

## II. Retour sur l'année écoulée

Pendant l'année écoulée, la croissance a marqué le pas dans les grandes économies avancées. Les préoccupations concernant le risque souverain, la solidité des banques et les perspectives d'activité ont ressurgi, plongeant la zone euro dans la récession. L'investissement a été atone au Japon et au Royaume-Uni, tandis que les incertitudes relatives à la politique budgétaire à court terme des États-Unis ont freiné l'activité économique. La progression de la production des économies émergentes s'est essoufflée dans un contexte de détérioration de la situation externe mais, dans certains pays, la vigueur de la demande intérieure a contribué à compenser la baisse des exportations nettes.

Dans le monde entier, les banques centrales ont réagi en abaissant leurs taux directeurs – quand elles disposaient encore de cette marge de manœuvre –, tandis que celles qui n'en avaient pas la possibilité ont introduit de nouvelles innovations pour assouplir leur politique monétaire : modification des cibles, changement de stratégies de communication, amplification et transformation de la structure des achats d'actifs et ciblage de canaux spécifiques de transmission monétaire. Ces mesures ont diminué le risque perçu de ralentissement et laissé prévoir une période prolongée de faibles taux directeurs, ce qui a entraîné une embellie sur les marchés financiers et provoqué un afflux de capitaux vers les économies émergentes dont les actifs offraient de meilleurs rendements, exerçant des tensions à la hausse sur leurs monnaies.

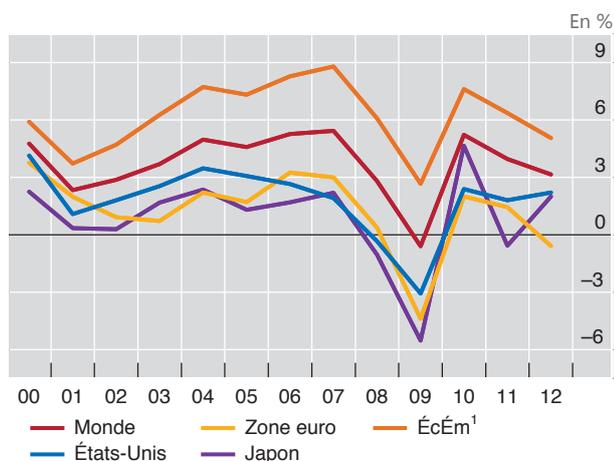
Au moment de la mise sous presse du présent rapport, les signes de reprise étaient mitigés. Le crédit a connu une forte expansion dans les économies émergentes et les conditions de crédit se sont assouplies aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni. Cela étant, les critères de prêt restent rigoureux dans la zone euro, et la demande de crédit du secteur privé destinée à financer des investissements et la consommation s'est fortement contractée. Les indicateurs haute fréquence de l'activité des entreprises confirment le tableau d'une reprise inégale. D'après les données disponibles pour 2013, la reprise s'annonce lente et mouvementée ; les marchés financiers traversent des périodes tantôt calmes tantôt instables, tandis que les prix des actifs intègrent des nouvelles parfois contradictoires.

L'endettement du secteur privé non financier reste élevé à l'échelle mondiale, héritage du boum qui a précédé la crise et des politiques monétaires accommodantes qui l'ont suivie. Malgré certains progrès dans la réduction de l'endettement, surtout dans les économies avancées où les encours de dette s'étaient considérablement gonflés durant la phase d'expansion, l'assainissement des bilans n'est pas encore achevé et continue de peser sur la croissance. Dans le même temps, l'accentuation de l'endettement dans d'autres économies avancées et émergentes donne à penser que des vulnérabilités pourraient s'y accumuler.

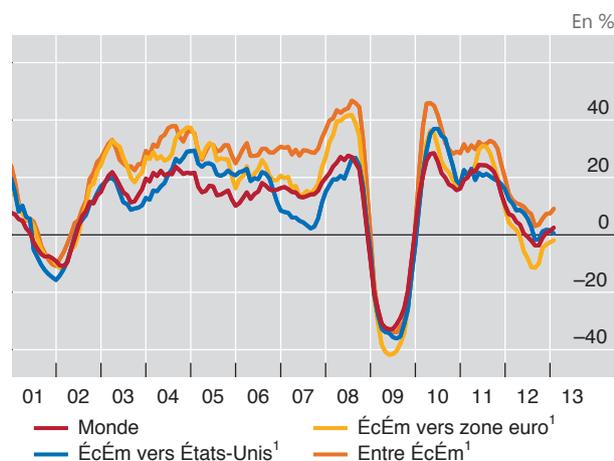
### Persistance d'une faible croissance mondiale en 2012–2013

L'année passée, la reprise économique a perdu de son élan. La croissance mondiale a reculé à 3,2 %, soit plus de 2 points au-dessous du pic de 2010. Comme le montre le graphique II.1 (cadre supérieur gauche), ce ralentissement général reflète trois grandes tendances : une croissance de la production globalement inférieure, mais

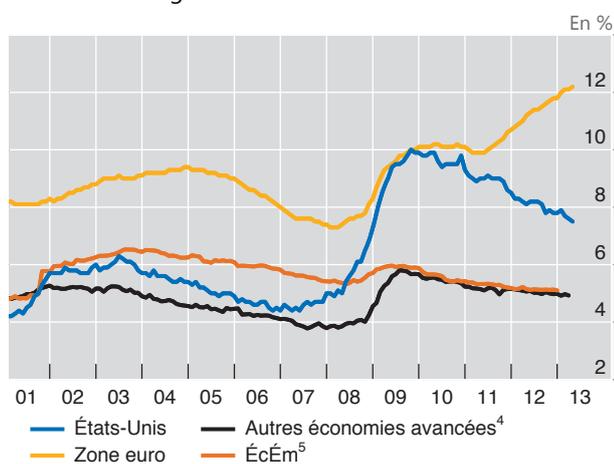
Croissance du PIB réel



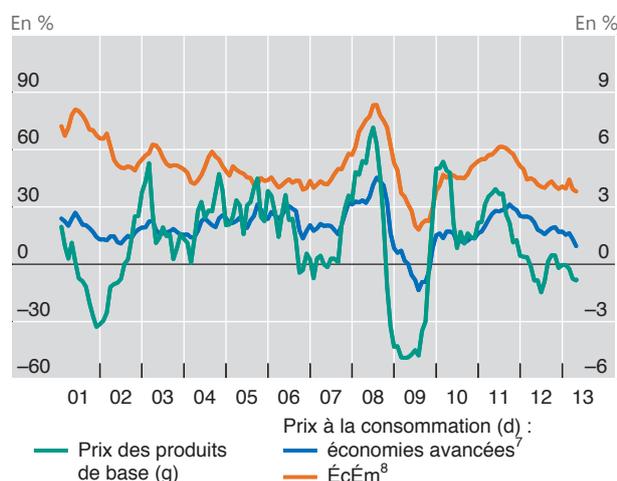
Croissance du commerce mondial<sup>2</sup>



Taux de chômage<sup>3</sup>



Inflation<sup>6</sup>



<sup>1</sup> Économies émergentes ; sur la base des données agrégées du FMI. <sup>2</sup> Variation sur 1 an ; moyenne mobile sur 3 mois ; données cvs. En termes d'exportations totales. <sup>3</sup> Données cvs. La définition peut varier d'un pays à l'autre. <sup>4</sup> Moyenne pondérée sur la base de la population active des économies suivantes : Australie, Canada, Danemark, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni et Suède. <sup>5</sup> Moyenne pondérée sur la base de la population active des économies suivantes : Afrique du Sud, Brésil (depuis octobre 2001), Chili, Chine, Colombie, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou (depuis mars 2001), Philippines, Pologne, Russie, Singapour, Taïpei chinois, République tchèque, Thaïlande et Turquie. <sup>6</sup> Variation sur 1 an ; moyenne pondérée des économies citées sur la base des PIB et PPA de 2005. Prix à la consommation : mesurés par l'IPC (Inde : prix de gros) ; prix des produits de base : indice au comptant S&P GSCI. <sup>7</sup> États-Unis, Japon, Royaume-Uni et zone euro. <sup>8</sup> Économies citées à la note 5 plus l'Inde.

Sources : FMI, *Direction of Trade Statistics*, *Statistiques financières internationales* et *Perspectives de l'économie mondiale* ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

encore vigoureuse, dans les économies émergentes ; une expansion persistante de l'économie aux États-Unis ; et une récession dans la zone euro. Au Japon, la croissance s'est révélée instable, après le soutien temporaire apporté par la reconstruction qui a suivi le séisme de 2011 et les changements introduits plus récemment dans la politique économique.

L'économie mondiale a affronté de puissants vents contraires dus à la crise de la zone euro et aux incertitudes croissantes vis-à-vis de la politique budgétaire dans l'ensemble des économies avancées. La crise de la zone euro a connu un regain d'intensité au premier semestre 2012, tandis que le lien entre risque souverain et risque bancaire suscitait à nouveau des préoccupations, qui se sont matérialisées

par une hausse sensible des rendements sur les titres d'État espagnols et italiens. En Espagne, le rendement des obligations d'État à 10 ans a grimpé à 7,6 % en juillet 2012, après la demande de financement formulée par le gouvernement espagnol en vue de recapitaliser le système bancaire, tandis qu'en Italie, le rendement des obligations d'État atteignait 6,6 %. L'intensification de la crise dans la zone euro en 2012 a également contribué à pousser à la hausse les primes de risque sur les marchés mondiaux de capitaux. Parallèlement, les rendements des obligations considérées comme des valeurs refuges ont diminué, reculant de quelque 50 points de base pour les obligations allemandes et américaines à 10 ans.

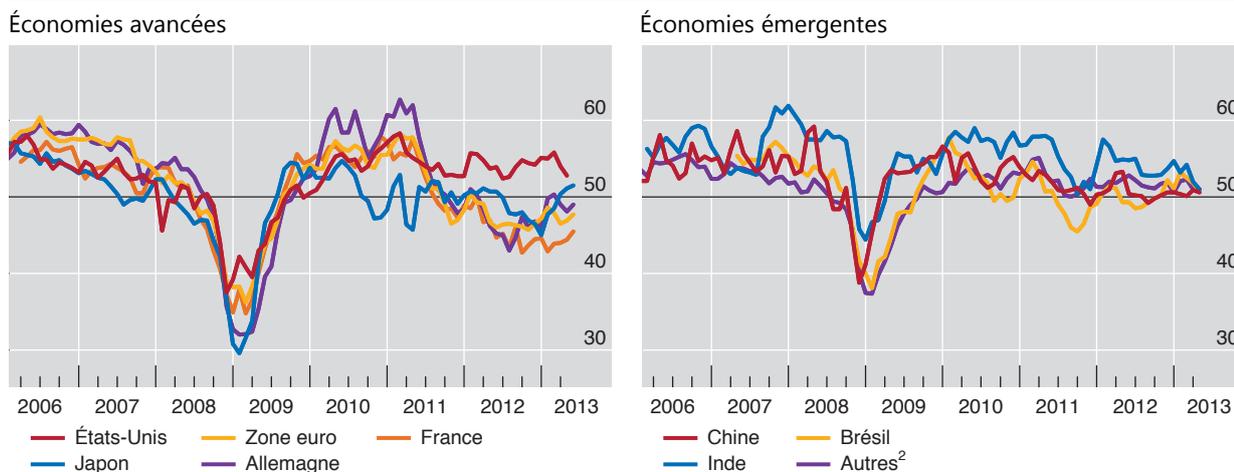
En 2012, l'aggravation de la crise dans la zone euro a eu aussi un impact sur l'activité mondiale par le biais du canal des échanges. Le cadre supérieur droit du graphique II.1 montre que les exportations des économies émergentes vers la zone euro se sont contractées nettement plus fortement que les exportations vers les États-Unis. Par contraste, la vigueur relative des économies émergentes a stimulé la croissance des exportations entre marchés émergents, qui s'est établie à environ 10 %. Ces différentes évolutions ont eu pour incidence nette une stagnation des échanges mondiaux.

La demande intérieure dans les économies avancées est restée atone, les incertitudes quant à la politique budgétaire ayant ébranlé la confiance. En Europe, la récession a compliqué la mission consistant à respecter les objectifs de déficit public. Les États-Unis ont pu éviter la « falaise budgétaire », une situation combinant la fin d'allégements fiscaux et une compression générale des dépenses publiques, mais, au moment de la mise sous presse, des incertitudes persistaient à propos de l'impact d'autres coupes budgétaires automatiques. Bien que la consommation et l'investissement aient affiché une certaine vigueur, cela n'a pas suffi à faire sensiblement reculer le taux de chômage, qui n'est redescendu que progressivement à environ 7,5 %. Le chômage a continué d'augmenter dans la zone euro, atteignant un nouveau pic de 12 %, et il est resté dans l'ensemble inchangé dans d'autres économies (graphique II.1, cadre inférieur gauche).

Parallèlement à la faiblesse de l'activité économique mondiale, les prix des produits de base ont diminué depuis novembre dernier, contribuant à réduire les tensions inflationnistes globales (graphique II.1, cadre inférieur droit). En moyenne, l'inflation dans les économies avancées et émergentes a reculé en deçà de 2 % et 4 %, respectivement. Cet apaisement des tensions inflationnistes a offert aux banques centrales une certaine marge de manœuvre pour renforcer la relance monétaire.

Dans les économies émergentes, la croissance du PIB s'est ralentie, s'inscrivant à 5 % en 2012 (graphique II.1, cadre supérieur gauche). Ces pays ont cependant affiché des performances économiques hétérogènes. Dans certains d'entre eux, notamment l'Indonésie, le Pérou et les Philippines, la croissance du PIB est restée dynamique, dopée par d'importantes dépenses d'équipement et une forte consommation, tandis que, dans d'autres, la demande intérieure a été limitée, subissant à retardement les effets du resserrement monétaire opéré en 2011 pour tempérer les tensions inflationnistes et la hausse des prix de l'immobilier. En Chine, la croissance du PIB s'est ralentie à 7,8 %, contre 9,3 % en 2011, dans un contexte de contraction des investissements dans le secteur manufacturier. Au Brésil, la production a progressé de moins de 1 %, la formation brute de capital fixe ayant été particulièrement faible en 2012. En Inde, la croissance a souffert d'un ralentissement sensible de la consommation et des dépenses d'équipement.

Les indicateurs haute fréquence de l'activité des entreprises font apparaître une reprise inégale au premier semestre 2013. L'indice des directeurs d'achats (PMI) aux États-Unis s'est amélioré de la mi-2012 jusqu'à février 2013 (graphique II.2, cadre de gauche). Au Japon, l'indice PMI s'est redressé au début de 2013. En



<sup>1</sup> Indices des directeurs d'achats (PMI) dans le secteur manufacturier ; États-Unis et zone euro : PMI composites. <sup>2</sup> Moyenne, pondérée sur la base des PIB et PPA de 2005, des économies suivantes : Afrique du Sud, Hongrie, Mexique, Russie, Singapour et (depuis août 2006) Turquie.

Source : Bloomberg.

outre, de modestes signes de raffermissement de l'activité des entreprises se sont manifestés dans les économies émergentes (graphique II.2, cadre de droite). L'indice PMI en Chine a légèrement progressé depuis le milieu de l'année 2012. Dans la zone euro, les mesures prises par les autorités semblent avoir empêché que le ralentissement de l'activité des entreprises ne s'aggrave et certains signes encourageants apparaissent, surtout en Allemagne (graphique II.2, cadre de gauche). Cela étant, pour l'ensemble de la zone euro, l'indice n'est pas encore repassé au-dessus de 50, seuil qui témoignerait d'un retour à la croissance.

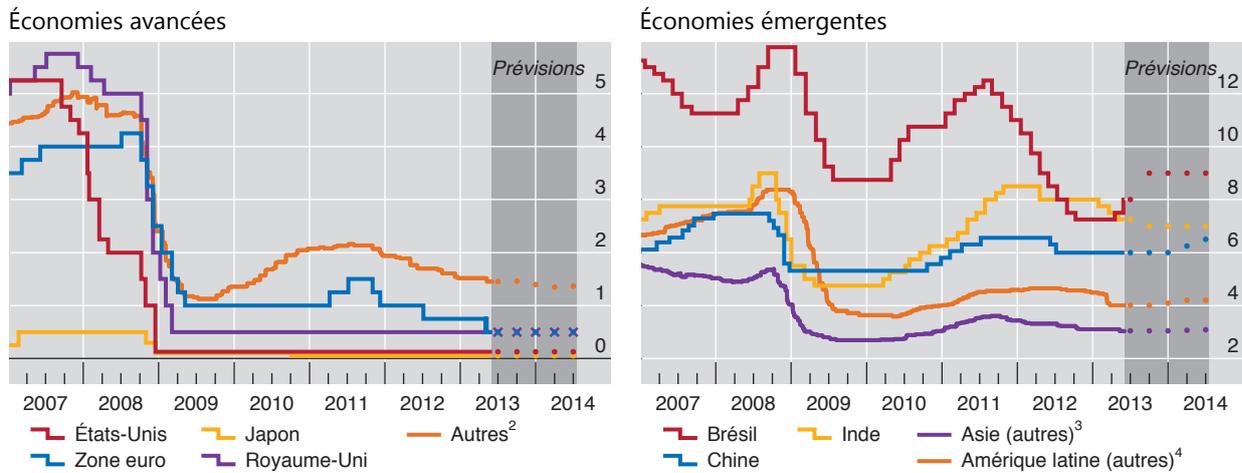
Des tensions au sein du secteur bancaire de la zone euro sont réapparues en mars 2013 à Chypre. Elles se sont soldées par la restructuration de la première banque chypriote et la liquidation de la deuxième (ce qui a entraîné de lourdes pertes pour les déposants non assurés), l'application d'un contrôle temporaire des mouvements de capitaux et la mise en place d'un mécanisme d'aide financière publique de €10 milliards. Le plan chypriote de renflouement interne n'a eu, toutefois, que peu d'effets de contagion et les conditions de liquidité sont restées stables sur l'ensemble des marchés. Différents facteurs peuvent expliquer cette réaction relativement réservée des marchés. Ainsi, les intervenants ont considéré la crise chypriote, et la nature du renflouement interne de ses banques, comme un phénomène atypique et de faible ampleur. Dans le même temps, le risque de pertes extrêmes a été limité par le maintien d'une orientation monétaire accommodante et par les mesures de soutien de la BCE<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Pour plus de précisions, voir l'analyse dans « Réactions du marché à la crise bancaire chypriote », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2013, encadré 2.

## Taux directeurs<sup>1</sup>

En %

Graphique II.3



<sup>1</sup> Taux directeurs ou taux comparables ; fourchette cible : point médian. Points et croix : prévisions de JPMorgan Chase au 31 mai 2013 pour les taux directeurs en juin 2013, septembre 2013, décembre 2013, mars 2014 et juin 2014. Prévision médiane de Bloomberg au 31 mai 2013 pour la Norvège, la Suède et la Suisse. Chiffres agrégés : moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA de 2005. <sup>2</sup> Australie, Canada, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suède et Suisse. <sup>3</sup> Corée, Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaisie, Philippines, Taïpei chinois et Thaïlande. <sup>4</sup> Chili, Colombie, Mexique et Pérou.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; JPMorgan Chase ; données nationales.

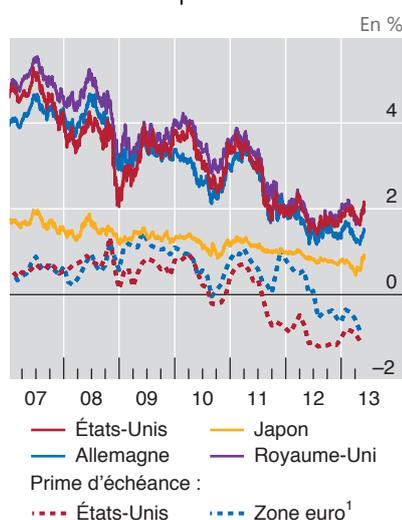
## Embellie des marchés financiers suite aux initiatives des banques centrales

En 2012, dans ce contexte de ralentissement de la croissance et de recul des tensions inflationnistes, les banques centrales des économies avancées et émergentes ont renforcé leurs politiques de stimulation de l'activité économique. Plusieurs d'entre elles ont réduit leurs taux directeurs pour contrer l'impact de la baisse de la demande globale (graphique II.3). La BCE a abaissé à 0,50 % le taux de ses opérations principales de refinancement et porté à zéro le taux de sa facilité de dépôt (graphique II.3, cadre de gauche). Les taux directeurs ont également baissé dans d'autres économies avancées (notamment en Australie et en Suède).

Dans les économies émergentes, le resserrement de la politique monétaire qui s'était amorcé lors de la reprise mondiale en 2010 a pris fin. La Banque de Réserve de l'Inde a assoupli l'orientation de sa politique monétaire, réduisant son taux de pension et son coefficient de trésorerie, respectivement de 125 et 200 points de base depuis le début de 2012. La Banque populaire de Chine a abaissé de 50 points de base ses taux de référence pour les dépôts et les prêts tout en différenciant les politiques de crédit appliquées au secteur de l'immobilier. La Banque centrale du Brésil a diminué ses taux de 500 points de base depuis août 2011, même si des tensions inflationnistes internes l'ont contrainte, depuis, à faire en partie marche arrière. Les taux directeurs ont aussi été réduits dans d'autres pays, notamment en Hongrie, au Mexique, en Pologne et en République tchèque.

D'autres banques centrales, dont les taux directeurs étaient déjà au niveau plancher effectif de zéro, ont multiplié les innovations pour continuer d'assouplir leur politique monétaire. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a changé, en décembre 2012, sa politique de communication concernant ses orientations prospectives, s'engageant à maintenir le taux des fonds fédéraux au-dessous de

Rendement nominal des obligations d'État 10 ans et prime d'échéance

Rendement réel des obligations d'État 10 ans<sup>2</sup>

Indices boursiers non financiers



<sup>1</sup> Calculé à partir d'un panier d'obligations d'État de l'Allemagne et de la France. <sup>2</sup> Rendement des obligations d'État moins swaps d'inflation (Allemagne : swap d'inflation zone euro).

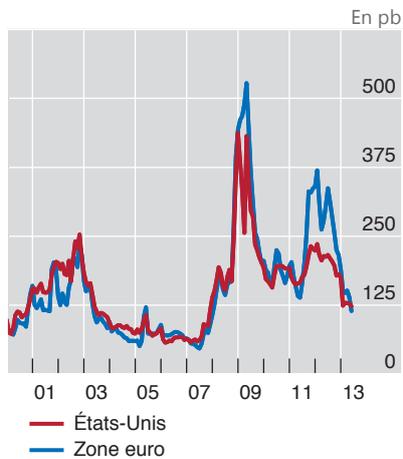
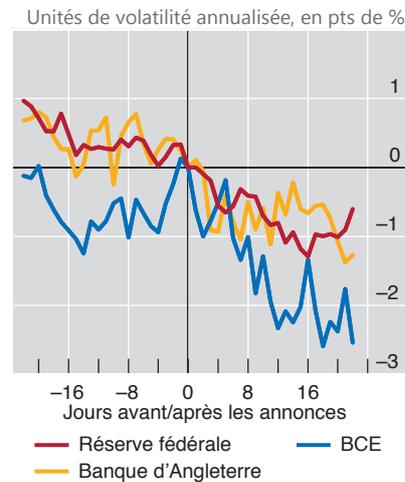
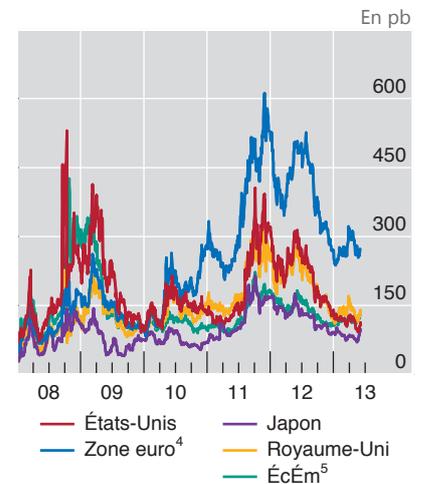
Sources : Bloomberg ; Datastream ; calculs BRI.

0,25 % au moins aussi longtemps que le taux de chômage serait supérieur à 6,5 %, sous réserve que les anticipations d'inflation restent bien ancrées. En janvier 2013, la Banque du Japon a introduit un objectif d'inflation de 2 %.

Certaines modifications ont aussi été apportées aux politiques d'acquisitions massives d'obligations d'État durant l'année écoulée. Contrairement aux cycles précédents d'achats d'actifs, la Réserve fédérale a opté pour des programmes à durée illimitée : elle a acheté dans un premier temps \$45 milliards de titres du Trésor américain par mois, déclarant qu'elle continuerait jusqu'à ce que les perspectives se soient nettement améliorées sur le marché du travail. Le programme d'assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif de la Banque du Japon a pour but de doubler le volume de la base monétaire, en accroissant, au rythme annuel de ¥50 000 milliards, le montant d'obligations souveraines japonaises qu'elle détient, et d'allonger à environ sept ans la durée moyenne de ses acquisitions.

La BCE a introduit la possibilité de réaliser des opérations monétaires sur titres (OMT), un mécanisme de soutien autorisant l'achat illimité d'obligations souveraines émises par un État membre s'étant engagé à appliquer un programme d'ajustement macroéconomique. Le programme est conçu pour remédier aux graves distorsions qui pèsent sur les taux de la dette souveraine dans certains pays de la zone euro. À la date du présent rapport, les OMT n'avaient pas encore été utilisées.

La Réserve fédérale, la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre ont elles aussi eu recours à des instruments ciblant des aspects spécifiques du mécanisme de transmission de la politique monétaire. La Réserve fédérale a repris ses achats de titres adossés à des créances hypothécaires, tandis que la Banque du Japon a annoncé son intention d'acheter des parts de fonds cotés et de fonds d'investissements immobiliers japonais. La Banque d'Angleterre et la Banque du Japon ont introduit des dispositifs incitatifs, respectivement le Funding for Lending Scheme et le Loan Support Program, qui subordonnent l'octroi aux banques de financements moins onéreux à un accroissement de leur offre de prêts.

Primes sur obligations d'entreprise :  
BBB-AAA<sup>1</sup>Réaction moyenne du risque de  
retournement sur actions aux  
annonces des banques centrales<sup>2</sup>Primes CDS du secteur bancaire<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Écart entre les taux obligataires versés par des entreprises notées BBB et AAA. <sup>2</sup> Normalisation à 0 du risque de retournement de delta 0,25 aux dates des annonces, sur la base de l'écart entre les jours précédant/suivant les annonces et le jour de l'annonce. Réserve fédérale : indice S&P 500 ; Banque d'Angleterre : indice FTSE 100 ; BCE : indice DJ EURO STOXX 50. Annonces et discours de la Réserve fédérale : 25 novembre 2008, 1<sup>er</sup> décembre 2008, 16 décembre 2008, 28 janvier 2009, 18 mars 2009, 10 août 2010, 27 août 2010, 21 septembre 2010, 15 octobre 2010, 3 novembre 2010, 9 août 2011, 21 septembre 2011, 25 janvier 2012, 20 juin 2012, 1<sup>er</sup> août 2012, 31 août 2012, 13 septembre 2012 et 12 décembre 2012 ; de la Banque d'Angleterre : 19 janvier 2009, 11 février 2009, 5 mars 2009, 7 mai 2009, 6 août 2009, 5 novembre 2009, 4 février 2010, 6 octobre 2011, 9 février 2012 et 5 juillet 2012 ; de la BCE : 8 décembre 2011, 21 décembre 2011, 29 février 2012, 26 juillet 2012 et 6 septembre 2012. <sup>3</sup> Primes CDS 5 ans en dollars, dernière définition ; moyenne arithmétique d'un échantillon de banques. <sup>4</sup> Allemagne, Belgique, Espagne, France, Italie, Pays-Bas et Portugal. <sup>5</sup> Brésil, Chine et Singapour.

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Bloomberg ; Markit ; calculs BRI.

## Des marchés financiers portés par les politiques de soutien

Les anticipations tablant sur un bas niveau des taux directeurs dans l'avenir immédiat (graphique II.3, cadre de gauche) et les effets des nouveaux cycles d'achats massifs ont, dans un premier temps, maintenu au-dessous de 2 % le rendement nominal des obligations d'État à 10 ans aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne (graphique II.4, cadre de gauche). Il y a quelque temps, cependant, ces rendements sont repartis à la hausse. Aux États-Unis, ce revirement s'explique peut-être par une amélioration du marché du travail et par des préoccupations quant au rythme des achats d'actifs à l'avenir. Au Japon, les rendements des obligations d'État ont d'abord reculé à moins de 1 %, puis affiché une volatilité croissante. Les rendements réels à long terme sont restés en territoire négatif aux États-Unis, en Allemagne et au Royaume-Uni (graphique II.4, cadre du milieu). Au Japon, suite à l'annonce du taux cible pour l'inflation, les taux réels à long terme sont devenus négatifs début 2013. Un facteur important, dans ce tassement des rendements obligataires, est la forte réduction des primes d'échéance, qui rémunèrent les investisseurs pour les risques d'inflation et les fluctuations des taux réels. Par exemple, la prime d'échéance sur les titres du Trésor américain est devenue négative en 2011 et a poursuivi sa baisse en 2012, s'inscrivant à son plus bas niveau depuis au moins 25 ans (graphique II.4, cadre de gauche) ; dans la zone euro, la prime est devenue négative à la mi-2012.

Les politiques de soutien de grande ampleur adoptées au second semestre 2012 ont réduit le risque de dégradation perçu par les intervenants de marché et suscité un regain d'optimisme. L'écart entre le taux d'intérêt obligataire versé par les entreprises notées BBB et par celles notées AAA, qui rend compte de l'écart entre emprunteurs à risque et emprunteurs les moins risqués, a reculé d'environ 100 et 200 points de base aux États-Unis et dans la zone euro, respectivement, depuis le pic atteint en 2012. Récemment, cet écart était plus ou moins revenu aux niveaux qui prévalaient avant la faillite de Lehman Brothers (graphique II.5, cadre de gauche).

Le risque de retournement sur actions, un indicateur du risque de dégradation fondé sur l'observation du marché des options, a considérablement baissé en réaction aux mesures prises par les banques centrales aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni. Le cadre du milieu du graphique II.5 compare ses niveaux (normalisés à zéro<sup>2</sup>) sur une période couvrant plusieurs séances boursières avant et après les dates des principales annonces. Bien que plus sobre, la réaction aux annonces de la BCE concernant les opérations de refinancement à plus long terme (programme LTRO sur trois ans) et les OMT a très fortement contribué à réduire la perception du risque d'un effondrement général des marchés d'actions. Au second semestre 2012, l'introduction des OMT a également entraîné un recul sensible du prix des contrats dérivés sur défaut (*credit default swap*, CDS) des banques, non seulement dans la zone euro, mais aussi plus globalement (graphique II.5, cadre de droite). À l'instar des annonces de la BCE, le nouveau programme de la Banque du Japon en matière d'inflation et d'assouplissement monétaire a provoqué une réaction du risque de retournement sur actions qui a eu un impact substantiel. Bénéficiant à la fois d'un nouveau degré d'assouplissement monétaire et de la réduction du risque perçu, les marchés d'actions dans les économies avancées et émergentes ont progressé d'environ 25 % et 10 %, respectivement, depuis leur creux de 2012 (graphique II.4, cadre de droite). Cependant, la volatilité constatée récemment sur les marchés d'actions met en lumière l'instabilité des perceptions des marchés face à une reprise de l'économie réelle qui continue à susciter des doutes.

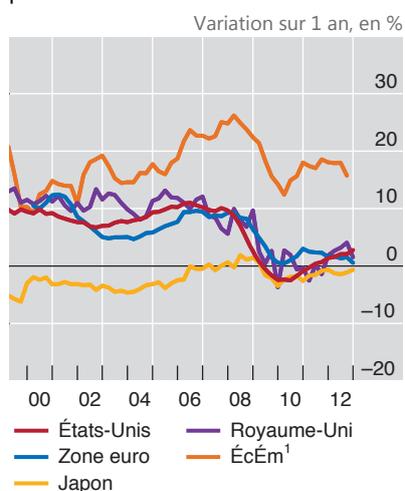
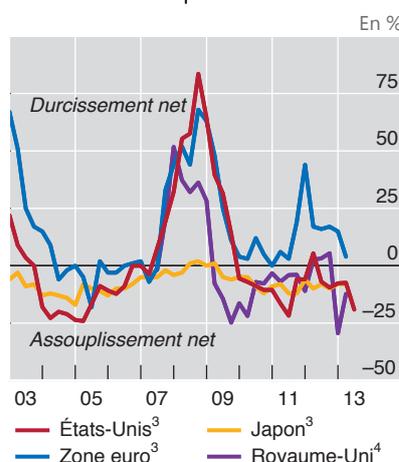
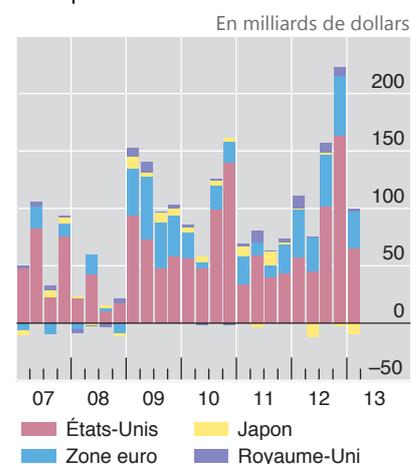
## Des conditions de crédit différentes selon les pays

Les conditions de crédit sont restées très variables d'un pays à l'autre. Le graphique II.6 (cadre de gauche) montre que, dans un contexte de baisse des taux d'intérêt et d'accroissement de la demande intérieure, l'endettement total (prêts bancaires et obligations) du secteur privé non financier a augmenté en 2012 à un rythme de plus de 15 % dans les économies émergentes. Parmi les grandes économies avancées, l'endettement a progressé à un rythme modéré aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais il a continué de ralentir dans la zone euro et il a légèrement reculé au Japon.

Aux États-Unis, les données issues des enquêtes sur les pratiques de prêt des banques (Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices) indiquent une détente, en termes nets, des critères d'octroi de prêts aux entreprises commerciales et industrielles (graphique II.6, cadre du milieu) et une réduction de l'écart entre taux des prêts et coûts de financement des banques. Au Royaume-Uni, après une période de durcissement des conditions de crédit, les banques ont commencé à assouplir leurs critères d'octroi de prêts aux entreprises à la suite

<sup>2</sup> Pour plus de précisions, voir « Risques de pertes extrêmes et annonces de politique monétaire non conventionnelle », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2013, pp. 14–16.

Total de l'endettement du secteur privé non financier

Prêts aux entreprises : résultats des enquêtes<sup>2</sup>Émission nette d'obligations des entreprises non financières<sup>5</sup>

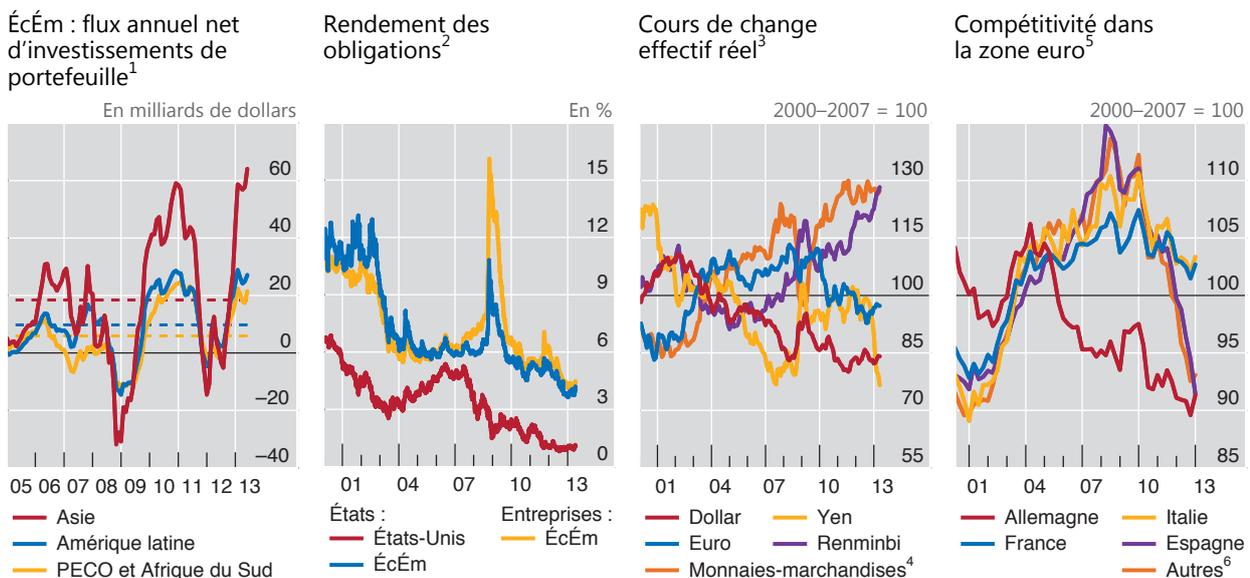
<sup>1</sup> Moyenne, pondérée sur la base des PIB et PPA de 2005, des économies suivantes : Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Argentine, Brésil, Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pologne, Russie, Singapour, République tchèque, Thaïlande et Turquie. <sup>2</sup> États-Unis : prêts aux grandes et moyennes entreprises ; Royaume-Uni : prêts aux entreprises de toutes tailles ; Japon et zone euro : prêts aux grandes entreprises. <sup>3</sup> Part des banques faisant état d'un durcissement de leurs critères de prêt (« critères considérablement durcis » ou « critères légèrement durcis ») moins part des banques faisant état d'un assouplissement de leurs critères de prêt (« critères considérablement assouplis » ou « critères légèrement assouplis »). Un solde positif net indique un durcissement net des conditions de crédit. <sup>4</sup> Pourcentage pondéré des banques faisant état d'un durcissement de leurs critères de prêt moins pourcentage pondéré de celles faisant état d'un assouplissement de leurs critères de prêt (les pondérations reposent sur la part de marché appropriée). Un solde positif net pondéré indique un durcissement net des conditions de crédit. <sup>5</sup> Émissions effectives moins remboursements.

Sources : BCE ; Réserve fédérale ; Datastream ; Dealogic ; estimations BRI.

de l'introduction du dispositif Funding for Lending Scheme, au second semestre de 2012. Cependant, l'augmentation des financements accordés aux entreprises britanniques a été essentiellement d'origine non bancaire. L'émission nette d'obligations d'entreprises non financières a pratiquement doublé en 2012 par rapport à la moyenne des cinq années précédentes (graphique II.6, cadre de droite).

Dans la zone euro, le ralentissement de l'expansion du crédit a reflété non seulement la faiblesse de la demande, mais aussi des conditions relativement dures de la part des banques. Les réponses à l'enquête sur les prêts bancaires dans la zone euro indiquent un resserrement des critères appliqués aux entreprises (graphique II.6, cadre du milieu). Pour le second semestre 2012, ce durcissement est essentiellement attribuable à la morosité des perspectives économiques, particulièrement pour les établissements de la périphérie de la zone euro. Alors que les conditions du crédit bancaire continuaient à se durcir, le relâchement des tensions sur les marchés de la dette souveraine et la réduction du risque perçu ont eu un effet positif sur l'émission nette d'obligations d'entreprise (graphique II.6, cadre de droite).

Au Japon, l'endettement total du secteur privé non financier a légèrement reculé en 2012 (et stagné en termes réels), malgré des conditions de prêt restées favorables. Les données concernant le premier trimestre 2013 révèlent toutefois une augmentation des crédits bancaires, principalement due à une hausse de la demande des entreprises en vue de financer les besoins de fonds de roulement et les fusions-acquisitions.



<sup>1</sup> Somme, mobile sur 1 an, sur les marchés d'actions et d'obligations des grandes économies de chaque région. Les données correspondent aux flux de portefeuille nets (corrégés des variations de change) investis dans des fonds spécialisés dans certaines Écém et dans des fonds spécialisés dans les Écém pour lesquels la décomposition par pays, ou au moins par région, est disponible. Ligne discontinue : moyenne sur la période représentée. PECO = pays d'Europe centrale et orientale. <sup>2</sup> Indices Bank of America Merrill Lynch : obligations d'État des Écém, indice Emerging Markets External Debt Sovereign ; obligations d'État américaines, indice US Treasury Master ; obligations d'entreprise des Écém, indice Emerging Markets Corporate Plus. <sup>3</sup> En termes de prix à la consommation relatifs ; une augmentation indique une appréciation par rapport à un large panier de monnaies. <sup>4</sup> Moyenne arithmétique du dollar australien et du dollar canadien. <sup>5</sup> Indicateur harmonisé de compétitivité (en termes réels) de la BCE basé sur le cours de change effectif vis-à-vis des principaux partenaires commerciaux et des autres membres de la zone euro, corrigé des coûts unitaires de main-d'œuvre. Une augmentation indique une baisse de la compétitivité-côût. <sup>6</sup> Moyenne arithmétique de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal.

Sources : BCE ; Bank of America Merrill Lynch ; EPFR ; BRI.

## Répercussions financières mondiales

Si l'assouplissement des politiques monétaires a contribué à soutenir l'activité économique dans les économies avancées, il a sans doute eu également d'importantes répercussions financières sur d'autres pays<sup>3</sup>. La chute des rendements des obligations d'État, dans de nombreuses économies avancées, a sans doute favorisé les flux de capitaux vers les économies émergentes en croissance rapide et les petites économies avancées, soumettant leurs monnaies à des tensions à la hausse. Les entrées nettes de capitaux ont vivement augmenté depuis le début de 2013, particulièrement en Asie émergente, où elles sont remontées à leur sommet de fin 2010 (graphique II.7, premier cadre). En 2012, l'accroissement de la demande d'obligations des économies émergentes a entraîné une diminution de plus de 1 point de pourcentage de leur prime par rapport aux valeurs du Trésor américain (graphique II.7, deuxième cadre).

<sup>3</sup> J. Caruana, « International monetary policy interactions: challenges and prospects », allocution prononcée lors de la conférence CEMLA-SEACEN sur le thème « Le rôle des banques centrales dans la stabilité macroéconomique et financière : les défis à relever dans un monde incertain et volatil », Punta del Este (Uruguay), 16 novembre 2012.

Dans ce contexte de politiques monétaires extrêmement accommodantes dans les économies avancées, de faiblesse de la demande extérieure et de retour d'importants flux de capitaux, les fluctuations de change ont suscité de plus en plus de préoccupations pendant les derniers mois. Entre septembre 2012 et mai 2013, le taux de change effectif réel du yen a perdu plus de 20 %, revenant à son niveau de 2007. Sur les dix dernières années, cette dépréciation est du même ordre que celle qu'a connue la monnaie américaine (graphique II.7, troisième cadre). Au contraire, en Chine et dans les pays producteurs de produits de base, comme l'Australie et le Canada, les cours de change effectifs réels ont progressé d'environ 25 % par rapport à leur moyenne d'avant la crise (2000–2007). Face à ces amples variations des taux de change, les ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales du G 20 se sont engagés à ne pas agir sur les taux de change à des fins de compétitivité<sup>4</sup>.

Quant à l'euro, son cours de change effectif réel reste proche de sa moyenne d'avant la crise. Au sein de la zone euro, les taux de change réels sur la base des coûts unitaires de main-d'œuvre indiquent que l'Allemagne connaît toujours les plus forts gains de compétitivité par rapport à la moyenne d'avant la crise, même si l'Espagne, la Grèce, l'Irlande et le Portugal ont largement comblé leur écart par rapport à l'Allemagne depuis 2008 (graphique II.7, dernier cadre). En revanche, la France et l'Italie n'ont pas amélioré leur compétitivité vis-à-vis de l'Allemagne depuis la crise financière.

Pour certains pays, les interventions des pouvoirs publics sur les marchés des changes peuvent constituer un important instrument pour contrer les tensions à la hausse sur le cours de leur monnaie et amortir l'impact des entrées de capitaux. En 2012, les réserves de change mondiales ont atteint un record historique, à plus de \$10 000 milliards (tableau II.1). Les économies appliquant un régime de change fixe (Hong-Kong RAS et les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient, par exemple) ont continué d'accumuler rapidement des réserves, de même que plusieurs autres pays (tels la Corée, le Mexique et, surtout, la Suisse).

Outre les interventions directes, certains pays ont également eu recours à des mesures indirectes pour limiter les répercussions de la faiblesse des taux d'intérêt dans les économies avancées<sup>5</sup>. Ainsi, depuis quelques années, certaines économies émergentes prennent des initiatives qui peuvent être considérées à la fois comme des mesures macroprudentielles (atténuation du risque systémique dans le secteur financier) et des outils de gestion des flux de capitaux (par leur effet sur les entrées de capitaux et, de ce fait, sur le cours de change).

## Un niveau d'endettement du secteur privé non financier toujours élevé

Le niveau élevé de l'endettement du secteur privé non financier (ménages et entreprises non financières) est un héritage de l'expansion financière ayant précédé la crise ainsi qu'une conséquence du bas niveau des taux d'intérêt qui prévaut depuis lors<sup>6</sup>. Pendant la phase d'expansion, certaines économies avancées ont

<sup>4</sup> Communiqué de presse du 16 février 2013 ([www.g20.org/load/781209773](http://www.g20.org/load/781209773)).

<sup>5</sup> *The influence of external factors on monetary policy frameworks and operations*, BIS Papers, n° 57, octobre 2011.

<sup>6</sup> Une analyse de la viabilité budgétaire et de l'endettement des États est présentée au chapitre IV.

## Réserves de change : variation annuelle

En milliards de dollars

Tableau II.1

	À cours de change courants						Encours (déc. 2012)
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Monde	1 451	642	819	1 100	940	746	10 950
Économies avancées <sup>1</sup>	99	61	83	194	269	195	2 232
États-Unis	5	4	1	2	-0	-2	50
Japon	73	55	-7	39	185	-28	1 194
Suisse	7	0	47	126	54	197	468
Zone euro	19	-1	-8	13	1	12	220
Asie	695	410	715	651	424	239	5 351
Chine	462	418	453	448	334	130	3 312
Corée	23	-61	65	22	11	19	317
Hong-Kong RAS	19	30	73	13	17	32	317
Inde	96	-20	12	9	-5	-1	262
Indonésie	14	-5	11	29	14	2	106
Malaisie	19	-10	2	9	27	6	135
Philippines	10	3	4	16	12	6	72
Singapour	27	11	12	38	12	21	257
Taïpei chinois	4	21	56	34	4	18	403
Thaïlande	20	23	25	32	-0	6	171
Amérique latine <sup>2</sup>	127	42	25	81	97	51	694
Argentine	14	0	-1	4	-7	-3	37
Brésil	94	13	39	49	63	19	362
Chili	-3	6	1	2	14	-0	40
Mexique	11	8	0	21	23	16	153
Venezuela	-5	9	-15	-8	-3	-0	6
PECO <sup>3</sup>	42	6	13	14	3	15	275
Moyen-Orient <sup>4</sup>	108	150	-29	50	88	151	817
Russie	171	-56	-5	27	8	32	473
<i>Exportateurs nets de pétrole<sup>5</sup></i>	<i>331</i>	<i>144</i>	<i>-62</i>	<i>107</i>	<i>141</i>	<i>222</i>	<i>1 785</i>

<sup>1</sup> Économies citées plus Australie, Canada, Danemark, Islande, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni et Suède. <sup>2</sup> Économies citées plus Colombie et Pérou. <sup>3</sup> Pays d'Europe centrale et orientale : Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Roumanie, Slovaquie, Slovénie et République tchèque. <sup>4</sup> Arabie Saoudite, Koweït, Libye et Qatar. <sup>5</sup> Algérie, Angola, Kazakhstan, Mexique, Nigéria, Norvège, Russie, Venezuela et Moyen-Orient.

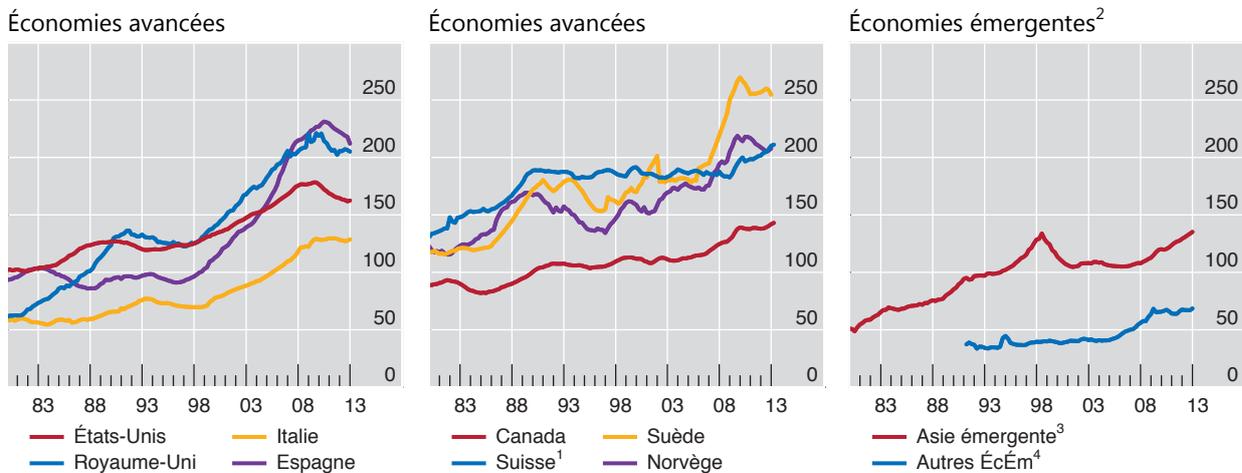
Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; Datastream ; données nationales.

enregistré une importante accumulation de dette et une mauvaise affectation des ressources. Dans ces pays, le ratio dette du secteur privé non financier/PIB se maintient près de ses sommets historiques (graphique II.8, cadre de gauche), car l'atonie de la croissance a ralenti l'assainissement des bilans du secteur

## Endettement du secteur privé non financier

En % du PIB

Graphique II.8



<sup>1</sup> Depuis T1 2011, l'endettement total du secteur privé non financier est déduit par approximation de la dette bancaire du secteur privé non financier. <sup>2</sup> Moyenne arithmétique. <sup>3</sup> Chine (depuis T4 1987), Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaisie (depuis T4 1991), Singapour (depuis T1 1991) et Thaïlande. <sup>4</sup> Afrique du Sud, Argentine, Brésil (depuis T4 1994), Hongrie, Mexique, Pologne (depuis T1 1992), Russie (depuis T2 1995), République tchèque (depuis T3 1994) et Turquie.

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

privé<sup>7</sup>. Pour d'autres économies avancées, qui ont moins souffert de la crise, la faiblesse des taux d'intérêt, après la crise financière, a favorisé une vive augmentation du ratio dette privée/PIB (graphique II.8, cadre du milieu). En Asie émergente, ce ratio demeure, en moyenne, inférieur à celui des économies avancées, mais il a tendance à se rapprocher du pic atteint avant la crise financière asiatique de la fin des années 1990 (graphique II.8, cadre de droite).

Les différences entre pays ressortent également de l'examen du graphique II.9 (cadre de gauche), qui représente la croissance du PIB par rapport à celle de la dette, en termes réels, sur la période 2007–2012 dans 33 économies avancées et émergentes. La ligne à 45° sépare les pays en deux groupes. La grande majorité d'entre eux (27) se situent au-dessus de la ligne : ce sont les pays qui ont connu une hausse de leur ratio dette privée/PIB depuis la crise financière mondiale. Dans ce groupe, un nombre de pays non négligeable (appartenant surtout à la zone euro) se trouvent à gauche de l'axe vertical : ils se caractérisent par le fait que la hausse de leur ratio dette privée/PIB a été au moins en partie due à un net ralentissement de l'activité économique. De l'autre côté se trouvent les pays – essentiellement des économies émergentes, mais aussi de petites économies avancées – qui n'ont pas fortement souffert de la crise et ont vu leur dette croître plus rapidement que leur PIB ne progressait.

Des études montrent que, lorsque le ratio dette/PIB s'écarte de sa tendance, des vulnérabilités peuvent apparaître, surtout si cette déviation s'accompagne

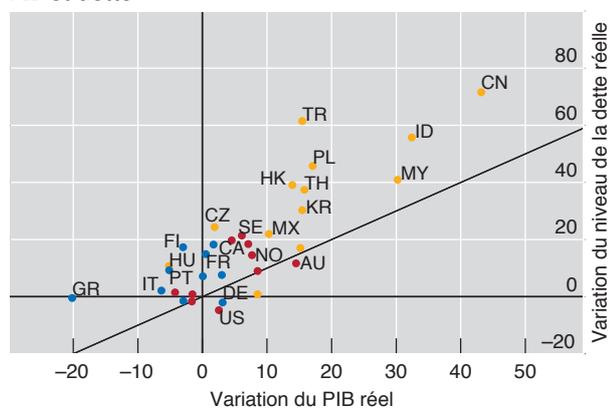
<sup>7</sup> J. Caruana, « Central banking in a balance sheet recession », remarques formulées à l'occasion d'une table ronde tenue lors de la conférence du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale sur le thème « Les banques centrales : avant, pendant et après la crise », Washington, 23–24 mars 2012.

## Endettement du secteur privé non financier, PIB et prix de l'immobilier<sup>1</sup>

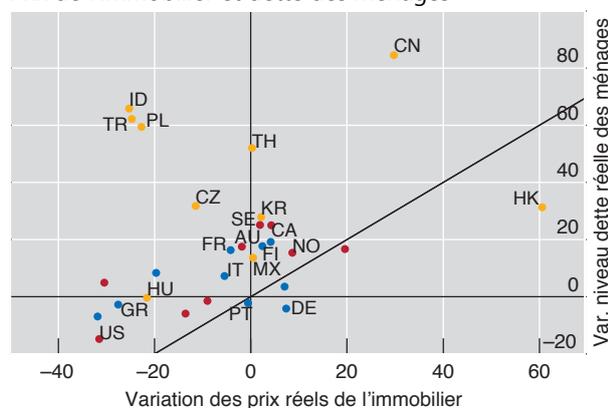
Variation en %, 2007–2012

Graphique II.9

PIB et dette



Prix de l'immobilier et dette des ménages



AU = Australie ; CA = Canada ; CN = Chine ; CZ = République tchèque ; DE = Allemagne ; FI = Finlande ; FR = France ; GR = Grèce ; HK = Hong-Kong RAS ; HU = Hongrie ; ID = Indonésie ; IT = Italie ; KR = Corée ; MX = Mexique ; MY = Malaisie ; NO = Norvège ; PL = Pologne ; PT = Portugal ; SE = Suède ; TH = Thaïlande ; TR = Turquie ; US = États-Unis.

<sup>1</sup> Ligne continue : ligne à 45°. Données corrigées du déflateur du PIB. Suisse : depuis T1 2011, l'endettement total du secteur privé non financier et des ménages est déduit par approximation de la dette bancaire du secteur privé non financier. <sup>2</sup> Australie, Canada, Danemark, États-Unis, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suède et Suisse. <sup>3</sup> Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Italie, Pays-Bas et Portugal. <sup>4</sup> Afrique du Sud, Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pologne, Russie, République tchèque, Thaïlande et Turquie. <sup>5</sup> Hors Nouvelle-Zélande. <sup>6</sup> Hors Afrique du Sud, Malaisie et Russie.

Sources : BCE ; FMI, *Statistiques financières internationales* ; OCDE ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

d'une vive hausse du prix des actifs<sup>8</sup>. Le cadre de droite du graphique II.9 représente la variation des prix de l'immobilier résidentiel par rapport à l'évolution de l'endettement des ménages, en termes réels, dans plusieurs pays, durant la période 2007–2012. La plupart des pays se situent au-dessus de la ligne à 45°, ce qui signifie que l'endettement des ménages a progressé à un rythme plus rapide que les prix immobiliers. Dans certaines économies, comme l'Indonésie, la Pologne et la Turquie, les prix de l'immobilier ont même diminué alors que l'endettement des ménages montait en flèche.

Une forte variation du ratio dette/PIB peut indiquer soit un endettement excessif, soit une accumulation de risques financiers, mais elle ne tient pas compte des conditions de la politique monétaire pour évaluer la soutenabilité de la dette. Il est donc utile d'analyser le ratio du service de la dette, à savoir la somme des paiements d'intérêts et remboursements du principal divisée par le PIB. La déviation de ce ratio par rapport à sa moyenne historique s'est révélée être un bon indicateur pour prévoir la gravité des récessions, ainsi qu'un signal précoce des crises bancaires<sup>9</sup>.

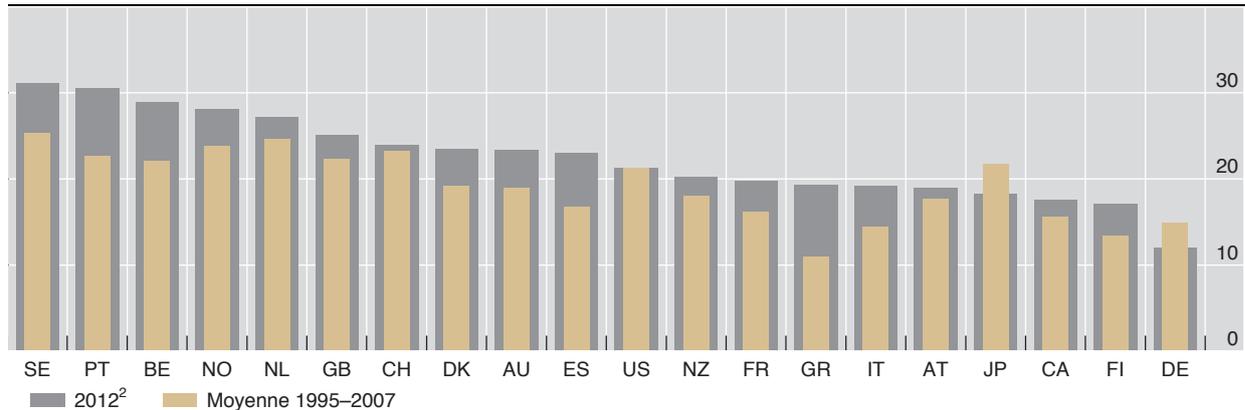
<sup>8</sup> Voir, par exemple, C. Borio et P. Lowe, *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, BIS Working Papers, n° 114, juillet 2002.

<sup>9</sup> M. Drehmann et M. Juselius, « Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2012, pp. 21–35. L'analyse exclut les économies émergentes, qui en sont à des stades moins avancés de développement financier.

## Secteur privé non financier : ratio du service de la dette<sup>1</sup>

En % du PIB

Graphique II.10



AT = Autriche ; AU = Australie ; BE = Belgique ; CA = Canada ; CH = Suisse ; DE = Allemagne ; DK = Danemark ; ES = Espagne ; FI = Finlande ; FR = France ; GB = Royaume-Uni ; GR = Grèce ; IT = Italie ; JP = Japon ; NL = Pays-Bas ; NO = Norvège ; NZ = Nouvelle-Zélande ; PT = Portugal ; SE = Suède ; US = États-Unis.

<sup>1</sup> Somme des paiements d'intérêts et des remboursements du principal, divisée par le PIB. <sup>2</sup> Données de fin d'année ou dernières données disponibles.

Sources : Banque de Réserve d'Australie ; Réserve fédérale ; BCE ; FMI, *Statistiques financières internationales* ; OCDE ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

Le ratio du service de la dette privée à la fin 2012 est représenté par les barres grises dans le graphique II.10. Dans la plupart des économies (17 sur 20), ce ratio est supérieur à sa moyenne sur la période 1995–2007 (barres beiges). Parmi les économies avancées, c'est en Suède que le ratio est le plus élevé, à 6 points de pourcentage au-dessus de sa moyenne à long terme. Les pays de la périphérie de la zone euro ont également enregistré une forte hausse de leur ratio du service de la dette. Ainsi, selon les estimations et sur la base des taux d'intérêt **actuels**, ce ratio se situe quelque 8 points de pourcentage au-dessus de sa moyenne historique en Grèce et au Portugal. Inversement, au Japon, il est inférieur d'environ 3 points de pourcentage à sa moyenne à long terme. Aux États-Unis, le ratio est proche de sa moyenne historique, en partie à cause d'une nette contraction de l'endettement des ménages (graphique II.9, cadre de droite).

L'écart entre le ratio du service de la dette en 2012 et sa moyenne sur la période 1995–2007 (la différence entre barres grises et beiges) dépend du niveau **actuel** des taux d'intérêt. Or, ces derniers sont actuellement bien inférieurs à leurs niveaux passés dans la plupart des économies. Il est permis d'en conclure que la dette doit encore être réduite et que, pour de nombreux pays, le désendettement est loin d'être achevé.

## Conclusion

Malgré la poursuite de l'assouplissement monétaire et l'amélioration de la situation sur les marchés financiers en 2012, les signes de reprise étaient encore inégaux au moment de la rédaction du présent rapport. L'atonie de la croissance et l'insuffisance des réformes institutionnelles laissent subsister le risque d'une dégradation brutale du sentiment du marché. Plus généralement, la nécessité d'assainir les bilans

continue de freiner la croissance et fragilise de nombreuses économies avancées. La persistance de taux d'intérêt peu élevés dans les économies avancées contient aussi en germe le risque d'apparition, à moyen terme, de déséquilibres financiers dans les économies émergentes. Dans un tel contexte, on peut penser que la poursuite du rôle de stimulation de la demande exercé par la politique monétaire a trouvé ses limites. La contribution des réformes structurelles à la relance de l'économie est analysée dans le chapitre III.