

## IV. Les limites de la politique monétaire

Dans les principales économies avancées, les taux directeurs demeurent à un niveau très bas et l'expansion du bilan des banques centrales se poursuit, sous l'effet de nouvelles séries de mesures non conventionnelles. Ces conditions monétaires extrêmement accommodantes se transmettent aux économies émergentes (ÉcÉm), notamment par le biais de leur résistance à deux effets non bienvenus – la volatilité du change et des flux de capitaux. Par voie de conséquence, la politique monétaire est très accommodante à l'échelle mondiale.

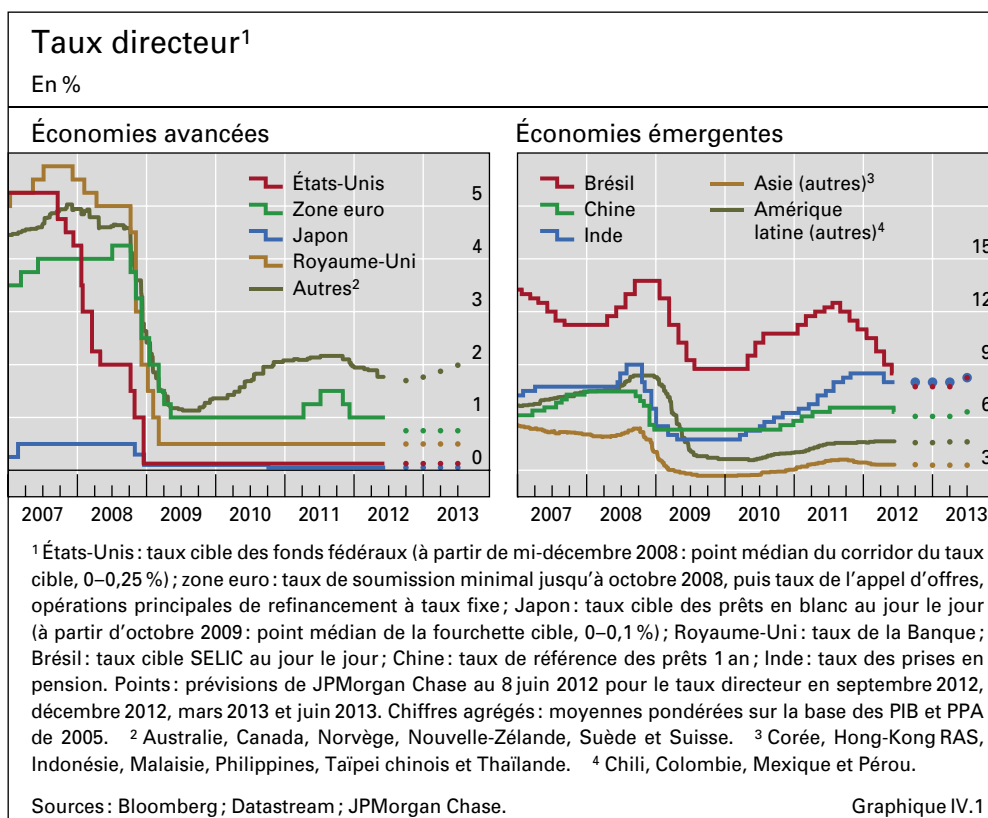
L'action vigoureuse des banques centrales pour contenir la crise a été décisive pour éviter la débâcle financière et soutenir des économies fragiles. Mais la politique monétaire a ses limites. Elle peut certes fournir des liquidités, mais elle ne peut pas résoudre les problèmes sous-jacents de solvabilité. Si les limites de la politique monétaire ne sont pas reconnues, les banques centrales se trouveront excessivement mises à contribution, ce qui pourrait avoir des conséquences néfastes potentiellement graves. Une détente monétaire marquée et prolongée s'accompagne d'effets secondaires qui peuvent retarder le retour à une croissance autonome et poser des risques pour la stabilité financière et des prix à l'échelle mondiale. Le décalage croissant entre ce que l'on attend des banques centrales et ce qu'elles peuvent effectivement accomplir pourrait, à long terme, entamer leur crédibilité et restreindre leur autonomie opérationnelle.

Le présent chapitre examine tout d'abord les principales mesures de politique monétaire adoptées pendant l'année écoulée par les banques centrales des économies avancées et émergentes et évalue leur orientation générale. Il étudie ensuite la portée et les limites d'une détente monétaire marquée et prolongée : implications pour l'assainissement des bilans dans les économies avancées ; répercussions sur les ÉcÉm ; et risques à long terme pour les banques centrales.

### Politique monétaire dans les économies avancées et émergentes

#### *Mesures prises au cours de l'année écoulée*

Entre juin 2011 et début juin 2012, dans nombre d'économies avancées et émergentes, la banque centrale a mis fin au relèvement du taux directeur qui était en cours au premier semestre 2011, et, dans certains cas, l'a même abaissé (graphique IV.1), dans un contexte marqué par une décélération de la croissance et par une atténuation des tensions inflationnistes. La Banque centrale européenne (BCE) a ramené à 1 % le taux de ses opérations principales de refinancement, tout en permettant au taux au jour le jour de tomber jusqu'à un niveau proche du taux de sa facilité de dépôt, lui-même réduit à 0,25 %. Dans les autres grandes économies avancées, les taux ont



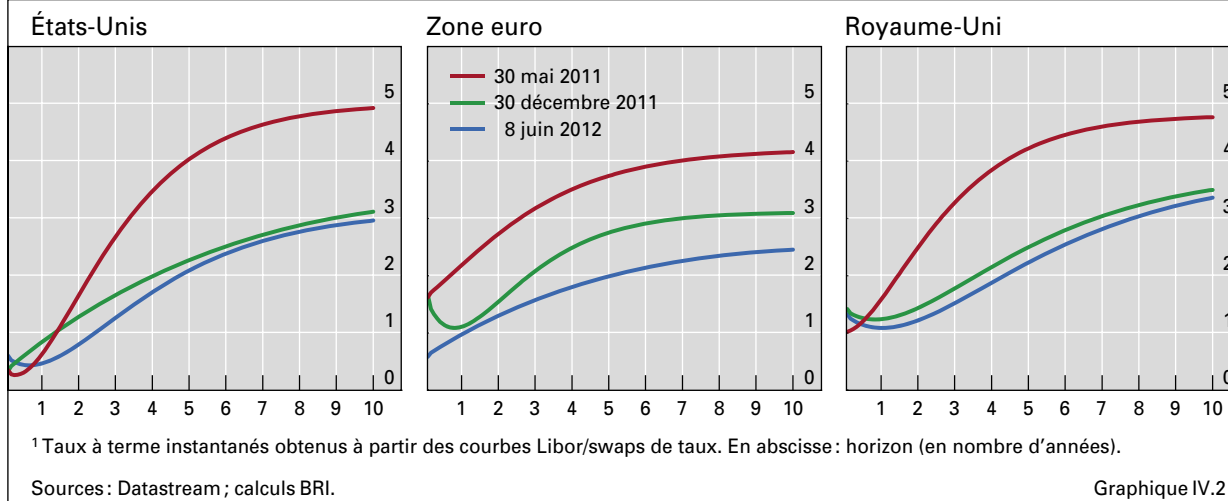
été maintenus à leur plancher effectif. Dans les ÉcÉm, la Banque centrale du Brésil a comprimé le sien de 400 pb depuis août dernier, la Banque de Réserve de l'Inde, de 50 pb en avril 2012, et la Banque populaire de Chine, de 25 pb (prêts 1 an) début juin. Dans certains cas, même, notamment en Chine et en Inde, la banque centrale a également diminué le coefficient de réserves obligatoires.

Début juin 2012, les marchés s'attendaient, dans l'année, à des baisses supplémentaires des taux directeurs dans la zone euro, en Chine et au Brésil, et à un *statu quo* aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Japon et en Inde (graphique IV.1, points). Les courbes des taux à terme indiquent que, pour les deux prochaines années, les marchés anticipent des taux directeurs bas dans les grandes économies avancées (graphique IV.2). Ces anticipations reflètent, au moins en partie, les orientations annoncées par les banques centrales. Aux États-Unis, le Comité fédéral de l'*open market* a annoncé, en avril, que les taux des fonds fédéraux resteraient vraisemblablement à des niveaux exceptionnellement bas au moins jusqu'à fin 2014, étant donné les perspectives macroéconomiques.

Sur la période considérée, les banques centrales des principales économies avancées ont pris de nouvelles mesures dans le cadre de leur politique de bilan. La Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon ont mis en place ou renforcé des programmes d'achat massif d'actifs pour faire baisser les taux d'intérêt à long terme, et les primes de risque en général, afin d'opérer un assouplissement monétaire supplémentaire. En septembre 2011, la Réserve fédérale a lancé le Maturity

## Courbes des taux à terme<sup>1</sup>

En %



Extension Program (MEP), qui a pour objectif de céder \$400 milliards de titres du Trésor à court terme avant fin juin 2012 et d'utiliser le produit de cette vente pour acquérir des valeurs du Trésor de durée plus longue. La Banque d'Angleterre et la Banque du Japon ont toutes deux étoffé leur programme d'acquisition d'actifs, à hauteur, respectivement, de £125 milliards et ¥30 000 milliards.

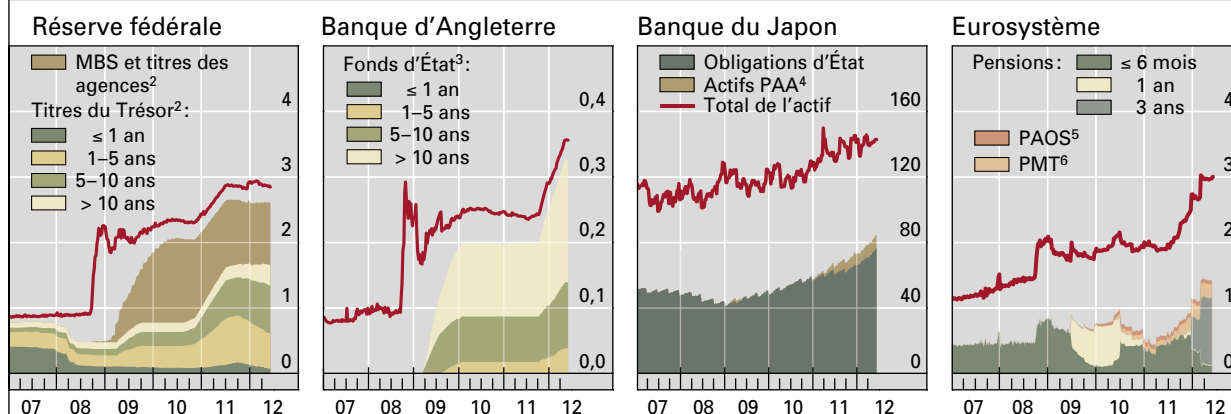
Les achats effectués par ces trois banques centrales depuis fin 2008 ont considérablement gonflé les portefeuilles de titres à long terme – tout particulièrement d'obligations d'État – qu'elles détiennent ferme (graphique IV.3, trois premiers cadres). Ils ont ainsi contribué à faire retomber les taux longs à des niveaux très bas (graphique IV.4, cadre de gauche)<sup>1</sup>.

La politique de bilan adoptée par la BCE sur la période considérée visait à remédier aux dysfonctionnements du mécanisme de transmission monétaire, au sein de la zone euro, résultant de la dégradation des conditions de financement des États et des banques. En août 2011, devant la rapide hausse du rendement de certains emprunts souverains (graphique IV.4, cadre de droite), la BCE a réactivé les achats d'obligations d'État dans le cadre de son programme pour les marchés de titres (PMT). Pour enrayer la détérioration rapide des conditions de financement bancaire sur les marchés de la zone euro, elle a mené deux opérations de refinancement à 3 ans, l'une en décembre 2011 et l'autre en février 2012, servant intégralement les appels d'offres. Parallèlement, elle a élargi la gamme des actifs qu'elle accepte comme sûretés et réduit de moitié le coefficient de réserves obligatoires.

<sup>1</sup> Pour une vue d'ensemble et des éléments nouveaux concernant l'effet des programmes d'achat d'obligations par les banques centrales sur les rendements des obligations d'État à long terme, voir J. Meaning et F. Zhu, « The impact of recent central bank asset purchase programmes », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2011, pp. 73–83, ainsi que J. Meaning et F. Zhu, « The impact of Federal Reserve asset purchase programmes: another twist ? », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2012, pp. 23–32. Cette seconde étude conclut que, fin 2011, les achats d'obligations par la Réserve fédérale avaient peut-être réduit de plus de 150 pb le rendement de l'obligation d'État 10 ans.

## Banques centrales : taille et composition du bilan<sup>1</sup>

En milliers de milliards de la monnaie d'émission



<sup>1</sup> Banque d'Angleterre et Réserve fédérale : par échéance résiduelle ; Eurosysteme : encours des opérations de pension, par échéance initiale. <sup>2</sup> Valeur faciale. MBS = titres adossés à des hypothèques (*mortgage-backed securities*). <sup>3</sup> Détenus au titre de l'Asset Purchase Facility. <sup>4</sup> Papier commercial, obligations d'entreprise, ETF (*exchange-traded funds*, fonds cotés), titres cotés des fonds de placement immobilier et bons du Trésor à intérêts précomptés détenus au titre du programme d'achat d'actifs (PAA). <sup>5</sup> Obligations sécurisées détenues au titre des 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup> programmes d'achat d'obligations sécurisées (PAOS). <sup>6</sup> Titres détenus au titre du programme pour les marchés de titres (PMT).

Sources : Datastream ; données nationales.

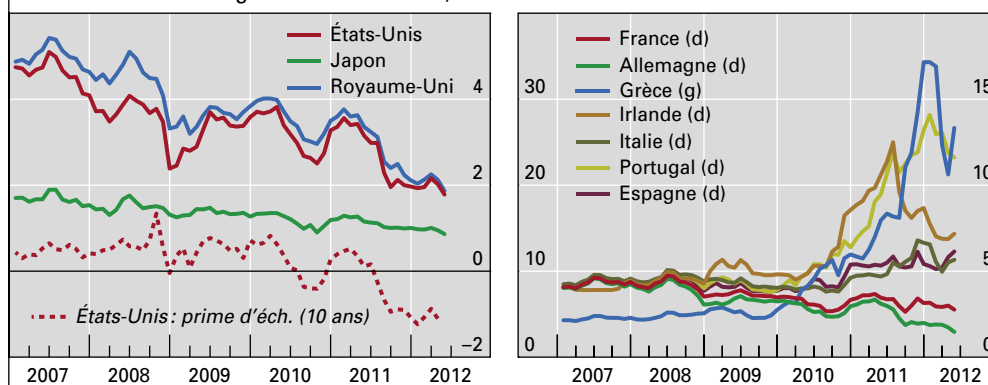
Graphique IV.3

Toutes ces décisions ont atténué les pressions qui s'exerçaient sur les banques et sur les États, mais cet effet n'a été que temporaire : à compter de mars 2012, les tensions se sont de nouveau intensifiées (chapitre II).

Ces mesures ont sensiblement accru le volume et la durée des actifs détenus par l'Eurosysteme (graphique IV.3, dernier cadre). Fin mai 2012, les titres acquis ferme dans le cadre du PMT totalisaient €212 milliards, et ceux achetés dans le cadre des programmes d'achat d'obligations sécurisées (PAOS) avoisinaient €69 milliards. Les deux opérations de refinancement à 3 ans ont permis d'allouer un total d'environ €1 000 milliards. Le bilan de l'Eurosysteme s'est ainsi accru de quelque €500 milliards en termes nets, d'autres opérations de refinancement à plus court terme ayant diminué dans le même temps.

## Taux longs

Rendement des obligations d'État 10 ans, en %



Sources : Bloomberg ; calculs BRI.

Graphique IV.4

Les autorités japonaises et la Banque nationale suisse (BNS) sont intervenues sur les changes face à la vive appréciation de leur monnaie, utilisée comme valeur refuge. Les réserves de change du Japon ont augmenté de \$185 milliards en 2011, à \$1 221 milliards (tableau IV.1). La BNS a fixé un cours minimum de 1,20 franc pour 1 euro en septembre. Les réserves de change de la Suisse ont, au demeurant, moins progressé en 2011 que durant l'année précédente (tableau IV.1). Néanmoins, leur progression a été vive en mai 2012 (plus de 25 %), en raison de tensions croissantes sur le taux plancher vis-à-vis de l'euro.

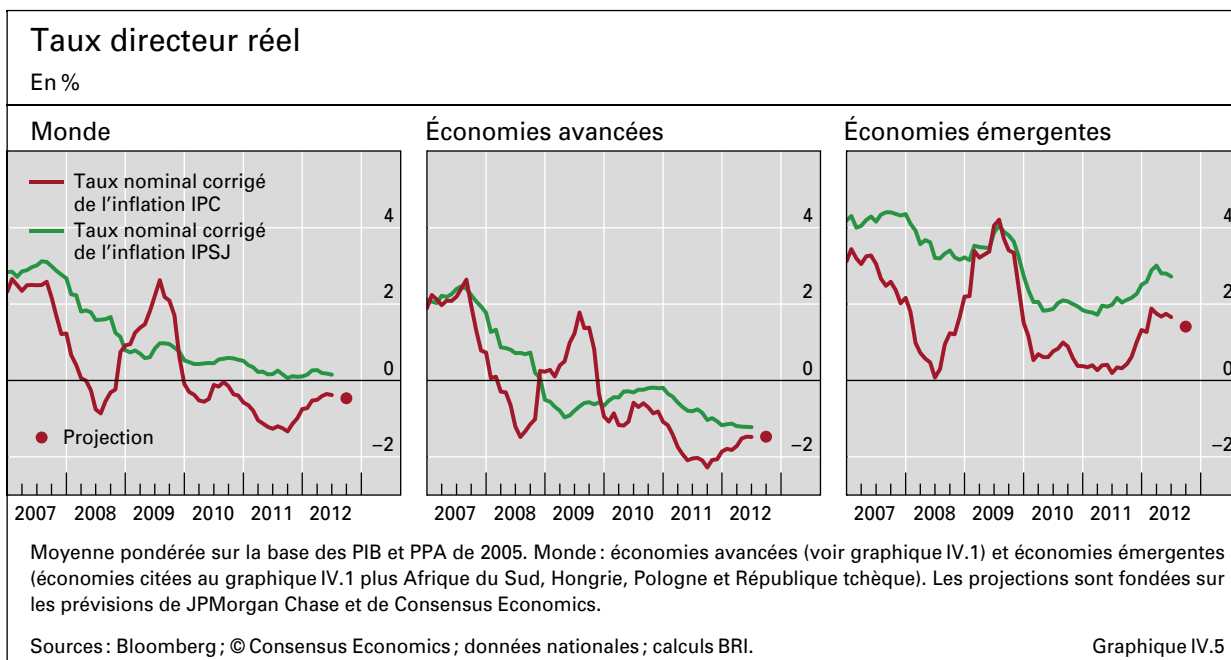
Dans les ÉcÉm, et tout particulièrement en Asie, l'accumulation de réserves de change a ralenti en 2011 (tableau IV.1). Cette tendance reflète en partie l'atténuation des tensions à la hausse sur les cours de change au second semestre, l'accroissement de l'aversion mondiale pour le risque ayant

| Réserves de change : variation annuelle             |                            |            |            |            |            |            |                         |
|---|----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------------------|
| En milliards de dollars                             |                            |            |            |            |            |            |                         |
|   | À cours de change courants |            |            |            |            |            | En cours<br>(déc. 2011) |
|   | 2006                       | 2007       | 2008       | 2009       | 2010       | 2011       |                         |
| Monde   | 933                        | 1 449      | 639        | 829        | 1 099      | 935        | 10 204                  |
| Économies avancées                                  | 91                         | 99         | 61         | 83         | 194        | 269        | 2 037                   |
| États-Unis  | 3                          | 5          | 4          | 1          | 2          | -0         | 52                      |
| Japon   | 46                         | 73         | 55         | -7         | 39         | 185        | 1 221                   |
| Suisse  | 2                          | 7          | 0          | 47         | 126        | 54         | 271                     |
| Zone euro   | 17                         | 19         | -1         | -8         | 13         | 1          | 208                     |
| Asie  | 396                        | 695        | 410        | 715        | 651        | 424        | 5 112                   |
| Chine   | 247                        | 462        | 418        | 453        | 448        | 334        | 3 181                   |
| Corée   | 28                         | 23         | -61        | 65         | 22         | 11         | 298                     |
| Hong-Kong RAS                                       | 9                          | 19         | 30         | 73         | 13         | 17         | 285                     |
| Inde  | 39                         | 96         | -20        | 12         | 9          | -5         | 263                     |
| Indonésie   | 8                          | 14         | -5         | 11         | 29         | 14         | 104                     |
| Malaisie  | 12                         | 19         | -10        | 2          | 9          | 27         | 129                     |
| Philippines   | 4                          | 10         | 3          | 4          | 16         | 12         | 66                      |
| Singapour   | 20                         | 27         | 11         | 12         | 38         | 12         | 235                     |
| Taïpei chinois                                      | 13                         | 4          | 21         | 56         | 34         | 4          | 386                     |
| Thaïlande   | 15                         | 20         | 23         | 25         | 32         | -0         | 165                     |
| Amérique latine <sup>1</sup>                        | 54                         | 127        | 42         | 25         | 81         | 97         | 642                     |
| Argentine   | 8                          | 14         | 0          | -1         | 4          | -7         | 40                      |
| Brésil  | 32                         | 94         | 13         | 39         | 49         | 63         | 343                     |
| Chili   | 3                          | -3         | 6          | 1          | 2          | 14         | 40                      |
| Mexique   | 2                          | 11         | 8          | 0          | 21         | 23         | 137                     |
| Venezuela   | 5                          | -5         | 9          | -15        | -8         | -3         | 6                       |
| PECO <sup>2</sup>                                   | 26                         | 42         | 6          | 13         | 14         | 3          | 260                     |
| Moyen-Orient <sup>3</sup>                           | 96                         | 108        | 150        | -29        | 50         | 84         | 661                     |
| Russie  | 120                        | 171        | -56        | -5         | 27         | 8          | 441                     |
| <i>Exportateurs nets<br/>de pétrole<sup>4</sup></i> | <i>286</i>                 | <i>331</i> | <i>144</i> | <i>-62</i> | <i>107</i> | <i>135</i> | <i>1 556</i>            |

<sup>1</sup> Économies citées plus Colombie et Pérou. <sup>2</sup> Pays d'Europe centrale et orientale : Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Roumanie, Slovaquie, Slovénie et République tchèque. <sup>3</sup> Arabie Saoudite, Koweït, Libye et Qatar. <sup>4</sup> Algérie, Angola, Kazakhstan, Mexique, Nigéria, Norvège, Russie, Venezuela et Moyen-Orient.

Sources : FMI ; Datastream ; données nationales.

Tableau IV.1



entraîné des sorties de flux de portefeuille (graphique II.6, cadre de gauche). Néanmoins, les réserves de change d'Asie émergente restent très substantielles : à \$5 000 milliards, soit la moitié du total mondial en décembre 2011. La Chine détient à elle seule un peu moins d'un tiers des réserves mondiales de change (plus de \$3 000 milliards).

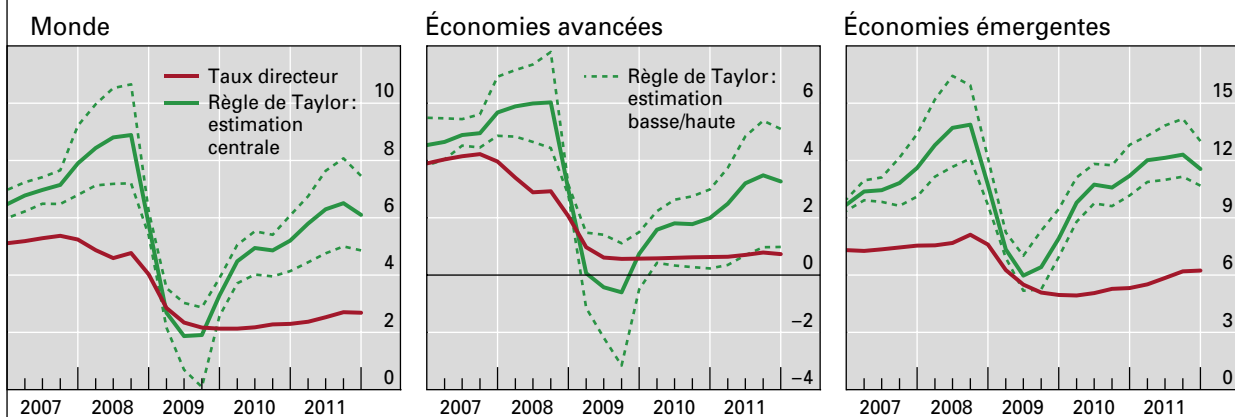
#### *Évaluation de l'orientation monétaire*

À l'échelle planétaire, les taux directeurs réels (corrigés de l'inflation) témoignent d'une politique monétaire très accommodante, quel que soit le déflateur (inflation sous-jacente ou IPC) appliqué (graphique IV.5). Début 2012, les taux réels oscillaient autour de zéro en moyenne et demeuraient résolument négatifs dans les grandes économies avancées. Ils ont légèrement progressé dans les ÉcÉm, mais apparaissent encore très faibles par rapport à la croissance tendancielle de la production de ces économies au cours des dernières années.

Un constat très similaire se dégage des taux directeurs calculés selon la règle de Taylor, laquelle relie mécaniquement le niveau des taux directeurs au taux d'inflation et à l'écart de production (graphique IV.6). Certes, cette mesure pâtit inévitablement de la forte incertitude qui entoure le niveau et le taux de croissance du potentiel de production. Cependant, si l'on tient compte de toutes les combinaisons des différentes mesures de l'inflation (IPC et sous-jacente) et estimations de l'écart de production (tendance variable dans le temps et tendance linéaire constante), il apparaît que les taux directeurs sont exceptionnellement accommodants à fin 2011 (graphique IV.6, cadre de gauche). Ce résultat tient principalement aux ÉcÉm (graphique IV.6, cadre de droite), ce qui reflète le poids des facteurs extérieurs (notamment des préoccupations suscitées par la volatilité des cours de change et des flux de capitaux) dans la conduite de la politique monétaire de ces économies. Dans les économies avancées, les taux directeurs se situent juste au-dessous

## Taux directeur et règle de Taylor<sup>1</sup>

En %



Règle de Taylor :  $i = c + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5\gamma$ , où  $\pi$  est une mesure de l'inflation et  $\gamma$ , une mesure de l'écart de PIB. La constante  $c$  est définie comme la somme du taux d'inflation moyen et de la croissance du PIB réel depuis T1 2000.  $\pi^*$  est calculé comme le niveau moyen du taux d'inflation depuis T1 2000. La règle de Taylor a été appliquée en combinant successivement 3 mesures de l'inflation (inflation IPC, taux sous-jacent et prévisions consensuelles de l'inflation IPC) avec les mesures de l'écart de PIB obtenues selon 3 méthodes d'estimation du PIB potentiel (filtre Hodrick-Prescott, tendance linéaire et composantes non observables). Le cadre représente les estimations centrale, basse et haute des 9 combinaisons.

<sup>1</sup> Moyenne pondérée sur la base des PPA de 2005. Monde : économies avancées et économies émergentes citées ci-après. Économies avancées : Australie, Canada, Danemark, États-Unis, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suède, Suisse et zone euro. Économies émergentes : Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou, Pologne, Singapour, Taïpei chinois, République tchèque, Thaïlande et Turquie.

Sources : Bloomberg ; CEIC ; © Consensus Economics ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

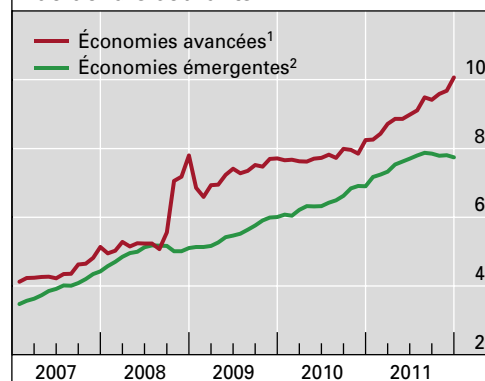
Graphique IV.6

de la plage des taux donnés par la règle de Taylor, alors qu'ils étaient restés à l'intérieur de cette fourchette pendant la majeure partie de la période qui a suivi l'éclatement de la crise (graphique IV.6, cadre du milieu).

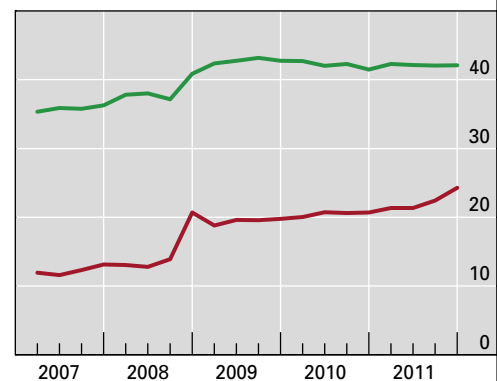
Certes, le niveau réel du taux directeur et la règle de Taylor ne peuvent pas mesurer exactement l'orientation de la politique monétaire. L'assouplissement pourrait être surestimé dans la mesure où l'approche néglige plusieurs facteurs qui sont importants dans le contexte actuel : risque

## Banques centrales : actif

Total de l'actif, en milliers de milliards de dollars courants



Total de l'actif, en % du PIB



<sup>1</sup> Grandes économies avancées (voir graphique IV.6). <sup>2</sup> Grandes économies émergentes (voir graphique IV.6).

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; Datastream ; données nationales.

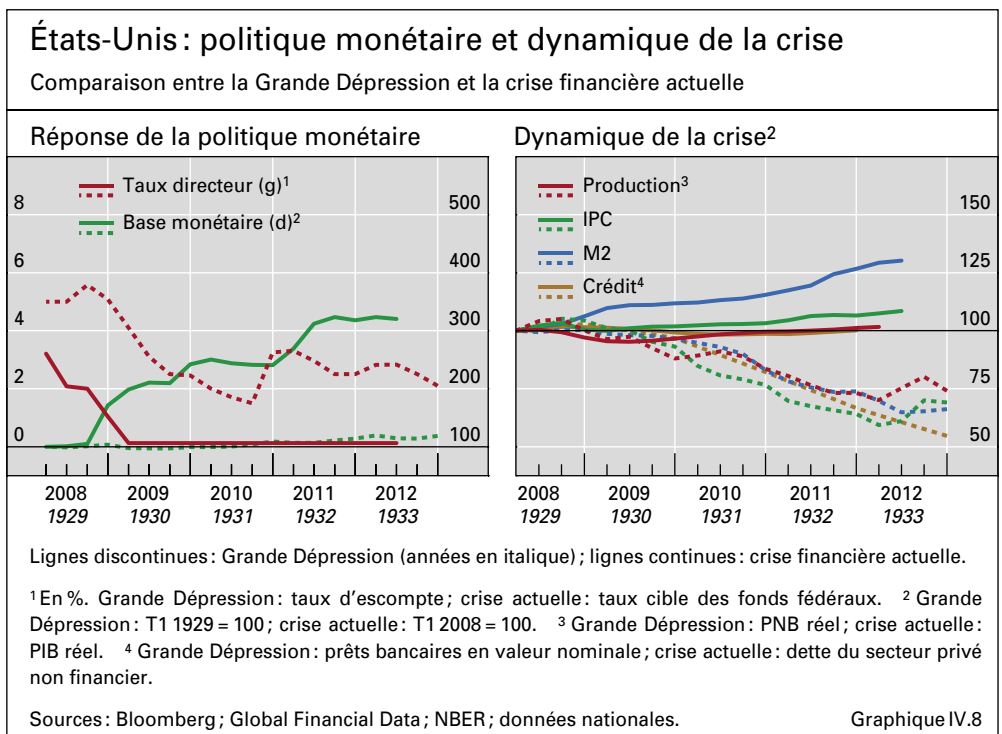
Graphique IV.7

de déstabilisation induit par les entrées de capitaux, séquelles de la crise financière et modulation des réserves obligatoires.

La politique monétaire apparaît bien plus accommodante dès lors que l'on prend aussi en considération l'expansion sans précédent du bilan des banques centrales. Le total des actifs détenus par ces institutions a plus que doublé au cours des quatre dernières années et s'établissait à environ \$18 000 milliards fin 2011 (graphique IV.7, cadre de gauche). Dans les économies avancées, la part de ces actifs a atteint environ 25 % du PIB sous l'effet de la politique de bilan mise en place pour surmonter la crise financière mondiale (graphique IV.7, cadre de droite). Cette évolution a rendu les conditions monétaires encore plus accommodantes en contribuant, par exemple, à l'abaissement des rendements obligataires à long terme<sup>2</sup>. Dans les principales ÉcÉm, les actifs des banques centrales représentaient quelque 40 % du PIB fin 2011, reflétant l'encours substantiel des réserves de change accumulées sur la dernière décennie, en particulier en Asie. Cette situation a certainement modéré la hausse des cours de change et, par là, accéléré la croissance.

### Portée et limites d'une détente monétaire prolongée

L'action décisive des banques centrales pendant la crise financière mondiale a probablement joué un rôle décisif pour éviter une réédition de la Grande Dépression. C'est ce que laisse penser la comparaison des dynamiques de crise (graphique IV.8, cadre de droite) et des politiques monétaires



<sup>2</sup> Pour une présentation des répercussions sur les marchés financiers et des effets macroéconomiques de la politique de bilan déployée par les banques centrales dans les grandes économies avancées, voir M. Cecioni, G. Ferrero et A. Secchi, *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, Banque d'Italie, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), n° 102, septembre 2011. Pour des données plus récentes sur les effets des achats d'obligations par les banques centrales, se reporter aux références citées dans la note 1 ci-avant.



(graphique IV.8, cadre de gauche) lors de la Grande Dépression (lignes discontinues) et de la crise actuelle (lignes continues) aux États-Unis.

Cependant, alors qu'il est largement admis que le vigoureux assouplissement de la politique monétaire dans les grandes économies avancées a été essentiel pour empêcher une débâcle financière, les bienfaits d'une détente monétaire prolongée sont davantage controversés. Le débat porte en particulier sur ses implications pour l'assainissement des bilans (condition préalable à une croissance soutenue), sur les risques d'instabilité financière et des prix au niveau planétaire, ainsi que sur les conséquences à plus long terme pour la crédibilité et l'autonomie opérationnelle des banques centrales.

#### *Assouplissement monétaire et assainissement des bilans*

À court terme, une politique monétaire accommodante peut faciliter l'assainissement des bilans des secteurs public et privé. En offrant aux banques et aux pouvoirs publics davantage de temps pour remédier aux problèmes d'insolvabilité, elle peut éviter des opérations de désendettement précipitées et des défaillances. Elle peut aussi abaisser le coût du service de la dette, soutenir les prix des actifs, et dynamiser la production et l'emploi.

Néanmoins, durant la phase de rétablissement après une crise financière, la politique monétaire pourrait s'avérer moins efficace dans son rôle de stimulation de l'économie. Les agents économiques surendettés ne souhaitent pas emprunter pour dépenser, et le système financier fragilisé transmet moins bien l'orientation de la politique monétaire au reste de l'économie. Par conséquent, si l'on veut que la détente monétaire exerce le même effet à court terme sur la demande globale, elle devra naturellement être plus marquée. Mais elle ne saurait remplacer une action corrective directe pour maîtriser l'endettement et rééquilibrer les bilans. Au bout du compte, une détente monétaire prolongée risque même, via différents canaux, de retarder l'assainissement des bilans et le retour à une reprise autonome.

Premièrement, des conditions monétaires inhabituellement accommodantes sur une période prolongée masquent des problèmes sous-jacents au niveau des bilans et incitent moins à s'y attaquer de front. L'assainissement et les réformes structurelles nécessaires au rétablissement de la viabilité budgétaire peuvent donc être différés. Comme le montre en détail le chapitre V, les États doivent agir plus résolument afin de retrouver leur statut d'emprunteurs sans risque, ce qui est essentiel à la fois pour la stabilité macroéconomique et pour la stabilité financière à plus long terme.

De même, les achats massifs d'actifs et les soutiens inconditionnels de liquidité peuvent faire paraître moins nécessaire le traitement des actifs dépréciés des banques. Ces dernières sont encore aux prises avec les répercussions de la crise financière mondiale et, souvent, elles dépendent fortement des financements apportés par les banques centrales (chapitre VI). Et, en présence de taux d'intérêt bas, le coût d'opportunité associé à la détention de prêts improductifs est réduit et les banques risquent de surestimer les capacités de remboursement de leurs débiteurs. Tous ces facteurs pourraient perpétuer la fragilité des bilans et induire une mauvaise

allocation du crédit<sup>3</sup>. Le fait, avéré, que le désendettement des ménages américains a résulté d'une réduction de l'octroi de prêts plutôt que de passations en pertes de crédits non viables (chapitre III) montre que ces pratiques pourraient se développer dans le contexte actuel. En outre, on constate, d'une part, que le ratio valeur de marché/valeur comptable des actifs des banques est très faible (dans l'ensemble très inférieur à 1) et, d'autre part, que les provisions pour pertes sur prêts sont maigres alors que les conditions macroéconomiques sont peu favorables (tableau VI.1), ce qui est peut-être l'indice de pratiques de renouvellement systématique des prêts improductifs.

Deuxièmement, sur la durée, la détente monétaire peut éroder la rentabilité des banques. Le niveau des taux à court terme et la pente de la courbe des rendements présentent une corrélation positive avec les revenus d'intérêts nets des banques, car ils exercent une influence favorable, respectivement sur les marges sur dépôts et sur les rendements de la transformation des échéances<sup>4</sup>. Il a été montré que, sur la période 2008–2010, l'assouplissement monétaire a amélioré la rentabilité des grandes banques internationales en facilitant la reconstitution de leurs fonds propres (encadré IV.A). Les effets négatifs associés à l'abaissement des taux directeurs ont été plus largement compensés par l'accentuation de la pente de la courbe des rendements. Cependant, en période caractérisée à la fois par des taux courts bas et par une courbe des rendements aplatie, les revenus d'intérêts des banques finiraient par être érodés. On perçoit d'ores et déjà les premiers signes d'une telle évolution, puisque le dernier aplatissement en date de la courbe des taux aux États-Unis et au Royaume-Uni s'est accompagné d'une chute des marges nettes des banques (tableau VI.1).

La faiblesse des rendements obligataires engendre également des difficultés pour les entreprises d'assurance vie et les fonds de pension. Cela avait été le cas à la fin des années 1990 et au début des années 2000, au Japon, où elle avait en effet provoqué de graves problèmes de marges bénéficiaires négatives, qui ont conduit à la faillite un certain nombre d'entreprises d'assurance vie. Aujourd'hui, entreprises d'assurance et fonds de pension se sont en partie mis à l'abri, soit en couvrant leur risque de taux, soit en offrant des produits d'assurance en unités de compte ou des régimes à cotisations déterminées<sup>5</sup>. Cependant, bien souvent, ces mesures ne font que transférer les risques ultimes sur les ménages et d'autres établissements financiers.

<sup>3</sup> On a constaté que les pratiques de perpétuation des prêts improductifs étaient très répandues au Japon dans les années 1990, pendant la longue période de taux nominaux bas. Des pratiques similaires ont été observées en Italie durant les premières années de la crise financière mondiale. Voir R. Caballero, T. Hoshi et A. Kashyap, « Zombie lending and depressed restructuring in Japan », *American Economic Review*, vol. 98, décembre 2008, pp. 1943–1977, ainsi que U. Albertazzi et D. Marchetti, *Credit supply, flight to quality and evergreening : an analysis of bank-firm relationships after Lehman*, Banque d'Italie, Temi di Discussioni (Working Papers), n° 756, avril 2010.

<sup>4</sup> U. Albertazzi et L. Gambacorta, « Bank profitability and the business cycle », *Journal of Financial Stability*, vol. 5, décembre 2009, pp. 393–409.

<sup>5</sup> Pour de plus amples informations, voir Comité sur le système financier mondial, *Fixed income strategies of insurance companies and pension funds*, CGFS Papers, n° 44, juillet 2011.

## Encadré IV.A – Politique monétaire et rentabilité des banques, 2008–2010

Pour analyser le lien entre variation de la structure par échéance des taux d'intérêt et rentabilité des banques après la faillite de Lehman Brothers, les auteurs utilisent les données de bilan de 107 grandes banques internationales de 14 grands pays avancés opérant dans différentes juridictions. Les indicateurs macroéconomiques ont, pour cette raison, tous été construits comme moyennes pondérées sur l'ensemble des juridictions où opère chaque banque ; les données relatives aux créances étrangères proviennent des statistiques bancaires consolidées de la BRI.

Le tableau ci-dessous présente les résultats de régressions transversales simples sur ces valeurs moyennes, pendant la période 2008–2010, concernant trois ratios : i) marge d'intérêt (MI) ; ii) créances dépréciées/total de l'actif (CD) ; iii) rendement des actifs (RA). Une diminution du niveau des taux d'intérêt à court terme et de la pente de la courbe des rendements (pour les deux segments 0–2 ans et 2–10 ans) a une incidence négative sur le revenu d'intérêts net des banques. Toutefois, si les taux courts ont diminué entre 2008 et 2010 dans les 14 pays analysés (de 2,44 points de pourcentage en moyenne), les deux segments de la courbe se sont pentifiés (de 0,35 point et 1,33 point respectivement). Globalement, ces variations ont eu une incidence positive sur le MI (0,69 point). Celles de la structure des taux ont, pour leur part, abaissé le ratio CD (de 0,17 point), ce qui a limité la dégradation de la qualité du portefeuille de crédits pendant le ralentissement conjoncturel. Ces résultats restent valides si l'on tient compte de l'expansion du bilan des banques centrales, de la situation conjoncturelle et des caractéristiques propres à chaque banque – taille, liquidité, importance des financements de marché et (par inclusion d'une variable muette) bénéfice d'un plan de sauvetage.

| Variable explicative  | (i)<br>NIM |       | (ii)<br>CD |       | (iii)<br>RA |       |
|---|------------|-------|------------|-------|-------------|-------|
|   | Coeff.     | Sign. | Coeff.     | Sign. | Coeff.      | Sign. |
| Taux d'intérêt à court terme  | 0,258      | **    | 1,651      | ***   | 0,034       |       |
|   | (0,107)    |       | (0,486)    |       | (0,226)     |       |
| Pente de la courbe des rendements 0–2 ans   | 0,641      | ***   | 1,287      |       | 1,321       | ***   |
|   | (0,206)    |       | (0,914)    |       | (0,272)     |       |
| Pente de la courbe des rendements 2–10 ans  | 0,820      | ***   | 2,562      | ***   | 0,253       |       |
|   | (0,190)    |       | (0,993)    |       | (0,354)     |       |
| Ratio total de l'actif banque centrale/PIB  | 0,002      |       | -0,024     |       | 0,005       |       |
|   | (0,006)    |       | (0,033)    |       | (0,011)     |       |
| Croissance nominale du PIB  | 0,019      |       | -0,787     | ***   | 0,151       | *     |
|   | (0,039)    |       | (0,180)    |       | (0,080)     |       |
| Ratio de financement sur le marché  | -0,021     | ***   | 0,057      |       | -0,023      | ***   |
|   | (0,003)    |       | (0,037)    |       | (0,006)     |       |
| Taille de la banque   | -0,01      |       | -0,899     | ***   | 0,297       | ***   |
|   | (0,041)    |       | (0,323)    |       | (0,097)     |       |
| Ratio de liquidité de la banque   | -0,014     | **    | -0,019     |       | -0,001      |       |
|   | (0,006)    |       | (0,029)    |       | (0,013)     |       |
| Nombre d'observations   | 107        |       | 107        |       | 107         |       |
| R <sup>2</sup>  | 0,635      |       | 0,411      |       | 0,311       |       |
| Valeur moyenne des variables explicatives, 2008–2010  | 1,57 %     |       | 2,40 %     |       | 0,45 %      |       |
| <p>Coeff. = coefficient de corrélation ; Sign. = significativité statistique.</p> <p>Toutes les variables sont calculées en moyenne arithmétique sur la période 2008–2010. Taille de la banque : logarithme du total de l'actif ; liquidité de la banque : ratio encaisse + liquidités/total de l'actif ; financement sur le marché : part de l'actif financé sur ressources autres que les dépôts. Le tableau ne montre pas les coefficients de corrélation pour la variable muette des banques ayant bénéficié d'un plan de sauvetage. Ratios en %. Entre parenthèses : erreurs types robustes. *, ** et *** : significatif au niveau de 10 %, 5 % et 1 % respectivement. Pour de plus amples renseignements sur la base de données, voir M. Brei, L. Gambacorta et G. von Peter, <i>Rescue packages and bank lending</i>, BIS Working Papers, n° 357, novembre 2011.</p> |            |       |            |       |             |       |

Troisièmement, la faiblesse des taux courts et longs peut provoquer le retour d'une prise de risque excessive. La souplesse monétaire exceptionnelle dont ont fait preuve les banques centrales face à la crise financière mondiale avait notamment pour finalité de lutter contre l'aversion généralisée pour le risque. Cependant, sur la durée, des taux bas peuvent favoriser la formation de vulnérabilités financières en incitant à une quête du rendement inopportune dans certains compartiments. D'abondantes données empiriques indiquent que ce facteur a joué un rôle important dans la période qui a précédé la crise financière<sup>6</sup>. Les lourdes pertes sur transactions récemment essuyées par des institutions financières pourraient indiquer que, dans certains secteurs, la prise de risque est excessive, ce qui appelle à la vigilance.

Quatrièmement, une détente monétaire marquée et prolongée peut être source de distorsions sur les marchés financiers. Le faible niveau des taux d'intérêt et la politique de bilan des banques centrales ont infléchi la dynamique des marchés au jour le jour. De ce fait, il pourrait être plus compliqué de mettre fin à la politique de détente monétaire (encadré IV.B). Les rachats d'actifs à grande échelle, destinés à abaisser les taux longs et les primes de risque, finissent aussi par atténuer les signaux envoyés aux marchés. Les rendements à long terme des principales obligations d'État constituent une référence de premier plan pour l'intermédiation financière. Leur niveau exceptionnellement bas (graphique IV.4) pourrait donc, de manière plus générale, fausser les prix sur les marchés financiers et empêcher ces marchés de remplir efficacement leur fonction d'allocation des ressources dans le temps.

Étant donné que, dans les principales économies avancées, les taux directeurs se maintiennent à leur plancher effectif depuis plus de trois ans et que le bilan des banques centrales continue de croître, il convient d'être vigilant à l'égard de l'éventualité de tels effets indésirables. De fait, comme l'indiquent les chapitres III, V et VI, la reprise reste fragile à cause du poids de la dette et des déséquilibres structurels persistants, alors que les mesures visant à assurer la viabilité budgétaire et à assainir les bilans bancaires n'ont pas été appliquées avec la vigueur nécessaire.

#### *Impact mondial de la politique monétaire*

Si cette période prolongée de politique monétaire accommodante n'a probablement qu'une capacité limitée à assurer une croissance durable dans les économies avancées, elle peut sans doute avoir un large impact à l'échelle mondiale. Les importants différentiels de taux d'intérêt (graphique IV.1) drainent des flux de capitaux et de crédit vers les ÉcÉm en croissance rapide, où ils exercent des pressions à la hausse sur le cours de change. Les banques centrales des ÉcÉm ont ainsi davantage de difficultés à atteindre leurs objectifs de stabilisation intérieure. Elles n'ont relevé

<sup>6</sup> Pour un examen des études empiriques sur le rôle de la prise de risque, voir entre autres A. Maddaloni et J.-L. Peydró, « Bank risk-taking, securitization, supervision, and low interest rates : evidence from the euro-area and the U.S. lending standards », *Review of Financial Studies*, vol. 24, juin 2011, pp. 2121–2165, et Y. Altunbas, L. Gambacorta et D. Marqués, « Do bank characteristics influence the effect of monetary policy on bank risk ? », *Economic Letters*, 2012, à paraître.

leurs taux d'intérêt qu'avec réticence face au dynamisme de leurs économie et marché financier, craignant qu'un creusement du différentiel de taux renforce les entrées de capitaux. Il n'est donc pas impossible que la politique monétaire des États-Unis soit systématiquement trop souple, comme le suggère l'écart substantiel entre taux directeur et règle de Taylor (graphique IV.6).

## Encadré IV.B – Évolution des marchés monétaires au jour le jour

Les banques centrales ont pour coutume de recourir aux opérations au jour le jour (j/j) en blanc pour mettre en œuvre leur politique monétaire. Toutefois, les politiques de bilan appliquées dans de nombreuses juridictions ont notablement modifié la dynamique des marchés. Dans la mesure où ils sont méconnus ou pourraient être incapables de s'inverser, les nouveaux mécanismes posent des défis aux autorités en termes de stratégie et de modification du cadre opérationnel.

L'expansion de l'actif des banques centrales s'est traduite par une forte hausse des avoirs de réserve des banques au passif (graphique IV.B, cadre de gauche), ce qui a abaissé les taux interbancaires j/j à leur niveau plancher, à savoir le taux auquel la banque centrale rémunère les dépôts (graphique IV.B, cadre de droite). En d'autres termes, les banques centrales ont abandonné leur pratique coutumière qui consistait à maintenir le taux j/j proche d'un objectif – souvent le point médian de la fourchette définie par les taux auxquels les banques peuvent emprunter/prêter à la banque centrale. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, le taux j/j s'est même situé au-dessous de la rémunération des réserves. Dans ces deux pays, des agents non bancaires n'ayant pas d'accès direct à la facilité de dépôt de la banque centrale participent au marché monétaire. Cette segmentation du marché, ainsi que des possibilités limitées d'arbitrage, permettent aux banques (qui bénéficient d'un accès direct) d'emprunter à taux bas auprès de ces agents, et de ramener ainsi les taux du marché au-dessous de ceux qu'offre la banque centrale<sup>①</sup>.

En outre, le volume des opérations en blanc a diminué, car les banques sont moins contraintes de s'emprunter mutuellement des réserves pour couvrir leurs besoins de liquidité journaliers (graphique IV.B, cadre du milieu). Au Royaume-Uni, par exemple, ce volume (qui sert d'assiette à la détermination du taux SONIA) s'est contracté de plus de moitié depuis 2008<sup>②</sup>. Dans la zone euro, le volume correspondant à EONIA s'est réduit de même<sup>③</sup>. De plus, des préoccupations relatives aux contreparties et des modifications réglementaires ont rendu plus attractives les opérations garanties : ainsi, le volume lié à RONIA (taux des pensions), au Royaume-Uni, est, en moyenne, demeuré aux alentours de son niveau de 2008<sup>④</sup> ; des tendances semblables s'observent dans d'autres juridictions.

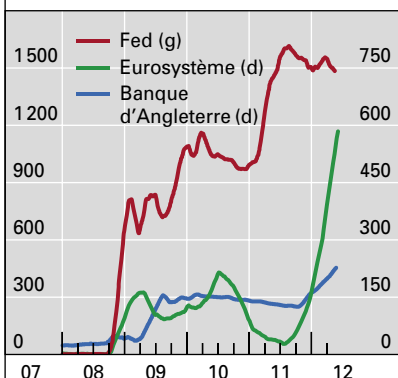
Il apparaît, par ailleurs, que la dynamique des taux j/j se modifie. Aux États-Unis, l'incidence des taux j/j des prêts en blanc sur les taux des opérations garanties – élément essentiel du mécanisme de transmission de la politique monétaire – s'est affaiblie en période de taux proches de zéro<sup>⑤</sup>. En Suède, suite à l'abandon de la politique de bilan par la Banque de Suède, la volatilité du j/j (Tom/Next) est plus marquée qu'avant la crise<sup>⑥</sup>.

Dans l'optique d'un contrôle du taux j/j dans un scénario de sortie, les banques centrales doivent, afin de réguler le niveau des réserves, disposer d'outils convenablement testés. Elles peuvent aussi, pour l'avenir, se demander si le ciblage d'un taux court sur prêts en blanc, qu'elles pratiquaient avant la crise, reste le plus efficace<sup>⑦</sup>.

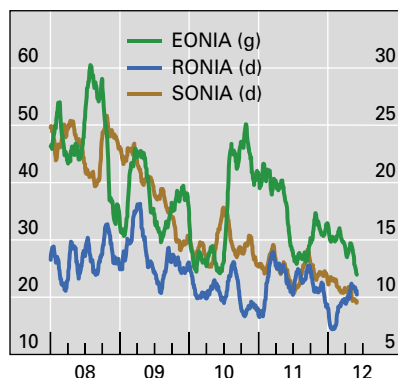
<sup>①</sup> M. Bech et E. Klee, « The mechanics of a graceful exit : interest on reserves and segmentation in the federal funds market », *Journal of Monetary Economics*, 58(5), juillet 2011, pp. 415–431. <sup>②</sup> Banque d'Angleterre, *Quarterly Bulletin*, T2 2011. SONIA est la moyenne pondérée des taux de toutes les opérations j/j en livres sterling en blanc négociées à Londres par les membres de la Wholesale Markets Brokers' Association (WMBBA). <sup>③</sup> EONIA (Euro OverNight Index Average) est la moyenne pondérée des taux de toutes les opérations j/j en blanc sur le marché interbancaire au sein de la zone euro par les banques participantes. <sup>④</sup> RONIA est la moyenne pondérée des taux de toutes les opérations j/j garanties (liquidités contre pensions sur titres d'État) en livres sterling négociées par les courtiers utilisant le système de livraison-règlement de CREST (CREST étant un dépositaire central de titres au Royaume-Uni). <sup>⑤</sup> M. Bech, E. Klee et V. Stebunovs, *Arbitrage, liquidity and exit : the repo and federal funds markets before, during, and emerging from the financial crisis*, Conseil de la Réserve fédérale, Finance and Economics Discussion Series, n° 2012-21. <sup>⑥</sup> P. Sellin et P. Sommar, « The Riksbank's operational framework for the implementation of monetary policy – a review », Banque de Suède, *Economic Review*, 2012:2. <sup>⑦</sup> Voir, par exemple, l'allocation de bienvenue prononcée par Jürgen Stark à l'atelier organisé par la BCE sur le sujet : « The post-crisis design of the operational framework for the implementation of monetary policy », Francfort, 10 octobre 2011.

## Marché monétaire : dynamique

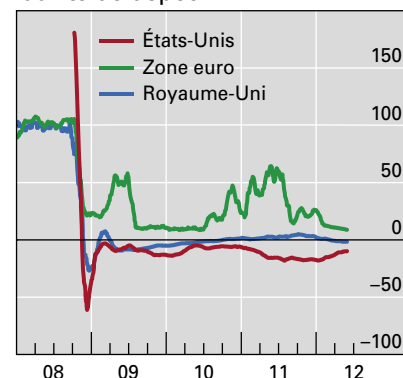
Réserves excédentaires<sup>1</sup>



Volume du jour le jour (j/j)<sup>1</sup>



Écart entre taux j/j et taux de la facilité de dépôt<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Moyenne mobile sur 28 jours; en milliards de la monnaie d'émission. <sup>2</sup> États-Unis: taux appliqué aux réserves excédentaires; zone euro: taux de la facilité de dépôt; Royaume-Uni: taux des dépôts jusqu'au 4 mars 2009, puis taux de la Banque; en pb.

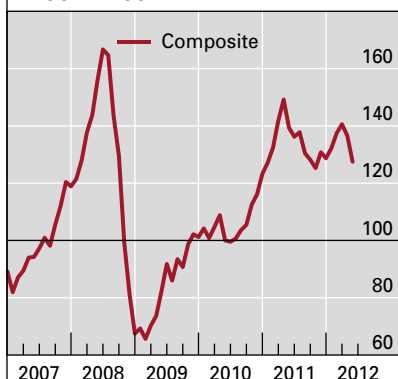
Sources: Bloomberg; Datastream; données nationales.

Graphique IV.B

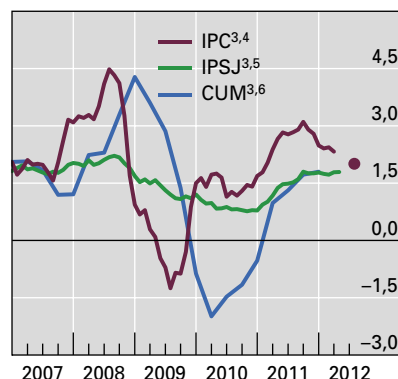
Ces conditions monétaires accommodantes ont, depuis quelque temps déjà, alimenté l'essor du crédit et des prix des actifs dans certaines ÉcÉm (chapitre III), où elles risquent de développer des déséquilibres financiers analogues à ceux qu'ont connus les économies avancées dans les années qui ont immédiatement précédé la crise mondiale. La correction de ces déséquilibres produirait des effets négatifs significatifs, à l'échelle planétaire également, du fait du poids croissant de ces ÉcÉm dans l'économie mondiale et dans les portefeuilles d'investissement.

## Cours des produits de base, prix à la consommation et coûts unitaires de main-d'œuvre

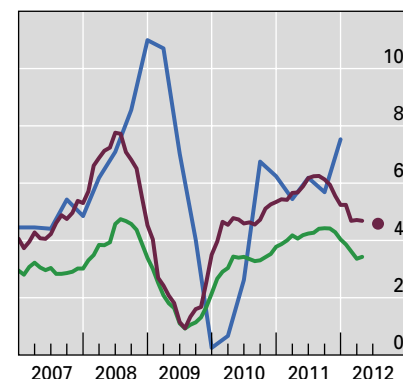
Cours des produits de base<sup>1</sup>, 2007 = 100



Économies avancées<sup>2</sup>



Économies émergentes<sup>7</sup>



<sup>1</sup> Indice Standard & Poor's Goldman Sachs Commodity; en termes de dollar. <sup>2</sup> Voir graphique IV.1. <sup>3</sup> Variation sur 1 an, en %. Moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2005. <sup>4</sup> Point: prévision consensuelle de mai 2012 pour l'inflation moyenne en 2012 ou en glissement de décembre à décembre. <sup>5</sup> Inflation sous-jacente: IPC hors alimentation et énergie. <sup>6</sup> Coûts unitaires de main-d'œuvre pour l'ensemble de l'économie, le secteur des entreprises ou les industries manufacturières, selon les données disponibles; hors Inde. Certaines données sont des estimations fondées sur le ratio total des salaires et traitements des employés/PIB réel. <sup>7</sup> Afrique du Sud, Brésil, Chili, Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Inde, Indonésie, Mexique, Pologne, Singapour, République tchèque, Thaïlande et Turquie.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques*; © Consensus Economics; Datastream; données nationales; calculs BRI. Graphique IV.9

La politique monétaire accommodante généralisée a probablement contribué, par ailleurs, à la vigueur des cours des produits de base depuis 2009 (graphique IV.9, cadre de gauche). Ces cours, déterminés par l'offre et la demande à l'échelle planétaire, sont très sensibles aux conditions de la demande, lesquelles sont elles-mêmes influencées par l'orientation des politiques monétaires. Le rôle croissant des investisseurs financiers sur les marchés des produits de base a peut-être exacerbé cette sensibilité aux conditions monétaires<sup>7</sup>.

Ce renchérissement des produits de base s'est fait particulièrement sentir dans les ÉcÉm. Il y a été à l'origine de deux poussées d'inflation après 2006 (graphique IV.9, cadre de droite). L'inflation a reculé à partir du second semestre 2011, après que les prix des produits de base eurent amorcé un recul. Ils se situaient, début 2012, à l'intérieur des fourchettes cibles définies par les banques centrales dans la plupart des ÉcÉm, et les marchés estiment qu'ils devraient continuer à refluer légèrement pendant le reste de l'année (graphique IV.9, cadre de droite, point). Cependant, des effets de second tour pourraient encore se concrétiser, car les coûts unitaires de main-d'œuvre ont progressé au quatrième trimestre 2011 (graphique IV.9, cadre de droite, courbe bleue). Compte tenu de l'importance croissante des ÉcÉm dans les chaînes d'approvisionnement mondiales, ces évolutions pourraient aussi avoir des répercussions sur l'inflation dans les économies avancées. Cela étant, au début 2012, les augmentations des prix et des salaires dans le monde industrialisé restaient modérées, et l'inflation IPC devrait continuer sa décrue dans le courant de l'année (graphique IV.9, cadre du milieu).

Étant donné que la politique monétaire a un impact de plus en plus sensible, les banques centrales doivent davantage tenir compte des conséquences mondiales de leur action. À l'heure de la mondialisation, il convient également d'adopter une perspective plus universelle pour la politique monétaire si l'on veut stabiliser durablement les prix et les marchés financiers<sup>8</sup>.

#### *Risques à long terme pour les banques centrales*

Actuellement, les anticipations à long terme ne signalent pas la perception d'une accentuation des risques d'inflation dans les principales économies avancées et émergentes. De manière générale, les indicateurs de marché et résultant d'enquêtes restent stables et proches des objectifs d'inflation des banques centrales (graphique IV.10).

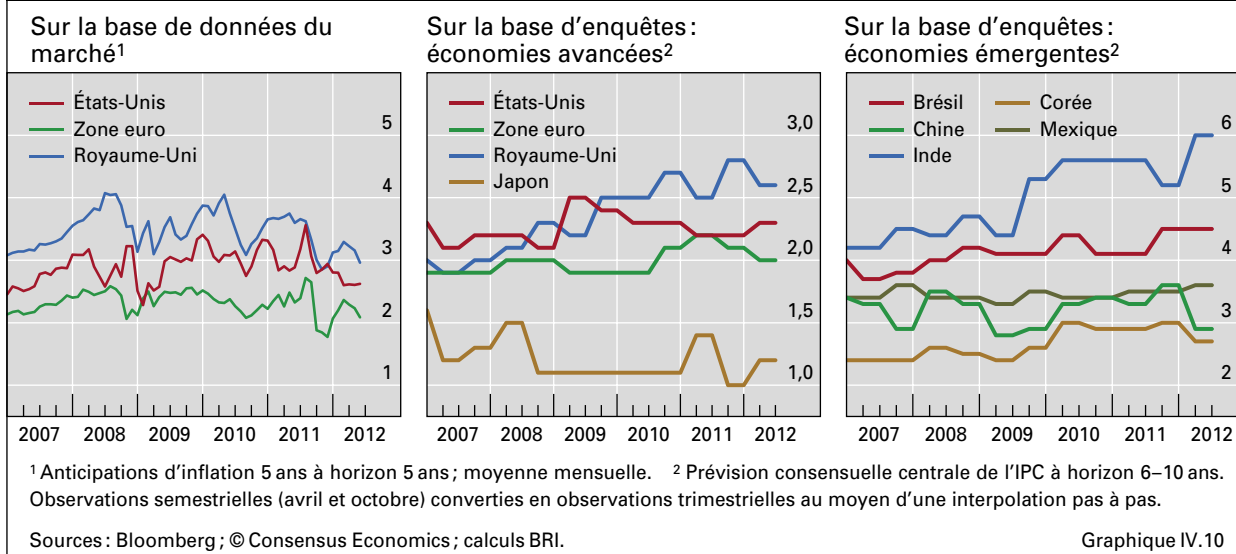
La stabilité des anticipations d'inflation à long terme indique que les banques centrales conservent une grande crédibilité. On pourrait en déduire qu'elles disposent d'une certaine marge de manœuvre pour poursuivre la relance monétaire. Cependant, il faut se garder de tenir cette crédibilité pour acquise. Dans les grandes économies avancées, si la faiblesse économique se confirme et si les questions fondamentales liées à la solvabilité et aux

<sup>7</sup> Pour une analyse plus détaillée de la financiarisation des produits de base et de ses conséquences, voir BRI, *81<sup>e</sup> Rapport annuel*, juin 2011, encadré IV.B.

<sup>8</sup> C. Borio, *Central banking post-crisis : what compass for uncharted waters ?*, BIS Working Papers, n° 353, septembre 2011.

## Anticipations d'inflation à long terme

En %



problèmes structurels ne sont pas résolus, les banques centrales pourraient être invitées de manière plus pressante à en faire davantage. Un cercle vicieux pourrait s'instaurer, et le fossé se creuser entre ce qui est attendu des banques centrales et ce qu'elles peuvent réellement accomplir. Il leur serait alors plus difficile de sortir des politiques monétaires accommodantes, et leur crédibilité pourrait s'en trouver menacée. De même, dans les ÉcÉm, la poursuite de stratégies de croissance tirée par les exportations pourrait faire planer des doutes sur la volonté des banques centrales de suivre une politique de stabilité des prix et de mettre un terme à leurs interventions massives sur les changes. Sur la durée, ces doutes pourraient progressivement priver de leur point d'ancrage les anticipations d'inflation à l'échelle mondiale.

La montée des risques de nature politico-économique exacerbe cette crainte. La politique de bilan des banques centrales a brouillé la frontière entre politique monétaire et politique budgétaire. Ses effets ne peuvent être convenablement évalués que dans le cadre du bilan consolidé du secteur public. Sa mise en œuvre pourrait aussi bien, pour l'essentiel, relever du gouvernement. C'est, par conséquent, la notion même d'indépendance des instruments qui devient moins nette lorsque les banques centrales mènent une politique de bilan à grande échelle. Le recours prolongé à une telle politique fait ainsi craindre une éventuelle érosion de l'autonomie opérationnelle des banques centrales, d'autant que la dette publique s'inscrit sur une trajectoire non tenable dans de nombreux pays (chapitre V).

Le risque financier croissant, consécutif au gonflement du bilan des banques centrales, pourrait, qui plus est, nuire à leur indépendance financière. Si des pertes financières n'entraient pas *ipso facto* les capacités opérationnelles, elles peuvent toutefois porter atteinte à l'autonomie si les banques centrales ne sont plus en mesure de poursuivre leurs objectifs sans recourir aux ressources financières de l'État<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> P. Stella, *Minimising monetary policy*, BIS Working Papers, n° 330, novembre 2010.



En dépit de la stabilité actuelle des anticipations d'inflation à long terme, la montée de ces risques à plus longue échéance pour les banques centrales appelle à la vigilance. Si la crédibilité des banques centrales était mise à mal et si les anticipations d'inflation repartaient à la hausse, la restauration de la stabilité des prix se révélerait très ardue et très coûteuse, comme ce fut le cas dans les années 1970.

## Synthèse

À l'échelle mondiale, la politique monétaire est exceptionnellement accommodante. Les taux directeurs sont bien inférieurs aux indicateurs de référence traditionnels. Dans le même temps, le bilan des banques centrales affiche une taille sans précédent et continue d'augmenter.

Dans un environnement de croissance atone et de chômage élevé dans de nombreuses économies avancées, le recours à un assouplissement monétaire soutenu va de soi. Cependant, le risque, de plus en plus présent, est de faire porter un fardeau excessif à la politique monétaire. Par elle-même, une politique monétaire accommodante n'a pas les moyens de résoudre les difficultés fondamentales liées à la solvabilité ou aux problèmes structurels. Elle offre un délai supplémentaire, mais si ce délai n'est pas mis à profit, le retour à une reprise autonome en sera retardé d'autant. Les banques centrales doivent admettre et faire reconnaître les limites de la politique monétaire, en précisant clairement qu'elle ne saurait se substituer à une action qui s'attaquerait aux causes de la fragilité financière et de la faiblesse économique.

La conjonction, d'une part, d'une croissance atone et de taux d'intérêt exceptionnellement bas dans les grandes économies avancées et, d'autre part, d'efforts visant à en limiter les répercussions dans les ÉcÉm a contribué à propager la détente monétaire au monde entier. Les risques d'accumulation de déséquilibres financiers et de montée des tensions inflationnistes qui en résultent dans les ÉcÉm pourraient avoir des effets négatifs marqués sur l'économie mondiale. Les banques centrales doivent donc mieux tenir compte de l'impact mondial de leur politique monétaire si elles veulent instaurer une stabilité durable des marchés financiers et des prix.

Enfin, les banques centrales doivent rester vigilantes quant aux risques à long terme pour leur crédibilité et leur indépendance opérationnelle. Faute de bien cerner les limites de la politique monétaire, le fossé entre ce qui est attendu des banques centrales et ce qu'elles peuvent effectivement accomplir pourrait se creuser. Cette situation pourrait compliquer la sortie de la politique monétaire accommodante et, en fin de compte, menacer la crédibilité et l'autonomie opérationnelle des banques centrales. Cette préoccupation est exacerbée par les risques de nature politico-économique découlant de la conjonction de politiques de bilan, qui brouillent la frontière entre politique monétaire et politique budgétaire, et de difficultés résultant de situations budgétaires non tenables.