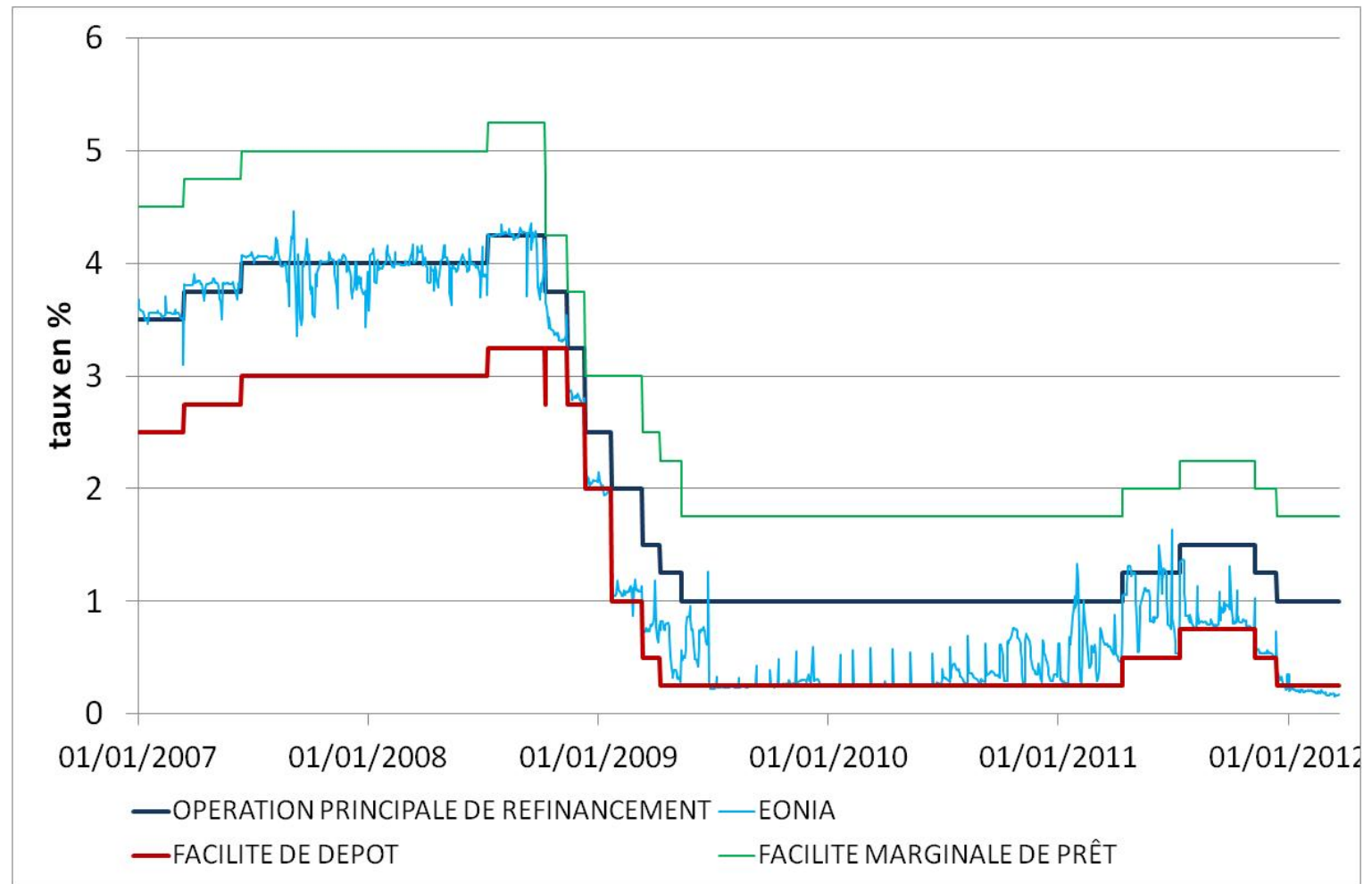
Positions IFM sur non-résidents - Italie



# 3 – Politiques non conventionnelles : risques pour la BC

15

*Une détente du taux interbancaire au niveau du taux de la facilité de dépôt*



# 3 – Politiques non conventionnelles : risques pour la BC

16

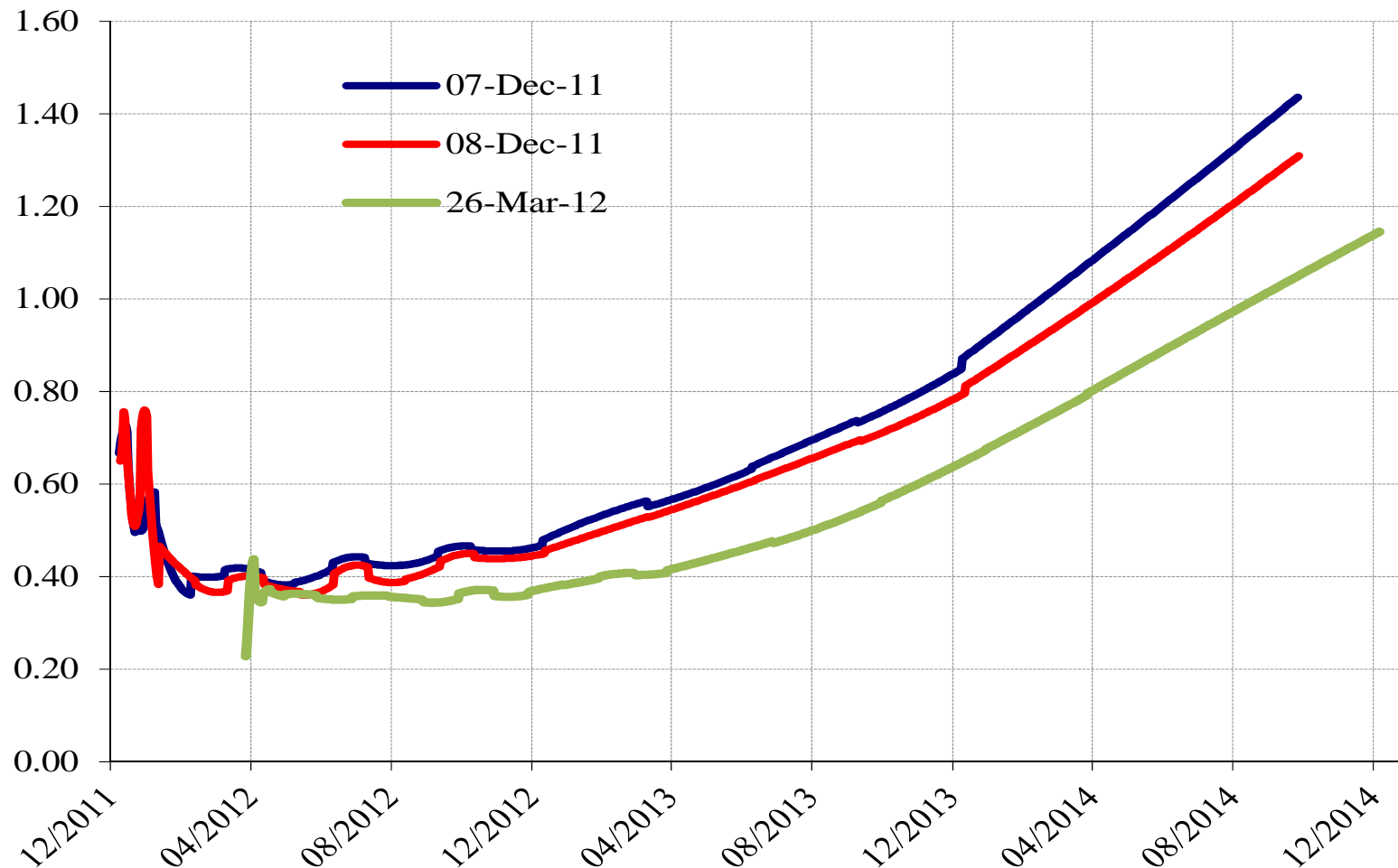
*Une détente des taux plus généralement*

...

*meilleure transmission*

...

*Mais effets persistants ?*



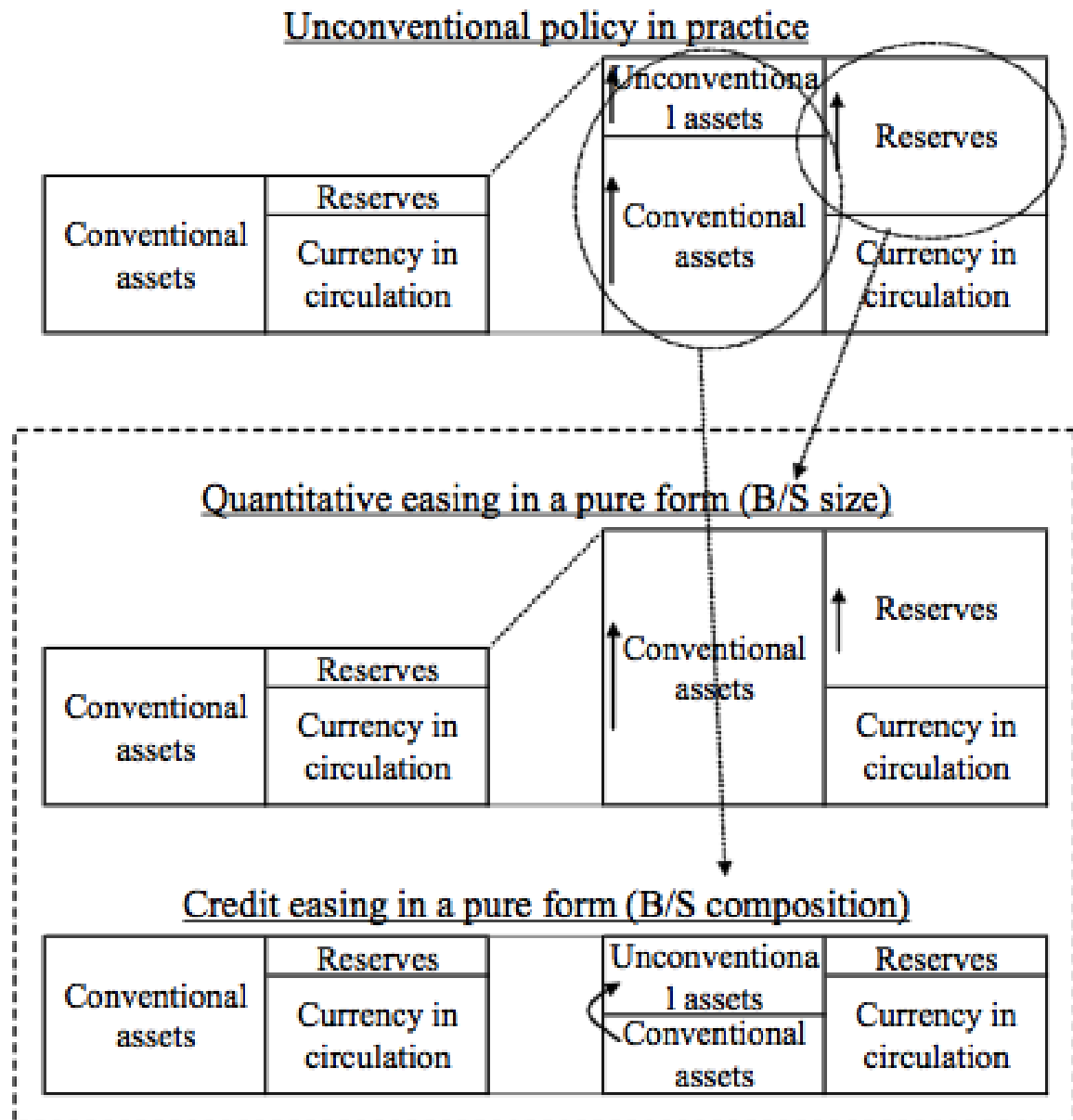
Source : BCE



# 3 – Politiques non conventionnelles : risques pour la BC

- Impact sur le bilan de la BC :  
THEORIE

- Source : Shiratsuka (2009) - BOJ



# 3 – Politiques non conventionnelles : risques pour la BC

18

ACTIF	PASSIF
Avoirs nets en or	Billets en circulation et trésor
Avoirs nets en devises	Réserves obligatoires (comptes des banques)
Opérations de politique monétaire: (FRFA)	
<ul style="list-style-type: none"><li>*principales de refinancement,</li><li>*de refinancement à plus LT,</li><li>*Facilité de prêt marginale,</li><li>*VLTRO,</li><li>*Achats de covered bonds (CBPP et CBPP2),</li><li>*Achats de titres d'états (SMP)</li><li>*Swaps de change</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>•Facilité de dépôt (Réserves excédentaires)</li><li>•Emprunt à terme (stérilisation)</li></ul>
AUTRES ACTIFS	AUTRES PASSIFS

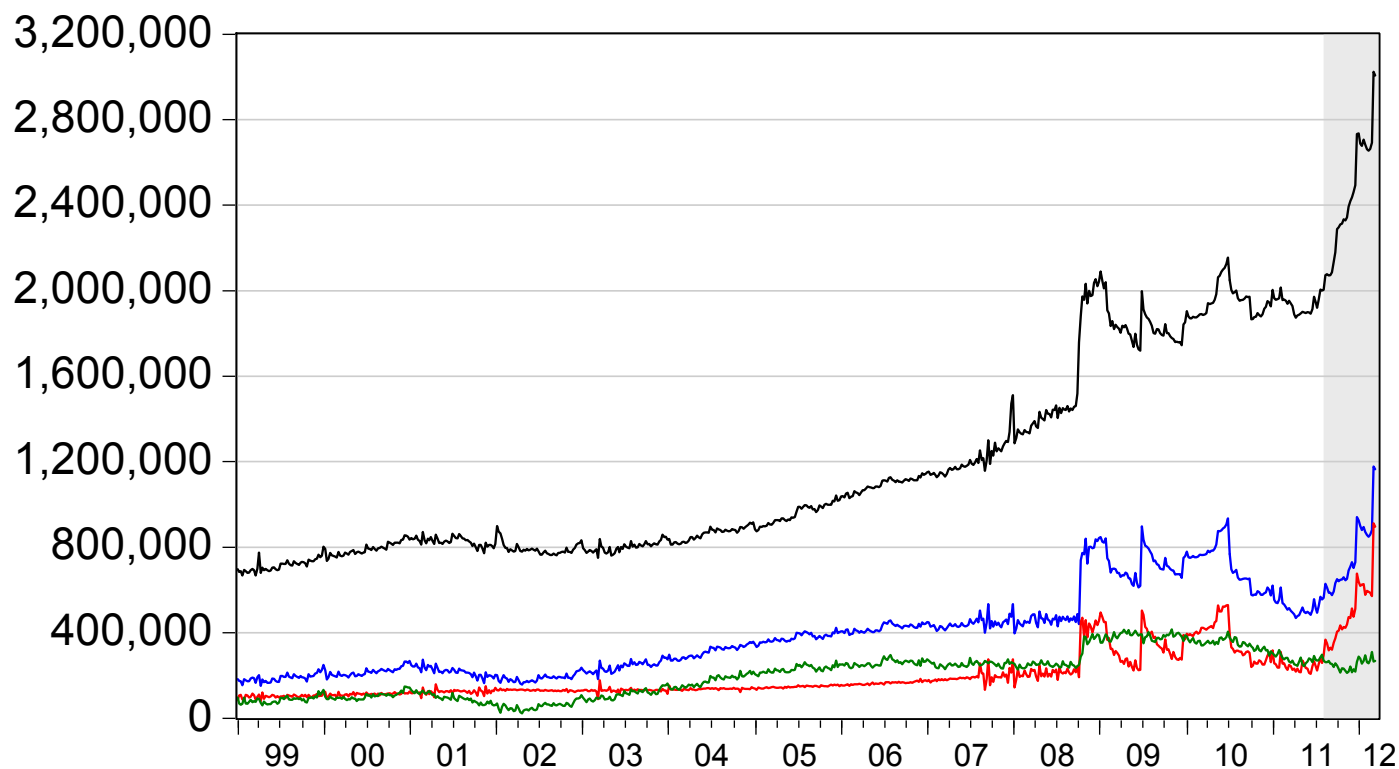
# 3 – Politiques non conventionnelles : risques pour la BC

19

*Une hausse de la taille du bilan BC :*

*VLTROs à l'actif compensés par augmentation des réserves au passif.*

## Bilan Eurosysteme



- Opérations PM (net)
- Réserves
- Facteurs autonomes (net)
- Taille du bilan de l'eurosysteme

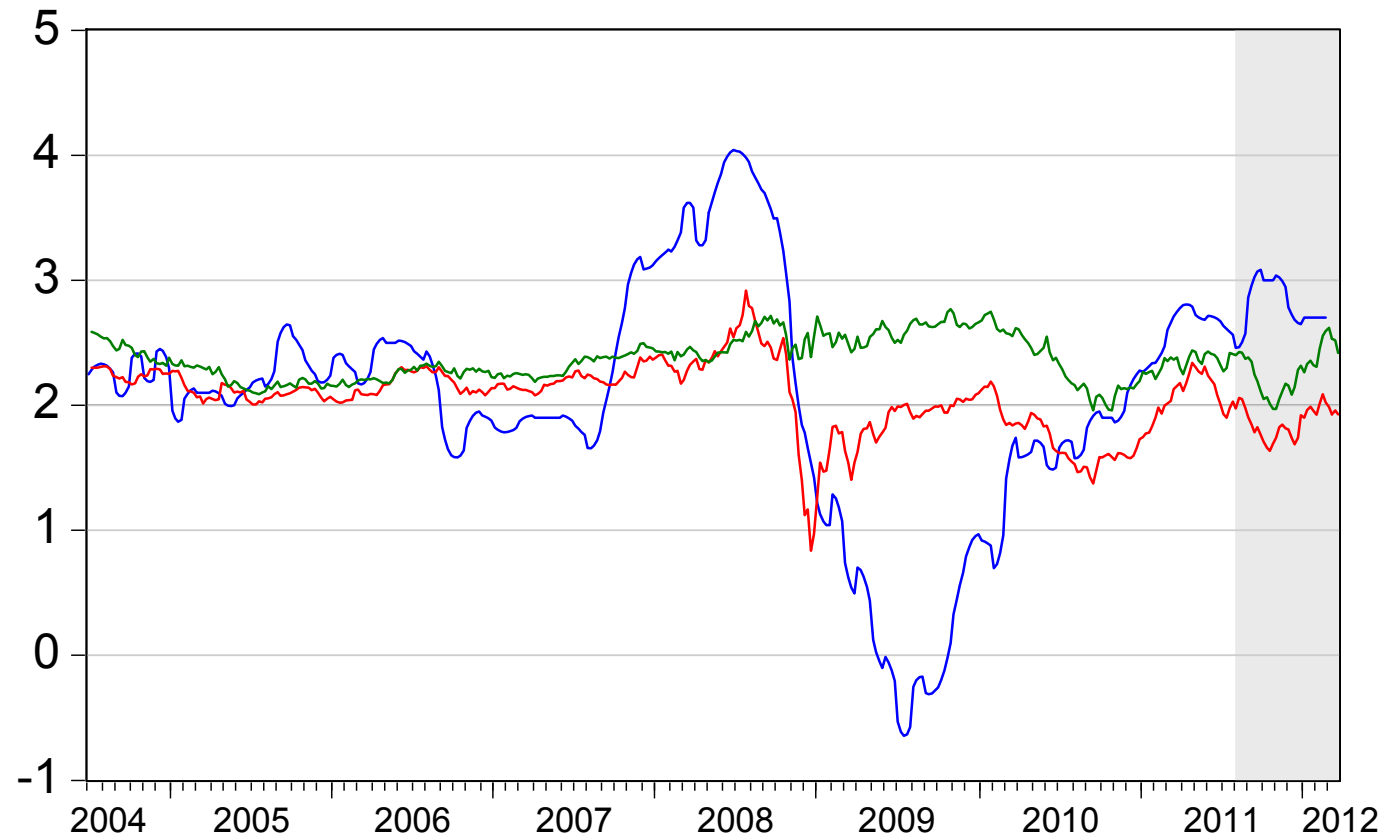
# 3 – Politiques non conventionnelles : risques pour la BC

20

## Inflation constatée et anticipations

*Pas de risque  
d'inflation pour  
le moment...*

*...mais  
destination de la  
liquidité à  
surveiller ;*



- Inflation réalisée (HICP)
- Inflation anticipée : ILS à 5 ans
- Inflation future anticipée : ILS 5 ans dans 5 ans

RIEU-F

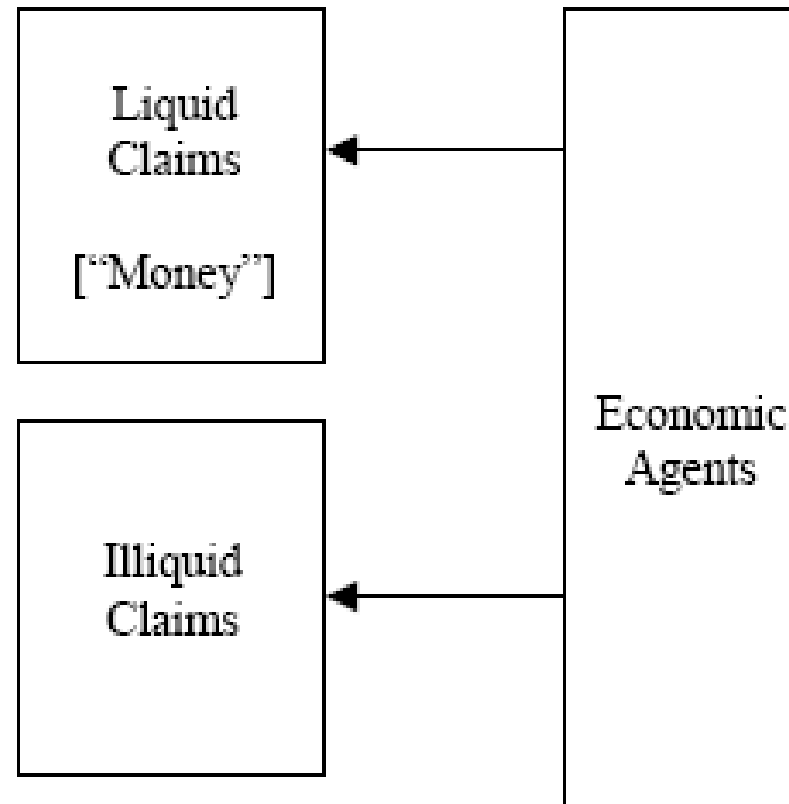
# 3 – Politiques non conventionnelles : risques pour la BC

21

*Quels sont les  
déterminants de  
la demande de  
monnaie :*

*La demande de  
monnaie  
traditionnelle*

*Source : Kim,  
Shin, Yun (2011)*



Money demand as the outcome of a portfolio choice problem

# 3 – Politiques non conventionnelles : risques pour la BC

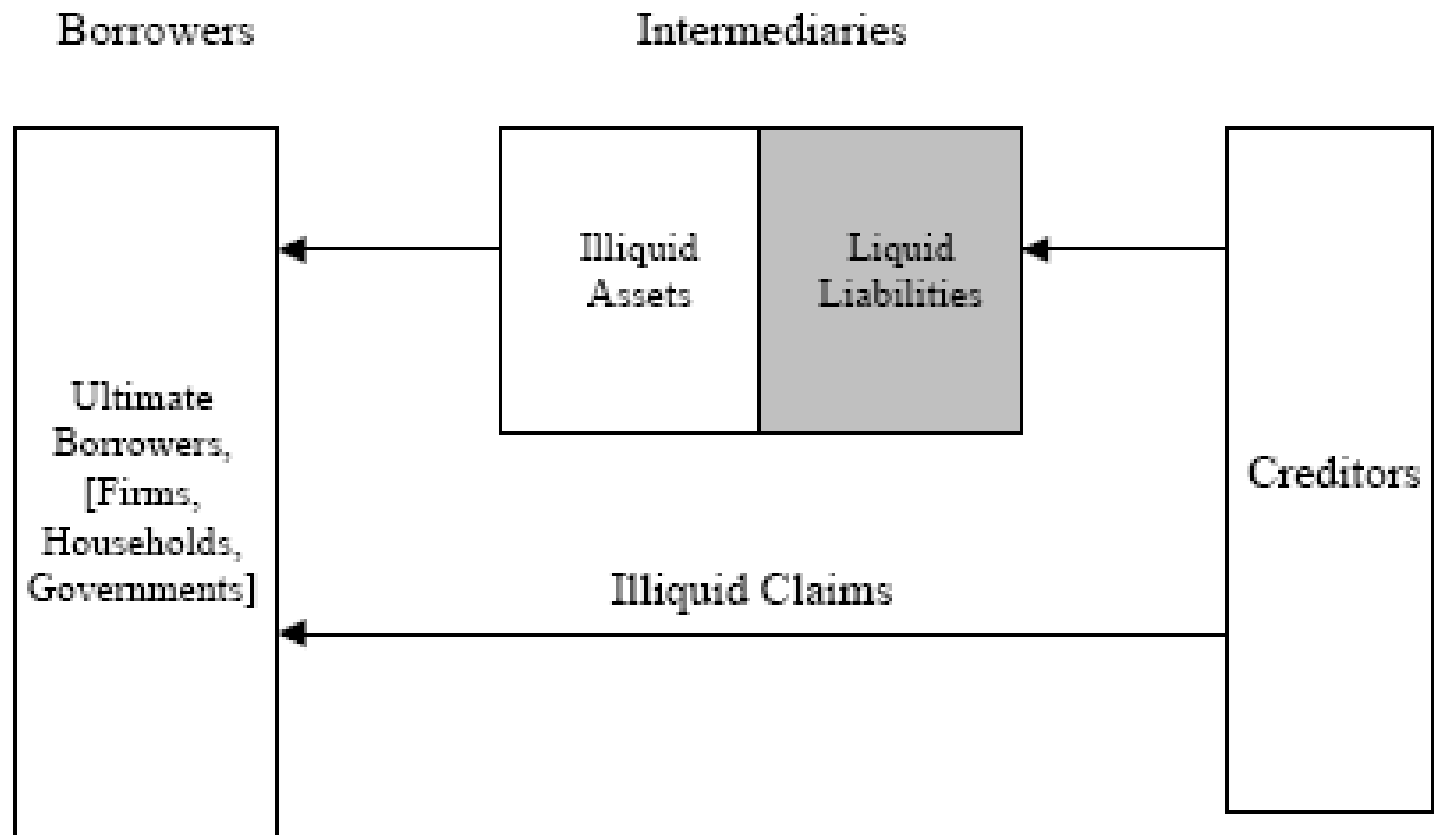
22

## Money Demand as Funding Supply

*Quels sont les déterminants de la demande de monnaie :*

*Approche via le refinancement des banques.*

*Source : Kim, Shin, Yun (2011)*



# Conclusion : concilier des objectifs parfois contradictoires

23

## POLITIQUES ECONOMIQUES

POLITIQUE MONETAIRE  
Max bien-être =  
Min coûts inflation et/ou  
fluctuations éco  
s.c. structure éco.

STABILITE FINANCIERE  
Max bien-être =  
Min coûts sociaux  
instabilité financière

POLITIQUE BUDGETAIRE  
Min coût intertemporel  
remboursement dette

## SYSTEME FINANCIER

BANQUES  
Max profit ou Max richesse  
nette  
s.c. liquidité BC/publique

SYSTEME PARALLELE  
Max profit = Max (revenus  
des actifs – coûts de  
financement et réalisation  
des risques)  
s.c. liquidité privé

## SYSTEME PRODUCTIF

MENAGES  
Max  $E(u(\text{consommation}))$   
s.c. richesse  
intertemporelle

ENTREPRISES  
Max profit =  
Max (revenus production –  
coûts des facteurs)

# Conclusion : concilier des objectifs parfois contradictoires

24

... c'est la mission des ...

