



**Veillez noter que les opinions exprimées dans les études sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement celles de la BRI. Lorsque vous mentionnez ces études, nous vous remercions de citer les auteurs et non la BRI.**

## **Rapport trimestriel BRI, septembre 2016 – Présentation à la presse**

**Présentation officielle par Claudio Borio, Chef du Département monétaire et économique de la BRI, et Hyun Song Shin, Conseiller économique et Chef de la recherche, le vendredi 16 septembre 2016**

### **Claudio Borio**

Au cours du trimestre étudié dans notre dernier Rapport trimestriel, les marchés ont fait entendre des notes dissonantes – nombre d'entre elles sont des notes déjà entendues, mais d'autres le sont moins.

Tout a commencé avec une nouvelle inattendue, qui a pris les intervenants de marché par surprise : le 23 juin, le Royaume-Uni a voté en faveur d'une sortie de l'Union européenne. Dans les jours qui ont suivi, les cours des actions ont plongé, la volatilité est montée en flèche, les primes de risque de crédit se sont envolées et la livre sterling a plongé, touchant son plus bas niveau depuis 30 ans. Les marchés ont perdu, moyennant intérêts, les gains qu'ils avaient enregistrés la semaine précédente, lorsqu'une issue en faveur du maintien dans l'UE paraissait pratiquement certaine – pour les marchés, sinon dans les sondages. Cela dit, les marchés ont continué à fonctionner normalement pendant les turbulences, et la liquidité de marché s'est bien maintenue, en dépit des inquiétudes, sans signe d'assèchement. En outre, quelques jours plus tard, les remous ont disparu, aussi vite qu'ils étaient apparus. Certes, contrairement à d'autres chocs violents, le calendrier était entièrement prévisible ; les intervenants de marché comme les autorités avaient eu amplement le temps de se préparer. Qui plus est, les banques centrales ont été promptes à offrir des assurances, sous forme de déclarations, individuelles et communes, soulignant qu'elles se tenaient prêtes à soutenir les marchés, les établissements et l'économie, si le besoin s'en faisait sentir. Pourtant, la vitesse de la reprise en a étonné plus d'un, compte tenu des incertitudes politiques et économiques suscitées par le scrutin.

Une fois passé le référendum britannique, les marchés sont revenus, dans l'ensemble, sur la voie de l'embellie qui se dessinait après les turbulences beaucoup plus intenses du début de l'année. Début septembre, les cours des actions touchaient de nouveaux sommets aux États-Unis, et avaient regagné un terrain considérable depuis leurs creux de l'année en Europe et au Japon, les volatilités revenaient vers leurs moyennes d'après-crise – voire, pour le VIX, si important, plus bas encore –, et les écarts de crédit s'étaient fortement rétrécis. La survenue de plusieurs événements porteurs de risques politiques, et d'autres en perspective, ont à peine assombri l'embellie.

Les actifs des marchés émergents ont été particulièrement demandés au cours du trimestre examiné, faisant fond sur l'élan pris les mois précédents. Après le référendum sur le Brexit, les flux de capitaux vers les économies de marché émergentes (EME) se sont encore intensifiés, stimulant les prix des actions et les monnaies de ces pays, et abaissant les écarts de rendement sur leur dette souveraine et les primes de risque de crédit, lesquels ont, dans certains cas, frôlés les points observés au troisième trimestre 2014. Comme le montrent les statistiques financières internationales de la BRI, l'émission de titres par les emprunteurs des EME avait déjà rebondi au premier semestre de l'année, en dépit de flux bancaires plus modestes. Ainsi, il se peut que le redressement subséquent des émissions en dollar ait été suffisant pour interrompre, voire inverser, la (légère) réduction du premier trimestre dans le



stock total de crédit en dollar aux emprunteurs non bancaires des EME – stock qui avait plus ou moins doublé depuis 2009. Cet indicateur clé de la liquidité mondiale était revenu à 3 200 milliards de dollars à la fin du premier trimestre, après son sommet à 3 300 milliards de dollars au troisième trimestre 2015 – alors que le crédit en dollar à l'ensemble des emprunteurs non bancaires hors des États-Unis s'était légèrement redressé, à 9 800 milliards de dollars.

Dans ce climat d'ébullition généralisée, les marchés obligataires semblaient annoncer un fléchissement économique à venir – la première des notes dissonantes. Les rendements obligataires ont continué à reculer et les courbes de rendements à s'aplatir – un signe avant-coureur caractéristique de perspectives de croissance en berne. Ajoutant encore à la morosité, les observateurs évoquaient la possibilité que l'économie mondiale continue à tourner au ralenti encore longtemps. Tout aussi décourageants, les débats allaient bon train sur la nécessité de rendre permanents de bas taux d'intérêt pour contrer l'atonie séculaire de l'économie. Quoiqu'il ait quelque peu reculé récemment, le stock global de dette souveraine s'échangeant pour des rendements négatifs a atteint de nouveaux sommets pendant l'été, dépassant largement les 10 000 milliards de dollars. Fait encore plus extraordinaire, les rendements négatifs commencent maintenant à envahir les marchés secondaires des obligations d'entreprises, voire à toucher certaines émissions primaires. Et les taux étaient en outre historiquement bas par rapport à la croissance – un repère classique pour évaluer leur niveau.

Dans le même temps, les banques paraissaient être à la peine – la deuxième note dissonante. Les annonces de bénéfices étaient mitigées, voire décevantes, les cours des actions bancaires ne suivaient pas l'indice global ou reculaient, et les ratios cours/valeur comptable stagnaient généralement au-dessous de 1. Les valorisations des actions des banques de la zone euro et du Japon ont été particulièrement comprimées, tournant autour de 0,4, soit un peu moins que celles des banques britanniques et beaucoup moins que celles des banques américaines, supérieures à 1. La publication des résultats des tests de résistance des banques de la zone euro, en juillet, n'a procuré guère de soulagement, surtout dans les juridictions où le taux de prêts non productifs reste obstinément élevé, et les marchés ont à peine sourcillé. Qui plus est, des signes de tension sont apparus depuis juillet sur le marché du financement à court terme en dollar : le Libor, ce taux clé, a augmenté, en réaction notamment à l'arrivée prochaine d'une nouvelle réglementation des fonds de placement monétaires américains qui relèvera le coût des financements non assortis de sûretés. Comme l'analyse en détail le [Rapport trimestriel](#), le coût des emprunts en dollar au travers du marché, vital, des swaps cambistes a encore grimpé pour plusieurs monnaies, en particulier le yen et l'euro, durcissant les conditions de financement pour les banques qui y ont largement recours.

Une explication est souvent avancée pour cette dissonance, à savoir l'interaction entre les décisions des banques centrales et les décisions de portefeuille des intervenants de marché. En associant des taux directeurs proches de zéro, voire négatifs, des achats d'actifs de grande ampleur et des orientations prospectives, les banques centrales se sont efforcées d'assouplir les conditions financières afin de stimuler l'économie et, surtout, de rapprocher l'inflation de son objectif. Le trimestre examiné ici ne fait pas exception : la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre et d'autres banques centrales ont maintenu leur politique accommodante, et des signes indiquaient que l'assouplissement était toujours de mise à la Fed et à la BCE. Les intervenants de marché, quant à eux, ont encore pesé sur les taux d'intérêt, tentant soit de trouver de longues durées pour couvrir des engagements à long terme (fonds de pension et compagnies d'assurance, par exemple), soit de récolter, avant qu'ils ne disparaissent, quelques rendements supplémentaires. Ces tentatives se sont soldées par des taux d'intérêt obstinément très bas et des rendements obligataires éventuellement négatifs sur une grande partie de la courbe des échéances.



La perspective d'un maintien prolongé de taux bas a eu un double effet. D'une part, elle a alimenté un report, désormais bien connu, vers les actions ainsi qu'une quête de rendement généralisée, aboutissant aux symptômes habituels d'exubérance. D'autre part, elle a suscité de graves préoccupations quant à la rentabilité des banques, parce que les taux ultra-faibles et l'aplatissement des courbes de rendement ont tendance à éroder la marge d'intérêt nette et à réduire le coût associé à la détention de prêts improductifs, ce qui reporte le nécessaire assainissement des bilans des banques.

« La récente embellie a reçu un accueil très mitigé – c'est plus le bâton que la carotte, plus une pression qu'une traction, plus de frustration que de joie. C'est la réponse à cette lancinante question : les marchés reflètent-ils vraiment les risques à venir ? Des doutes quant aux valorisations semblent s'être insinués ces derniers jours. Seul le temps dira ce qu'il en est.

L'évolution au cours du trimestre examiné montre, une fois encore, à quel point les marchés sont dépendants des banques centrales. Leur sensibilité aux moindres faits et gestes des banques centrales s'est clairement manifestée une fois de plus vendredi dernier, lorsque les marchés ont plongé et les rendements obligataires sont repartis à la hausse, suite à des déclarations nuanciant les perspectives relatives à la future trajectoire de la politique monétaire dans certaines juridictions clés. Il est de plus en plus évident que les banques centrales ont été trop sollicitées pendant trop longtemps. Comme l'explique en détail le dernier [Rapport annuel BRI](#), une combinaison plus équilibrée de politiques publiques est essentielle pour mettre l'économie sur la voie d'une expansion plus robuste, équilibrée et viable.

## Hyun Song Shin

Compte tenu des évolutions récentes sur les marchés financiers, il est opportun que les études présentées dans cette dernière édition du Rapport trimestriel abordent toutes l'un ou l'autre aspect des flux financiers mondiaux et des marchés de capitaux, qu'il s'agisse d'obligations, de devises ou de questions bancaires.

Ces derniers jours ont vu se troubler la tranquillité qui avait régné sur les marchés financiers pendant une bonne partie de l'été, avec des indicateurs boursiers témoignant d'un appétit soutenu pour le risque – voire d'une exubérance – de la part des intervenants de marché. Les cours étaient au plus haut, et la volatilité, au plus bas.

Mais ces signes de confiance des investisseurs se manifestaient en présence d'anomalies de marché qui sont habituellement associées à des tensions sur les marchés financiers.

L'une de ces anomalies est la rupture de la « parité des taux d'intérêt couverte » – l'une des lois les mieux établies en finance internationale, qui stipule que le taux d'intérêt implicite dans le marché des changes doit coïncider avec les taux d'intérêt sur le marché monétaire. Cette relation a commencé à se disloquer pendant la Grande Crise financière de 2007-2009. Depuis la mi-2014, l'écart entre ces deux mesures du coût de financement en dollar ne cesse de s'élargir. Les acteurs du marché qui empruntent des dollars sur les marchés des changes en gageant des yens ou des euros paient plus cher qu'ils ne le feraient sur le marché monétaire.

Cette violation de la parité des taux d'intérêt couverte pose trois questions.

1. Pourquoi cet écart s'est-il ouvert et élargi ces derniers mois ?
2. Pourquoi l'écart ne disparaît-il pas sous l'effet de l'arbitrage annoncé par la théorie, lorsqu'un acteur emprunte à un faible taux d'intérêt et prête à un taux plus élevé ?
3. Faut-il s'inquiéter de la violation d'une règle gravée dans le marbre des manuels d'économie ?



Quant à la question de savoir pourquoi cet écart est apparu, les conclusions de l'étude réalisée par Borio, McCauley, McGuire et Sushko indiquent que la divergence des politiques monétaires menées par les grandes économies avancées a joué un rôle clé. Les banques, les fonds de pension et les compagnies d'assurance vie établies dans des économies où les taux sont faibles ou négatifs ont tenté de relever leurs rendements en achetant des actifs en dollar. La quête du rendement a été en réalité une fuite devant le taux zéro tandis que ces établissements comprimaient les rendements en dollar et que leurs tentatives de couverture du risque de change élargissaient encore l'écart entre les taux.

Ce qui est peut-être plus déroutant, c'est que cet écart ne s'est pas refermé comme il le fait habituellement au travers de l'arbitrage. La persistance de l'écart laisse penser que les banques et autres intermédiaires financiers ne disposent pas de capitaux suffisants pour mener de telles transactions, ou du moins qu'ils attachent un prix si élevé à l'utilisation de leur bilan que, en présence de tels écarts, ces transactions en perdent leur intérêt économique. Du fait que les fonds spéculatifs et autres entités non réglementées attendent eux aussi que les banques de négoce réalisent des transactions avec effet de levier, le secteur bancaire reste au centre de l'attention.

À l'heure actuelle, les banques voient leur modèle économique remis en cause par la faiblesse des taux d'intérêt, mais nombre d'entre elles sont bien capitalisées, avec des niveaux de fonds propres confortablement supérieurs aux exigences réglementaires. Le fait que l'écart persiste en dépit de cette bonne capitalisation donne à penser que la réglementation ne saurait être la seule raison pour laquelle les banques ne pratiquent pas ce type de transaction. Ce qu'il ressort plutôt de la déviation par rapport à la parité des taux d'intérêt couverte, c'est que les banques, lorsqu'elles décident de l'allocation de leur capital, attachent un prix interne élevé à la capacité de leur bilan, résultant peut-être d'une vision moins optimiste de leurs perspectives dans un environnement de taux bas ainsi que d'une meilleure appréciation des risques potentiels.

Cela nous amène à la troisième question : y a-t-il lieu de s'inquiéter ? L'étude ne répond pas à cette question, mais on peut envisager plusieurs pistes de réflexion. La déviation persistante par rapport à la parité couverte des taux d'intérêt ne constitue peut-être pas, en elle-même, une préoccupation pour les autorités, mais elle mérite d'être prise en considération pour les indications qu'elle donne sur le fonctionnement du secteur bancaire. Si les banques attachent un prix si élevé à la capacité de leur bilan lorsque l'environnement financier est, pour l'essentiel, apaisé, que se passera-t-il lorsque la volatilité reviendra sur les marchés ? Si elles réagissent à la résurgence de la volatilité en réduisant leur activité d'intermédiation, comme elles l'ont fait pendant la crise de 2007-2009, alors le secteur bancaire risque de devenir un amplificateur de chocs plutôt qu'un amortisseur. C'est la raison pour laquelle il importe de surveiller de près ce pan du marché des changes, autrefois très ésotérique.

Permettez-moi maintenant d'aborder les autres chapitres de ce Rapport trimestriel. Nous avons saisi cette occasion pour développer notre offre de données dans cinq domaines clés et publier un guide sur le sujet. Il s'agit des domaines suivants :

- dans nos statistiques bancaires territoriales, nous publions des données plus détaillées en termes de pays déclarant (positions transfrontières des banques dans une sélection maximale de 29 pays, sur des contreparties implantées dans un maximum de 200 pays) ;
- des séries temporelles sur l'écart du ratio crédit/PIB (43 pays, remontant jusqu'à 1961) ;
- des indicateurs de prix de l'immobilier commercial (25 séries portant sur 10 juridictions) ;



- des séries chronologiques sur les prix à la consommation (60 pays, sur une moyenne de 55 ans), remontant parfois à une centaine d'années, voire davantage ;
- des données journalières sur les taux de change effectifs nominaux (61 pays).

J'ai déjà mentionné l'étude réalisée par Borio, McCauley, McGuire et Sushko sur la rupture de la parité des taux d'intérêt couverte. Abordons maintenant brièvement le contenu des autres études présentées dans ce *Rapport trimestriel BRI*.

L'étude de Domanski, Kohlscheen et Moreno sur les interventions de change dans les EME examine la manière dont les banques centrales de ces pays se sont adaptées à de nouvelles réalités. Les interventions de change sont parfois décrites comme une tentative de déprimer la valeur d'une monnaie pour obtenir un avantage concurrentiel, mais les auteurs constatent que la protection contre les chocs financiers est devenue un motif beaucoup plus important d'intervention sur le marché des devises. Ce nouvel objectif n'est pas sans conséquences pour les outils utilisés, qui incluent non seulement des achats au comptant, mais aussi des contrats à terme, des options et des swaps. L'évolution du rôle des banques centrales reflète en partie l'essor des émissions réalisées par les emprunteurs privés des EME (ce que décrit l'étude de Serena et Moreno, ci-dessous), qui crée des obligations et des expositions que les banques centrales devront gérer lorsque les flux de capitaux s'inverseront.

L'étude de Serena et Moreno s'intéresse à l'émission d'obligations à l'étranger par les entreprises des EME. Les auteurs font la lumière sur les raisons qui motivent ces émissions : les entreprises des EME peuvent surmonter l'obstacle que constitue le sous-développement du marché intérieur en émettant à l'étranger, et les conditions de liquidité mondiale régnant ces dernières années ont permis à de nombreuses entreprises de se financer sur les marchés obligataires à faible coût. Mais ce triomphe apparent a aussi ses revers. Le produit de ces émissions obligataires est investi dans des actifs financiers de ces pays – une forme de portage de devises, peut-être –, ce qui pourrait soulever des problèmes de stabilité financière si ces positions devaient se dénouer dans un contexte de tensions.

L'étude de Avdjiev, Subelyte et Takáts sur les prêts bancaires transfrontières en euro examine l'impact produit par le programme d'achat d'actifs de la BCE sur cette catégorie de prêts. Les auteurs constatent que les prêts en euro ont surtout augmenté pour les paires de pays entre lesquels la part des prêts transfrontières libellés en euro était déjà élevée, que ces pays appartiennent ou non à la zone euro. Ils mettent au jour le profil caractéristique des monnaies internationales, pour lesquelles la dépréciation s'associe à un accroissement des prêts transfrontières dans ces monnaies. L'euro revêt de plus en plus les attributs d'une monnaie internationale de financement, comme le fait le dollar depuis de nombreuses décennies.