



Communiqué de presse

Informations : +41 61 280 8188
press@bis.org
www.bis.org

7 décembre 2009

Rapport trimestriel BRI Décembre 2009

Le *Rapport trimestriel BRI* publié ce jour comporte deux parties. La première présente une vue d'ensemble de l'évolution récente des marchés financiers, puis analyse en détail les dernières statistiques BRI sur l'activité bancaire et financière internationale. La seconde comprend cinq études portant, respectivement, sur les sujets suivants : utilisations et limites des tests de résistance macroéconomiques ; relation entre politique monétaire et prise de risque dans les banques ; estimation des liens entre taille des administrations publiques et stabilité macroéconomique ; enseignements des régimes de provisions bancaires mis en place en Asie après les crises de la fin des années 1990 ; facteurs à l'origine de l'appréciation du dollar, fin 2008.

Vue d'ensemble – Le maintien des taux à des plafonds historiques stimule les marchés

Entre début septembre et fin novembre, un flux continu d'annonces macroéconomiques essentiellement favorables a rassuré les investisseurs sur la réalité du retournement de l'économie mondiale, mais la confiance dans les marchés restait encore fragile, comme l'a clairement illustré, vers la fin de la période analysée, la chute des prix des actifs à risque lorsque les investisseurs ont réagi vivement à l'annonce que le conglomérat public Dubaï World avait demandé un moratoire sur certains paiements au titre de sa dette.

Les intervenants tablaient sur une poursuite de la reprise, tout en entretenant parfois des doutes sur son rythme et sa forme, en raison d'incertitudes quant au moment et à la rapidité de l'abandon des mesures de stimulation monétaire et budgétaire et quant aux risques qui en découleraient pour l'activité économique. Ce climat d'incertitude a été amplifié par l'inégalité de la reprise entre les différentes régions du monde, qui est apparue accentuer le risque de voir apparaître des déséquilibres préjudiciables, de nature à créer des défis supplémentaires pour les autorités.



Dans cet environnement, les marchés ont, pour une bonne part, continué d'évoluer en fonction de la poursuite attendue des politiques incitatives, et notamment des politiques monétaires expansionnistes. Cependant que les investisseurs intégraient dans leur tarification le maintien de taux d'intérêt bas dans les grandes économies avancées, les prix des actifs à risque ont poursuivi leur hausse. Les cours des actions ont généralement progressé, surtout dans le monde émergent. Les primes de risque sur actifs de qualité investissement ont peu varié et celles des titres de moindre qualité se sont encore resserrées. L'attente d'un maintien durable des taux directeurs à des niveaux peu élevés comme la faiblesse des primes d'échéance ont maintenu à un bas niveau les rendements des obligations d'État à long terme. Un commentaire de marché a signalé le risque d'une remontée de l'inflation à l'avenir, mais les anticipations (indicateurs de marché et enquêtes) ont continué d'augurer d'une maîtrise des tensions sur les prix dans les grandes économies avancées.

Le bas niveau des taux d'intérêt dans les économies avancées, conjugué à la reprise plus précoce et plus soutenue que prévu dans plusieurs économies émergentes, a continué d'attirer d'importantes entrées de capitaux dans le monde émergent (en Asie-Pacifique surtout). Bien que difficile à quantifier, un phénomène connexe s'est développé : la reprise des opérations de portage (*carry trade*) financées en dollars et dans d'autres monnaies faiblement rémunérées. De ce fait, plusieurs économies émergentes ont connu une flambée des prix des actifs, ainsi qu'une appréciation substantielle du change vis-à-vis du dollar.

Principales tendances se dégageant des statistiques BRI

Au **deuxième trimestre 2009**, la contraction des bilans internationaux des banques s'est poursuivie, mais à un rythme beaucoup plus lent qu'au cours des six mois précédents. La baisse du total des créances internationales brutes des banques déclarantes BRI (-\$477 milliards) est bien inférieure à celles des deux trimestres précédents, mais elle reste néanmoins la quatrième en importance des dix dernières années. Cette contraction des bilans internationaux est entièrement due à un repli des créances interbancaires (-\$481 milliards). À l'inverse, les créances internationales sur le secteur non bancaire ont un peu augmenté (+\$4 milliards). Les créances transfrontières des banques déclarantes sur les emprunteurs des économies émergentes ont semblé se stabiliser, elles aussi. À l'opposé, les positions locales en monnaie locale se sont légèrement contractées, dans de nombreux pays, pour la première fois depuis le début de la crise.

Au **premier semestre 2009**, l'encours notionnel de l'ensemble des dérivés de gré à gré a légèrement rebondi, pour s'établir à \$605 000 milliards fin juin, en hausse de 10 % sur le semestre. En revanche, l'exposition brute au risque de crédit a diminué de 18 % par rapport à son maximum de fin 2008, revenant à \$3 700 milliards ; l'exposition brute au risque de crédit, qui prend en compte les accords bilatéraux de compensation, mais pas les sûretés, fournit une mesure de l'exposition au risque de contrepartie. L'augmentation de l'encours est due, en grande partie, aux dérivés de taux. En revanche, l'encours notionnel des contrats CDS, poursuivant une tendance apparue au premier semestre 2008, a continué de baisser, pour s'établir à \$36 000 milliards.

Au **troisième trimestre 2009**, l'activité sur les marchés dérivés organisés s'est stabilisée, à quelque 60 % de son niveau d'avant la crise. Le volume total (en montant notionnel) est demeuré inchangé par rapport au trimestre précédent, à \$425 000 milliards.



Des facteurs saisonniers ont pesé sur le marché primaire des titres de dette au **troisième trimestre 2009**. Les émissions nettes ont pratiquement diminué de moitié, à \$475 milliards, leur plus faible niveau depuis le troisième trimestre 2008. En termes corrigés des variations saisonnières, les émissions sont demeurées stables à un niveau élevé ou elles ont un peu augmenté, selon la méthode utilisée. La baisse d'activité s'explique essentiellement par un recul des émissions nettes des résidents des économies développées (-45 %), à l'origine de la majeure partie des emprunts sur le marché des titres de dette internationaux. Les résidents des économies émergentes ont profité de l'amélioration des conditions de financement pour placer \$34 milliards de titres internationaux, soit 52 % de plus qu'au deuxième trimestre et bien davantage que la moyenne trimestrielle de 2006 et début 2007, avant la crise.

Études

Tests de résistance macroéconomiques à l'épreuve des crises bancaires : enseignements

Les tests de résistance macroéconomiques effectués avant la crise n'ont pas souvent – voire jamais – fait apparaître de faiblesses significatives. Rodrigo Alfaro (Banque centrale du Chili) et Mathias Drehmann (BRI) examinent les raisons de cette défaillance en comparant avec les faits, sur la base d'un large échantillon de crises bancaires, les données produites par des tests de résistance simples. Les auteurs concluent que, souvent, les hypothèses structurelles sous-tendant les modèles ne correspondent pas au schéma d'évolution de la production au cours de nombreuses crises passées. De plus, sauf si les conditions macroéconomiques se trouvent déjà détériorées avant le déclenchement de la crise, l'immense majorité des scénarios de crise fondés sur des données historiques ne sont pas suffisamment pessimistes. Enfin, les auteurs soulignent que les modèles ne sont pas robustes, car les relations statistiques ont tendance à se rompre en période de crise. Ces résultats devraient avoir d'importantes conséquences pour la conception et la conduite des tests de résistance à l'avenir.

Politique monétaire et canal de la prise de risque

Dans cette étude, Leonardo Gambacorta (BRI) fait valoir qu'un bas niveau de taux d'intérêt peut inciter les banques à prendre davantage de risques. Il observe que la politique monétaire peut influencer la perception des banques à l'égard du risque, et leur attitude à son égard, au moins de deux manières : à travers le processus de recherche du rendement, en particulier lorsque les cibles sont définies en termes de rendement nominal ; via l'incidence des taux d'intérêt sur les valorisations, recettes et flux de trésorerie, qui peut à son tour modifier la mesure et la tarification du risque dans les banques. En utilisant un échantillon de données complètes sur les banques cotées en bourse, Gambacorta montre ensuite qu'une longue période de taux d'intérêt bas entraîne une hausse de la prise de risque dans les banques.

Taille des administrations publiques et stabilité macroéconomique

M. S. Mohanty et Fabrizio Zampolli (tous deux de la BRI) examinent de quelle manière la taille des administrations publiques peut constituer un facteur de stabilité pour l'économie. Ils concluent qu'une grande taille – mesurée par la part,



dans le PIB, de la dépense consacrée aux administrations publiques – a été associée à une faible diminution de la volatilité de la croissance dans les économies OCDE depuis 1970, mais que cette relation, déjà tenue à l'origine, s'est encore réduite depuis le milieu des années 1980. En réalité, la volatilité de la production semble découler de facteurs comme l'ouverture commerciale et l'exposition à des chocs dus à de fortes variations des termes de l'échange, ainsi que de la volatilité de l'inflation. Il est à noter que ce même ensemble de facteurs contribue à expliquer la gravité des récessions.

Provisions pour créances douteuses : évolutions en Asie

À la suite de la crise financière de la fin des années 1990, de nombreuses autorités d'Asie ont renforcé leur dispositif de constitution de provisions pour créances douteuses, en y ajoutant des outils discrétionnaires. Dans leur étude, Sarawan Angklomkliew (Banque de Thaïlande), Jason George et Frank Packer (ces deux derniers de la BRI) décrivent les modifications apportées par les autorités d'Asie à leurs régimes de constitution de provisions et montrent comment les systèmes bancaires de la région en ont été fortifiés.

Appréciation du dollar en 2008 : recherche de la sécurité, opérations de portage, pénurie de dollars et surcouverture

De nombreux observateurs ont été surpris par l'appréciation du dollar, fin 2008, la plus forte depuis la mise en place du flottement généralisé en 1973. Robert McCauley et Patrick McGuire (tous deux de la BRI) font valoir qu'une conjonction de facteurs en est à l'origine. Premièrement, le dollar a bénéficié d'un report mondial vers la sécurité des valeurs du Trésor des États-Unis. Deuxièmement, il a été soutenu par le dénouement des opérations de portage (*carry trade*). Troisièmement, une pénurie de dollars sur le marché bancaire international a entraîné une tension des taux sur les marchés privés, ce qui a poussé la monnaie à la hausse. Quatrièmement, la dévalorisation des actifs en dollars s'est traduite, pour les banques européennes et les investisseurs institutionnels hors des États-Unis, par une situation de surcouverture qui, en amenant ces opérateurs à équilibrer leurs positions, a pu également profiter au dollar.