

## ROYAUME-UNI: « RUÉE SUR LES LIQUIDITÉS », EFFET DE LEVIER ET NÉCESSITÉ DE COORDONNER LES POLITIQUES ÉCONOMIQUES

Au Royaume-Uni, les marchés financiers ont été récemment confrontés à une « ruée sur les liquidités » qui a amené les investisseurs à céder des actifs, y compris sûrs, comme les obligations d'État, pour obtenir des liquidités. Le catalyseur a été l'annonce d'une politique budgétaire expansionniste. Celle-ci pourrait obliger la Banque d'Angleterre à relever plus fortement les taux d'intérêt compte tenu de possibles conséquences inflationnistes. L'effet de levier et les appels de marge qui en ont découlé ont accéléré la hausse des rendements du Gilt. Cette situation montre la nécessité de coordonner les politiques économiques. En cas d'inflation élevée due à un choc d'offre, cela signifie un resserrement monétaire pour amorcer la désinflation, un soutien ciblé de la politique budgétaire à ceux qui souffrent le plus de l'inflation, et une politique macroprudentielle qui s'attaque aux conséquences de la volatilité du marché et à l'augmentation importante des rendements obligataires.

Les marchés financiers britanniques ont récemment été confrontés à une « ruée sur les liquidités ». Cette expression désigne une situation de « *flight to safety* » amenant les investisseurs à céder des actifs, y compris sûrs, comme les obligations d'État, pour obtenir des liquidités<sup>1</sup>. L'analyse de ce phénomène et des facteurs à l'œuvre apporte un éclairage utile en faveur d'une coordination des politiques économiques.

La préférence accrue des investisseurs britanniques pour les liquidités peut être due à leur volonté de réduire le risque de taux dans leurs portefeuilles. Le principal facteur, néanmoins, a été l'augmentation de la demande de liquidité des investisseurs endettés devant la nécessité de couvrir les appels de marge sur les positions de produits dérivés ; celles-ci ont été, directement ou indirectement, malmenées par la flambée des rendements des emprunts d'État britanniques (*Gilts*).

Comme cela a été rapporté par les médias, plusieurs fonds de pension ont procédé à des ventes forcées d'obligations souveraines afin d'obtenir des liquidités pour faire face aux exigences en matière de collatéral, une décision qui a amplifié l'augmentation des taux d'intérêt à long terme. La remontée des rendements s'est alors autorenforcée. Selon le Comité de politique financière de la Banque d'Angleterre, on pouvait craindre « un risque important pour la stabilité financière du Royaume-Uni en cas de persistance ou d'aggravation des dysfonctionnements du marché. Cela pourrait conduire à un resserrement injustifié des conditions de financement et à une réduction du flux de crédit vers l'économie réelle »<sup>2</sup>. Ainsi, le Comité a décidé de procéder à des rachats temporaires d'obligations d'État britanniques à maturité longue afin de ramener le calme sur le marché de la dette<sup>3</sup>.

La tempête qui a secoué le marché obligataire a, d'abord, été déclenchée par l'annonce d'un « mini-budget » le 23 septembre dernier, prévoyant des baisses d'impôt à hauteur de 45 milliards de livres, un niveau inégalé depuis 1972<sup>4</sup>. Les rendements des emprunts d'État se sont envolés (*graphique 1*) devant le risque d'un accroissement des besoins d'emprunt, dans un contexte de réduction de la taille du bilan de la Banque d'Angleterre (resserrement quantitatif). La perspective de nouveaux tours de vis par la banque centrale, pour compenser les conséquences inflationnistes à moyen terme d'une politique budgétaire expansionniste, a constitué un autre facteur. Enfin, le plongeon de la livre sterling à un plus bas historique face au dollar (*graphique 2*)

1 Cette définition a été tirée de « *The role of non-bank financial intermediaries in the 'dash for cash' in sterling markets* », Banque d'Angleterre, Document sur la stabilité financière n° 47, juin 2021.

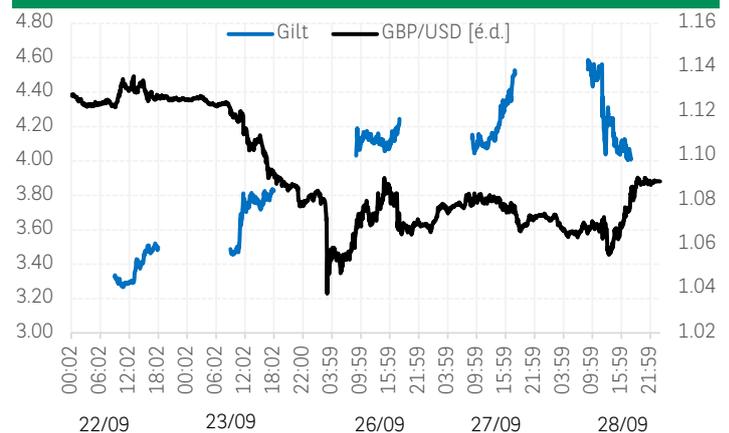
2 Source : « *Bank of England announces gilt market operation* », communiqué de presse de la Banque d'Angleterre, publié le 28 septembre 2022.

3 Il convient de souligner qu'il s'agit là d'une décision visant à assurer la stabilité financière, adoptée par le Comité de politique financière, et non d'une décision de politique monétaire, qui relève de la compétence du Comité de politique monétaire.

4 Source : *Financial Times*.

a aggravé le risque d'une nouvelle hausse de l'inflation et contribué à la flambée des rendements obligataires. La chute de la monnaie britannique est le résultat des inquiétudes portant sur la crédibilité de la politique budgétaire – quand l'expansion budgétaire sera-t-elle suivie par un mouvement dans la direction opposée? – ainsi que sur

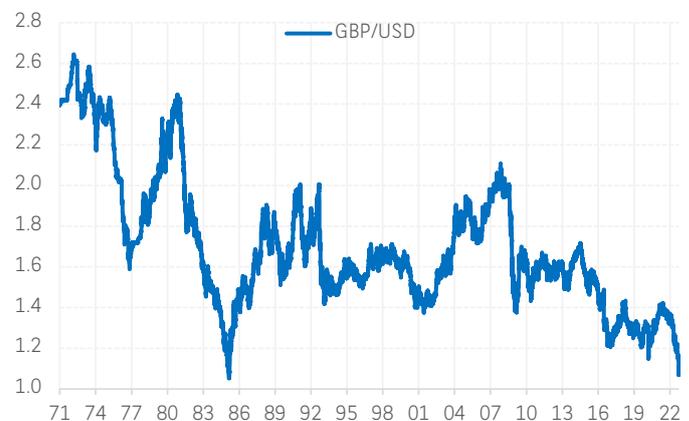
ROYAUME-UNI : INTRAJOURNALIER, GILT 10 ANS VS. GBP/USD



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

GBP/USD



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS



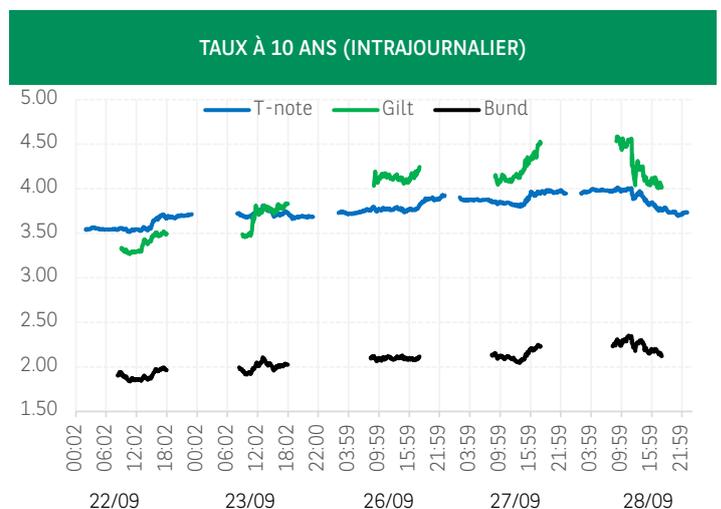
celle de la politique monétaire – La Banque d'Angleterre fera-t-elle tout ce qui est en son pouvoir pour faire face aux risques d'inflation accrus ? La crédibilité joue un rôle important dans la conduite de la politique économique, surtout dans le cas au Royaume-Uni, un pays qui accuse un déficit de la balance des opérations courantes et qui dépend de la volonté des investisseurs étrangers de couvrir le déficit de financement des secteurs domestiques (ménages, entreprises et secteur public). Par ailleurs, le bond des rendements des Gilts a entraîné dans son sillage l'augmentation des taux obligataires à l'étranger, y compris aux États-Unis (graphique 3). Les marchés obligataires mondiaux sont fortement corrélés en temps normal et encore plus en cas de mouvements de grande ampleur comme ceux observés ces derniers jours.

Dans un tel contexte, la «ruée sur les liquidités» a joué un rôle d'accélérateur du mouvement des rendements obligataires. Dans la mesure où elle reflète la réaction d'investisseurs endettés, la question se pose de savoir ce qui avait soutenu cet appétit d'endettement. La première réponse qui vient à l'esprit réside dans le dilemme des investisseurs obligataires, avec l'ambition de réaliser, d'une part, des rendements attractifs – par exemple pour répondre aux engagements d'un fonds de pension – et, d'autre part, des rendements attendus (très) faibles après des années de politique monétaire très expansionniste au Royaume-Uni comme dans d'autres pays. Cela a conduit, de prime abord, à une situation étonnante : malgré le gonflement du bilan des banques centrales – conséquence de plusieurs années d'assouplissement quantitatif – la liquidité faisait défaut dans d'autres secteurs de l'économie. Il n'y a là, cependant, rien d'anormal. En effet, nous parlons de deux choses différentes : d'une part, la liquidité monétaire – la taille du bilan de la banque centrale, les réserves excédentaires du système bancaire – et, d'autre part, la liquidité du marché – l'aptitude à négocier de gros volumes avec une influence limitée sur les cours du marché. Plus la liquidité monétaire est abondante, plus le risque augmente que la liquidité du marché ne suffise pas en cas de mouvements importants des taux d'intérêt.

Il convient donc de coordonner les politiques monétaires et macroprudentielles. Dans le premier cas, cela signifie la prise en compte des conséquences d'une orientation de politique monétaire accommodante ou restrictive pour la stabilité financière. S'agissant des politiques macroprudentielles, une vue d'ensemble précise de l'utilisation de l'effet de levier permettrait de mieux anticiper la réaction des opérateurs endettés aux chocs des taux d'intérêt.

Il faut également mieux harmoniser les politiques monétaires et budgétaires pour éviter des chocs massifs de taux d'intérêt. La recherche montre que la politique budgétaire peut améliorer l'efficacité de la politique monétaire lorsque les taux d'intérêt sont très bas<sup>5</sup>. La stimulation de la demande accroît en effet la probabilité d'atteindre plus rapidement l'objectif d'inflation, ce qui permet une normalisation de la politique monétaire. Cela réduit également le risque d'instabilité financière due à la formation de bulles spéculatives. Lorsque l'inflation est supérieure à l'objectif, la politique budgétaire – réduction (ou augmentation) du déficit (ou de l'excédent) budgétaire corrigé du cycle – peut accroître l'efficacité d'une politique monétaire restrictive. Une politique budgétaire expansionniste entrerait, en revanche, en contradiction avec l'objectif de la banque centrale de ralentir la croissance de la demande. C'est justement ce qui s'est passé au

5 Voir à ce sujet : *Unconventional fiscal and monetary policy at the zero lower bound*, discours liminaire d'Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, lors de la troisième conférence annuelle organisée par le Conseil fiscal européen sur le thème : «*High Debt, Low Rates and Tail Events: Rules-Based Fiscal Frameworks under Stress*», Francfort-sur-le-Main, 26 février 2021.



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

Royaume-Uni. Cela conduirait à une augmentation du taux final – le pic cyclique des taux directeurs – qui, à son tour, influencerait sur la dynamique du ratio de la dette publique, du fait de la hausse des rendements obligataires.

Une inflation élevée due à un choc d'offre négatif (hausse des prix de l'énergie, etc.) représente un défi pour la politique monétaire et budgétaire. Estimant que ce choc aura un impact temporaire sur l'inflation, les autorités monétaires auront tendance à l'ignorer. Cependant, face au risque de désancrage des anticipations d'inflation et à ses effets sur les revendications salariales et les stratégies de fixation des prix des entreprises, comme nous en avons fait l'expérience cette année, les banques centrales ont fini par relever les taux. Les États feront alors en sorte d'amortir l'impact du choc d'offre négatif sur le pouvoir d'achat des ménages en prenant des mesures qui peuvent, à leur tour, alimenter l'inflation, compliquant ainsi encore davantage la tâche de la banque centrale, et conduire à une hausse des taux d'intérêt.

L'inflation du côté de l'offre nécessite un soutien budgétaire ciblé pour aider ceux qui sont les plus touchés. Une telle politique est d'autant plus indiquée que les banques centrales ne sont pas armées pour assurer une répartition équitable des conséquences des chocs économiques. L'Eurogroupe a souligné, en juillet dernier, la nécessité d'une approche ciblée : «*L'Eurogroupe considère qu'il n'est pas justifié de soutenir la demande globale au moyen de politiques budgétaires en 2023, l'accent étant mis plutôt sur la protection des plus vulnérables, tout en maintenant la souplesse nécessaire pour procéder à des ajustements, si nécessaire (...) de manière à faciliter également la tâche de la politique monétaire pour garantir la stabilité des prix en ne renforçant pas les tensions inflationnistes*»<sup>6</sup>. Luis de Guindos, vice-président de la BCE, a fait récemment une remarque qui va dans le même sens : «*La politique budgétaire ne doit pas alimenter l'inflation. Elle doit être temporaire et adaptée aux ménages et entreprises les plus vulnérables, qui sont les plus gravement touchés par une inflation élevée*»<sup>7</sup>.

**William De Vijlder**

6 Source : Déclaration de l'Eurogroupe sur les orientations en matière de politique budgétaire pour 2023, 11 juillet 2022, [www.consilium.europa.eu](http://www.consilium.europa.eu).

7 Source : «*Policy mix of the future: the role of monetary, fiscal and macroprudential policies*», Remarques de Luis de Guindos, vice-président de la BCE, à une réunion d'experts lors de la conférence «*Future of Central Banking*», organisée par Lietuvos bankas et la Banque des règlements internationaux (BRI), Francfort-sur-le-Main, 29 septembre 2022.