

2013-11-18

## COMMUNIQUÉ DE PRESSE

---

### **Endettement des ménages et des sociétés, flux de capitaux et politique monétaire dans une petite économie ouverte**

*par Mara Pirovano*

NBB Working Paper No 246- Research Series

La crise financière récente a montré que les déséquilibres financiers liés à la dynamique du crédit et à l'endettement accumulé durant des périodes favorables peuvent sensiblement amplifier l'effet des replis conjoncturels. Dans ce contexte, la question de savoir si les banques centrales devraient explicitement avoir comme objectif des variables financières a gagné du terrain, et se trouve au cœur du débat de politique monétaire actuel.

Le présent article examine ces questions dans le contexte du modèle DSGE d'une petite économie ouverte, enrichi par des caractéristiques des marchés européens émergents à l'approche de la crise financière. Tout d'abord, des frictions sur le marché du crédit modélisées à la Bernanke, Gertler et Gilchrist (1999) sont présentes au niveau tant des entreprises que des ménages, créant une prime sur le financement externe dans les deux secteurs liée à l'endettement des emprunteurs. Ensuite, les ménages comme les entreprises empruntent à des bailleurs de fonds étrangers en devises étrangères. En troisième lieu, des entrées de capitaux sont introduites dans les deux secteurs dans l'esprit de Curdia (2006, 2007), en partant de l'hypothèse que les prêteurs étrangers ont une perception déformée de la solvabilité des emprunteurs domestiques. En phase favorable, des vagues d'optimisme exagèrent la solvabilité perçue des emprunteurs domestiques et incitent au relâchement des conditions d'octroi de crédit, ce qui induit un cycle vertueux auto-réalisateur d'expansion économique. La dynamique du modèle est alors analysée en réponse à des chocs de productivité et d'entrées de capitaux, qui impliquent tous une augmentation des emprunts étrangers, mais qui touchent différents aspects du marché du crédit. Les chocs technologiques influent sur la demande de crédit, tandis que les chocs de perception des prêteurs étrangers agissent sur l'offre.

Ce cadre est utilisé pour examiner trois questions majeures. D'abord, pour analyser l'ajustement dynamique de l'économie aux chocs de productivité et d'entrées de capitaux dans différents régimes de politique monétaire, depuis la règle de Taylor standard jusqu'à des règles impliquant des réactions explicites à des mouvements de taux de change et à des agrégats de crédit, ainsi qu'un régime de changes fixes. Ensuite, pour étudier l'interaction entre les tensions sur le marché du crédit dans le secteur des ménages et dans celui des entreprises. Et troisièmement, pour analyser la règle de politique monétaire optimale pour la banque centrale d'une petite économie ouverte soumise à des chocs de productivité et d'entrées de capitaux et attachée à des objectifs macroéconomiques et/ou de stabilité financière.

L'auteur constate tout d'abord que le coefficient optimisé sur le taux d'intérêt décalé révèle une inertie optimale assez élevée de la règle de politique monétaire, quelles que soient les préférences des autorités monétaires. Étant donné que, dans une petite économie ouverte, les modifications du taux d'intérêt nominal se traduisent par des fluctuations du taux de change qui altèrent le bilan des emprunteurs détenant de la dette en devises étrangères, elles accroissent la volatilité des variables financières, y compris la croissance du crédit. Dès lors, même si la banque centrale ne s'occupe pas de stabilité financière, elle estime préférable de lisser l'évolution du taux directeur. Deuxièmement, dans le cas où les autorités monétaires ne s'occupent pas de stabilité financière, réagir uniquement à des écarts d'inflation et de production constitue une réponse optimale. Lorsque la mission de la banque centrale intègre des considérations de stabilité financière, les autorités monétaires estiment optimal de réagir à une dépréciation du taux de change présentant un coefficient positif, mais pas aux indicateurs du marché du crédit. Un resserrement de la politique monétaire en réponse, par exemple, à des chocs d'entrées de capitaux entraîne une nouvelle appréciation du taux de change, qui renforce le bilan des emprunteurs et encourage à emprunter encore davantage à l'étranger. Cette situation semble suggérer que dans une petite économie ouverte dollarisée, une banque centrale ayant des objectifs de stabilité financière mais ne disposant que d'un seul instrument, à savoir le taux d'intérêt nominal, ne peut réaliser en même temps la stabilité macroéconomique et la stabilité financière.

Enfin, en ce qui concerne l'interaction entre les variables financières des ménages et celles des sociétés, l'auteur montre que le degré de corrélation dépend très largement du caractère fixe ou flexible du taux de change, tant dans le cas des chocs technologiques que de celui des chocs d'entrées de capitaux. Il montre notamment que, dans un régime de taux de change fixe (variable), une corrélation négative (positive) apparaît. L'analyse fait apparaître que les chocs sectoriels d'entrées de capitaux se propagent à l'autre secteur, principalement par leur effet sur la production intérieure via la demande accrue de biens domestiques utilisés à des fins d'investissement, et via les effets bilanciaux de l'appréciation de la devise.