

---

RECHERCHE ET EXPERTISE  
SUR L'ECONOMIE MONDIALE



**CEPII**

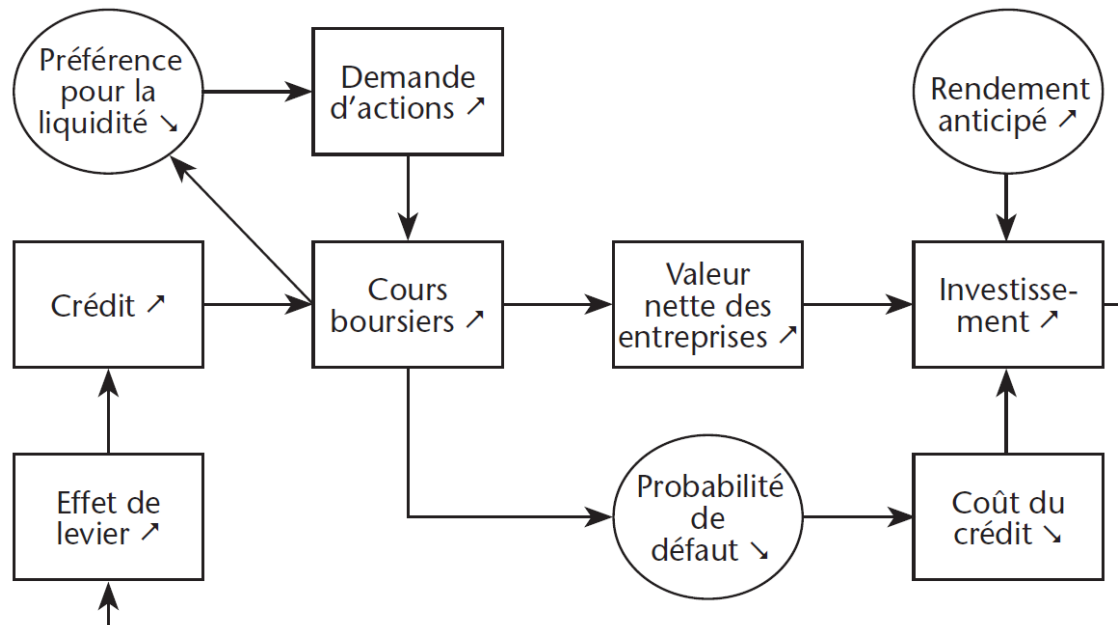
# Vulnérabilités financières et réformes institutionnelles

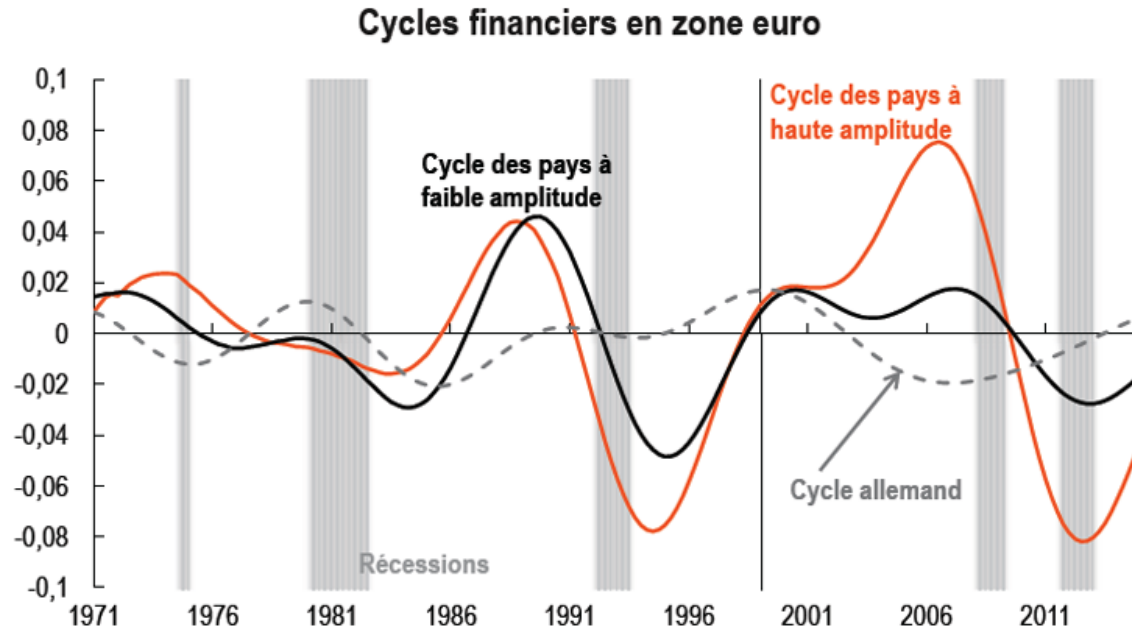
**Michel Aglietta**

CEPII

- Les banques centrales ont affronté les conséquences macro de la crise financière comme des aberrations/ dogme néoclassique : la finance est efficiente et la monnaie est neutre → politiques monétaires temporaires « non conventionnelles » pour retrouver la norme : ancrage macro sur 2 % d'inflation + régulation financière concernant seulement les banques, séparée de la politique monétaire.
- 10 ans d'échec pour mettre fin à la rhétorique : conventionnel/non conventionnel
  - Les taux d'intérêt vont rester très bas très longtemps
  - Incertitude géopolitique et commerciale durable contre laquelle les BCs ne peuvent rien → le guidage international de la devise clé perd sa base réelle (Mark Carney)
- Admettre que la cible d'inflation est inatteignable comme ancrage de MT et que les mécanismes de transmission des impulsions monétaires perdent leur efficacité à très bas taux d'intérêt → retrouver le principe d'une coordination : *expansion budgétaire + financement monétaire*, car la politique budgétaire est indispensable contre le risque ↑ de récession globale.
- Le pb de la concertation internationale de niveau européen et de niveau mondial/ globalité des vulnérabilités financières qui s'aggravent fortement.

- La finance de marché baigne dans l'incertitude radicale, mais sa logique est unidimensionnelle : « *faire de l'argent avec l'argent* » → pas de valeur fondamentale. Le pivot des mouvements de marché est la liquidité.
- La dynamique est le *momentum* : endettement/ prix des actifs qui décrit un cycle financier à 5 phases : *essor/euphorie/paroxysme et crise/retournement des prix d'actifs et pessimisme/déflation de dette et restructuration des bilans*.
- Le modèle d'interaction finance/macro est l'*accélérateur financier* :





Note : le cycle financier correspond aux fluctuations de moyen terme d'un indice composé du crédit total au secteur privé non financier, du ratio du crédit au PIB et des prix de l'immobilier. Les cycles composites sont construits en pondérant les cycles financiers des pays qui composent chaque groupe par leur PIB. Les pays à cycles financiers de haute amplitude sont l'Espagne, la Grèce et l'Irlande. Les pays à cycles financiers de faible amplitude sont l'Autriche, la Belgique, la Finlande, la France, l'Italie, les Pays-Bas et le Portugal.

Source : Oman (2018).

Pour citer ce graphique :

Aglietta M., « Cycles financiers en zone euro. Une hétérogénéité forte »

in CEPII (2018), *Carnets graphiques. L'économie mondiale dévoile ses courbes*, Bensidoun I. et Couppey-Soubeyran J. (dir)

- La crise financière s'engage par le retournement des prix d'actifs sur lesquels le *momentum* euphorique s'est concentré, en l'espèce les prix immobiliers dès les derniers mois de 2006. La course vers la liquidité et le besoin de désendettement entraînent la phase récessive des marchés d'actifs dès l'automne 2007.
- Mais Ben Bernanke remarque que c'est *l'effondrement du marché de gros de la liquidité*, dû au retrait des banques dans le refinancement des pertes des crédits titrisés à partir de juillet 2008 qui a provoqué la panique au cœur de l'intermédiation de marché en paralysant les teneurs de marché.
- La disparition de ce marché crucial impliquait l'effondrement complet de la finance de marché si les banques centrales ne la prenaient pas entièrement en charge pour rétablir la confiance dans la liquidité de marché et donc la reprise de l'offre de crédit.
- La crise est d'autant plus violente et les effets induits de la déflation de bilan d'autant plus dévastateurs et prolongés que le retournement du cycle financier coïncide avec celui du cycle conjoncturel et que l'intégration financière internationale est forte.



L'état actuel des vulnérabilités financières et la crainte d'une récession globale :

- *les fragilités structurelles*
- *la montée des risques de marché*
- *les politiques d'endiguement*

- *Avertissement de la BRI* : besoin d'un cadre macro financier englobant, c'est-à-dire mondial, pour soutenir la résilience macro lorsque le cycle financier se retourne. Au contraire, la régulation macro prudentielle actuelle est fragmentée et limitée aux banques. De plus, il faut bien plus que des amortisseurs pour contenir les fragilités cachées dans les bilans qui s'accumulent sur 10 à 15 ans.
- *État des vulnérabilités selon le FMI (GFSR d'avril 2019)*
  - Endettement élevé des entreprises dans les économies avancées surtout aux US avec une catégorie de dette dangereuse : le marché des *leveraged loans*.
  - Regain du *cercle vicieux banques/finances publiques* en zone euro (Italie) exacerbé par les risques politiques de l'UE (absence de mécanismes contra cycliques).
  - *Vulnérabilités de crédit en Chine et dans les EMEs* face à des investisseurs internationaux inquiets et moutonniers → risque de sorties massives de capitaux vers le dollar. Ces vulnérabilités sont exacerbées par les risques géopolitiques → fragmentation des chaînes de valeur mondiales.
  - Conséquence : *prob* ↑ *d'une récession mondiale*.

- La réforme fiscale US de 2017 a gonflé les profits des entreprises sans incidence  $> 0$  sur l'investissement productif. 3 usages conformes à la valeur actionnariale :  $\uparrow$  dividendes, rachats d'actions et M&As avec effet de levier obligataire.
- Le montant des obligations émises par des entreprises cotées  $\leq$  BBB est 2 fois celui des obligations de haute qualité. C'est le cas des *leveraged loans* que les fonds de *private equity* forcent les entreprises à émettre pour les opérations de *leveraged buyouts*. Leur montant était \$1300mds fin 2018 (x2 en 10 ans).
- Ces prêts sont mis en pools et titrisés sous forme de CLOs. Or les banques ne détiennent que 33 % du stock de CLOs dans la tranche senior. Ils sont surtout détenus par le *shadow banking* non régulé.
- Si les entreprises emprunteuses rencontrent un stress de liquidité dans un retournement de conjoncture, les fonds d'investissement peuvent être dans l'incapacité de faire fonctionner le marché de refinancement des CLOs. Comme dans le cas des *subprimes*, le risque de liquidité se retournerait vers les banques. S'il est aigu, le marché de gros de la liquidité pourrait se geler à nouveau.



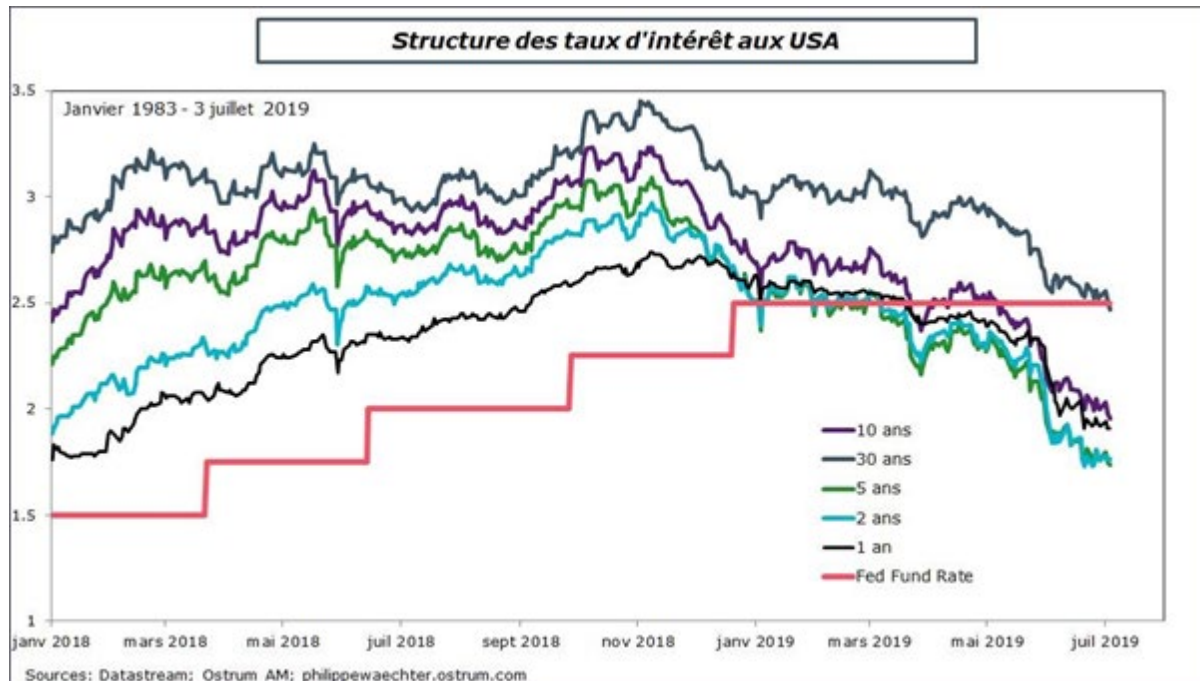
- Dans les ratios de sécurité bancaire introduits par Bâle III, les titres souverains sont toujours traités comme liquides et sans risque. Or les banques italiennes, espagnoles et portugaises sont encore grevées de prêts non performants issus des 2 crises de 2008 et de 2011-13. Il en est de même des *Landesbanken* qui financent l'immobilier et des grandes banques allemandes. Les compagnies d'assurance en zone euro détiennent des montants élevés d'obligations d'entreprises BBB.
- Le risque principal est un ralentissement sévère de la croissance s'il est accompagné d'un changement brutal de la préférence pour la liquidité en faveur des Bunds jugés sûrs → éclatement de la structure des taux entre pays membres.
- Un tel contexte élèverait le coût de financement des banques italiennes surtout si les risques de crédit s'aggravent dans les bilans des entreprises domestiques. La BCE n'aurait d'autre choix que de recourir à des prêts directs par le truchement de la Banque d'Italie.

- Stagnation séculaire dans les pays avancés hors US + politiques monétaires ultra expansives → explosion du financement obligataire par les investisseurs internationaux en quête de rendement → développements des ETFs guidés par des indices obligataires servant de benchmarks.
- Les fonds « benchmarkés » dans les pays émergents ont atteint \$800mds (x4 en 10 ans), traités comme une nouvelle classe d'actifs par les investisseurs internationaux → + de corrélations entre pays et + d'instabilité des mouvements internationaux de capitaux/ risques géopolitiques.
- Conséquence déstabilisante : *renforcement de la globalisation financière alors que les chaînes de valeur commerciales se défont.*



## Les signaux avancés d'un retournement conjoncturel global

- Toute la courbe des taux obligataires US est inversée jusqu'à 30 ans.
- Le taux nominal à une date T a 2 composantes :
  - l'anticipation d'inflation à cette échéance qui est basse, mais reste  $> 0$
  - La prime de terme qui est une opinion du marché sur le taux réel. Cette prime de terme est  $< 0$  à toute échéance  $\rightarrow$  taux nominal  $<$  taux directeur de la Fed à toute échéance.
- Cette structure de taux est une opinion pessimiste sur la croissance future qui s'est révélée être dans le passé une anticipation de récession dans les 2 ans.



- La pente de la courbe des taux  $< 0$  à toutes échéances indique une probabilité de récession  $\approx 60\%$  dans les 2 ans.
- La volatilité des marchés très basse dans la phase euphorique du cycle financier,  $\uparrow$  depuis juillet avec l'approche du retournement (Vix  $\uparrow$ )
- *Symptômes d'incertitude*  $\uparrow$  : le VVix (volatilité implicite du Vix)  $\uparrow$  signifie que le calme du marché est interrompu fréquemment par des chocs violents exprimant la difficulté à évaluer l'incertitude.
- *Symptômes d'un assèchement de liquidité dans les marchés à risque* : spread des Junk bonds et des CLOs sur leveraged loans  $\uparrow$  substantiellement
- *Symptômes de bifurcations dans la dynamique des marchés dus à des changements non anticipés de la liquidité* : une chute de 5 écarts-types/ fluctuation quotidienne moyenne du marché sur le mois précédent est une discontinuité caractéristique du risque de liquidité. 5 discontinuités de ce type depuis 2016.

- La totalité de la courbe des taux des Bunds allemands est à taux  $< 0$ . Au niveau mondial \$16 trns d'obligations à taux  $< 0$ , comprenant à la fois des obligations publiques et des obligations privées *investment grade*.
- Les problèmes de rentabilité qui en découlent :
  - Pour les banques dans leur transformation d'échéance
  - Pour les investisseurs institutionnels/ leurs engagements de passif
- La distorsion des marchés dans la diversification des portefeuilles :
  - *Les marchés d'actions sont très surévalués/trends de LT* : aux US le Dow Jones est à 130 % au-dessus du trend. Le S&P500 a un P/E de 16,7 en août 2019/  $\approx 10$  à LT
  - Dans une situation « normale » les marchés obligataires font contrepoids. Lorsque les marchés d'actions  $\downarrow$  avec le retournement conjoncturel, les taux d'intérêt  $\downarrow$  avec la  $\downarrow$  du taux directeur et les prix des obligations  $\uparrow$ . *Un portefeuille diversifié amortit les pertes.*
  - Dans la structure des taux actuels, la capacité de  $\downarrow$  des taux directeurs est très limitée et les risques des marchés obligataires sont très asymétriques avec la limite aux taux  $< 0$
- Au plan macro, la politique monétaire est très limitée pour faire ce qu'elle a fait en 2008 : répondre à la crise financière en créant toujours plus de dettes  $\rightarrow$  le pessimisme de l'OCDE sur la conjoncture mondiale et la question : *quand une coordination budgétaire sera-t-elle organisée face à la montée des risques globaux ?*

- Aux US, Trump va faire n'importe quoi pour être réélu, y.c porter atteinte à l'indépendance de la Fed → possibilité de yield curve de + en + inversée et ruée des capitaux investis en \$ vers la sécurité du yen, du FS et de l'or. *Le danger est une dégénérescence de la guerre commerciale en guerre des changes.*
- En Allemagne l'obsession de l'équilibre budgétaire est ancrée dans la loi → en récession, taux < 0 et infrastructures en décrépitude, pas d'expansion budgétaire !
- L'incertitude actuelle est sans précédent depuis la fin de la 2<sup>e</sup> guerre mondiale :
  - Protectionnisme commercial/taux d'intérêt réels↓↓/basse inflation durable dans une finance globale → ↓rentabilité du capital au niveau mondial domine les conditions nationales (Mark Carney).
  - Conséquences : menace d'une trappe à liquidité généralisée
- Pas de solution si le politique ne reprend pas la main du CT vers le LT :
  - Pour éviter la récession : coopération expansion budgétaire /financement monétaire.
  - Pour transformer le système financier contre la tragédie des horizons : promouvoir les investisseurs de LT/engagements environnementaux, avec des garanties publiques et un soutien des banques centrales de manière à réorienter l'épargne privée.
  - Intégrer les politiques monétaire et macro prudentielle sous la direction des banques centrales. Concertation internationale pour évoluer vers un SMI multilatéral.