

# Le cycle infernal qui nous attend

IS [project-syndicate.org/commentary/federal-reserve-facing-trilemma-inflation-recession-insolvent-banks-by-nouriel-roubini-2023-03/french](https://project-syndicate.org/commentary/federal-reserve-facing-trilemma-inflation-recession-insolvent-banks-by-nouriel-roubini-2023-03/french)

30 mars 2023



Mar 30, 2023 [Nouriel Roubini](#)

NEW YORK – En janvier 2022, lorsque les rendements des bons du Trésor américain sur dix ans étaient encore à environ 1 % et ceux des obligations allemandes à -0,5 %, j'ai averti que l'inflation serait mauvaise à la fois pour les actions et pour les obligations. Une inflation plus élevée devait conduire à des rendements obligataires plus élevés, ce qui devait nuire aux actions à mesure que le facteur d'actualisation des dividendes allait augmenter. Mais dans le même temps, des rendements plus élevés sur des obligations « sûres » impliquent également une baisse de leur prix, en raison de la relation inverse entre les rendements et les prix des obligations.

Ce principe fondamental – connu sous le nom de « risque lié à la durée » – semble avoir été négligé par de nombreux banquiers, investisseurs à revenu fixe et organismes de régulation bancaire. Alors que l'inflation croissante en 2022 a conduit à des rendements obligataires plus élevés, les bons du Trésor sur dix ans ont perdu plus de valeur (20 %) que le S&P 500 (15 %) - et toute personne ayant des actifs à revenu fixe de longue durée libellés en dollars ou en euros a payé les pots cassés. Les conséquences pour ces investisseurs ont été graves. Fin 2022, les pertes non réalisées sur titres des banques américaines avaient atteint 620 milliards de dollars, soit environ 28 % de leur capital total (2,2 billions de dollars).

Pire encore, des taux d'intérêt plus élevés ont également réduit la valeur de marché des autres actifs des banques. Si l'on fait un prêt bancaire sur dix ans alors que les taux d'intérêt à long terme sont de 1 % et que ces taux augmentent ensuite à 3,5 %, la valeur

réelle de ce prêt (ce que quelqu'un d'autre sur le marché doit vous payer en contrepartie de ce prêt) va baisser. En tenant compte de cela, les pertes non réalisées des banques américaines s'élèvent en fait à 1,75 mille milliards de dollars, soit 80 % de leur capital.

La nature « non réalisée » de ces pertes n'est qu'un artefact du régime réglementaire actuel, qui permet aux banques d'évaluer les titres et les prêts à leur valeur nominale plutôt qu'à leur valeur marchande réelle. En fait, à en juger par la qualité de leur capital, la plupart des banques américaines sont techniquement proches de l'insolvabilité et des centaines sont déjà entièrement insolubles.

Il est certain que la hausse de l'inflation réduit la valeur réelle des passifs (dépôts) des banques en augmentant leur « franchise de dépôts », un actif qui n'est pas sur leur bilan. Puisque les banques paient encore près de 0 % sur la plupart de leurs dépôts, même si les taux du marché monétaire au jour le jour ont augmenté à 4 % ou plus, la valeur de cet actif augmente lorsque les taux d'intérêt sont plus élevés. En effet, certaines estimations suggèrent que la hausse des taux d'intérêt a augmenté la valeur totale des franchises de dépôts des banques américaines d'environ 1,75 mille milliards de dollars.

Mais cet actif n'existe que si les dépôts restent au sein des banques à mesure que les taux augmentent - et nous savons aujourd'hui suite à l'expérience de la Silicon Valley Bank et d'autres banques régionales américaines qu'une telle rigidité est loin d'être assurée. Si les déposants fuient, le droit de dépôt s'évapore et les pertes non réalisées sur les titres se réalisent lorsque les banques les vendent pour répondre aux demandes de retrait. La faillite devient alors inévitable.

En outre, l'argument de la « franchise de dépôts » suppose que la plupart des déposants sont stupides et garderont leur argent dans des comptes portant des intérêts proches de 0 % quand ils pourraient gagner 4 % ou plus dans des SICAV court terme totalement sûres qui investissent dans des bons du Trésor à court terme. Mais encore une fois, nous savons maintenant que les déposants ne sont pas aussi complaisants. La fuite actuelle, apparemment persistante, des dépôts non assurés – et même assurés – est probablement due autant à la poursuite par les déposants de rendements plus élevés qu'à leurs préoccupations quant à la sécurité de leurs dépôts.

En bref, après avoir été un non-facteur au cours des quinze dernières années – depuis que la politique et les taux d'intérêt à court terme sont tombés près de zéro après la crise financière mondiale de 2008 – la sensibilité des dépôts aux taux d'intérêt est revenue au premier plan. Les banques ont assumé un risque de durée très prévisible parce qu'elles ont voulu gonfler leurs marges d'intérêt nettes. Elles ont saisi cette opportunité selon laquelle si les charges en capital sur les obligations d'État et les titres adossés à des créances hypothécaires étaient nulles, les pertes sur ces actifs n'avaient pas besoin d'être marquées sur le marché. Pour couronner le tout, les organismes de régulation n'ont même pas soumis les banques à des tests de stress pour voir comment elles se porteraient dans un scénario de taux d'intérêt en forte hausse.

Maintenant que ce château des cartes est en train de s'écrouler, le resserrement du crédit provoqué par le stress bancaire actuel va créer un atterrissage plus difficile pour l'économie réelle, en raison du rôle clé que jouent les banques régionales dans le financement des petites et moyennes entreprises et des ménages. Les banques centrales sont donc confrontées non seulement à un dilemme, mais à un trilemme. En raison des récents chocs négatifs de l'offre globale (comme la pandémie et la guerre en Ukraine), parvenir à la stabilité des prix grâce à des hausses des taux d'intérêt était forcé d'augmenter le risque d'un atterrissage brutal (une récession et un chômage plus élevé). Mais comme je le soutiens depuis plus d'un an, ce compromis délicat comporte également le risque supplémentaire d'une grave instabilité financière.

Les emprunteurs sont confrontés à des taux en hausse – et donc à des coûts de capital beaucoup plus élevés – sur les nouveaux emprunts et sur les passifs existants qui ont mûri et doivent être refinancés. Mais l'augmentation des taux à long terme entraîne également des pertes massives pour les créanciers détenant des actifs à long terme. En conséquence, l'économie est tombée dans un « piège de la dette », avec de forts déficits publics et une dette élevée causant une « domination budgétaire » sur la politique monétaire - et des dettes privées élevées causant une « domination financière » sur les autorités monétaires et réglementaires.

Comme je l'annonce depuis longtemps, les banques centrales qui font face à ce trilemme vont probablement se retirer (en réduisant la normalisation de la politique monétaire) pour éviter une crise économique et financière auto-renforcée, ce qui va préparer le terrain pour un désancrage des attentes d'inflation au fil du temps. Les banques centrales ne doivent pas se leurrer en croyant qu'elles peuvent encore atteindre à la fois la stabilité des prix et la stabilité financière grâce à une sorte de principe de séparation (augmenter les taux pour lutter contre l'inflation tout en utilisant le soutien de liquidité pour maintenir la stabilité financière). Dans un piège de la dette, des taux directeurs plus élevés alimenteront des crises systémiques de la dette que le soutien de liquidité ne suffira pas à résoudre.

Les banques centrales ne doivent pas non plus présumer que le resserrement du crédit à venir va tuer l'inflation en maîtrisant la demande globale. Après tout, les chocs négatifs de l'offre globale persistent et les marchés du travail restent trop serrés. Une récession sévère est la seule chose qui peut tempérer l'inflation des prix et des salaires, mais cela va encore aggraver la crise de la dette ce qui, à son tour, va alimenter un ralentissement économique encore plus profond. Puisque le soutien des liquidités ne peut empêcher ce cycle infernal systémique, tout le monde doit se préparer à la prochaine crise de la dette stagflationniste.