



Communiqué de presse

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

12 décembre 2011

Rapport trimestriel BRI, décembre 2011 *Répercussions, sur les marchés mondiaux, de la crise de la dette souveraine dans la zone euro*

Le *Rapport trimestriel BRI* de décembre 2011, publié ce jour, montre comment l'inquiétude suscitée par le risque souverain dans la zone euro a eu des répercussions sur l'ensemble des marchés financiers.

L'édition de décembre analyse, par ailleurs, les principales tendances de l'activité bancaire et financière internationale qui ressortent des dernières statistiques BRI.

Elle comporte aussi cinq études, résumées plus en détail en fin de communiqué :

1. Les stratégies d'investissement sur devises (comme le *carry trade* ou le *momentum*, par exemple) présentent des risques non négligeables de pertes. Un « mauvais » mois peut suffire à annuler les gains accumulés en un ou deux ans.
2. La politique chinoise de renforcement du rôle international du renminbi pourrait compromettre l'efficacité des contrôles en place sur les mouvements de capitaux, tout en améliorant l'affectation des flux financiers.
3. Les cadres de politique monétaire doivent prendre en considération l'ensemble du cycle de la liquidité – épisodes d'expansion et leurs conséquences au plan systémique ainsi que périodes d'assèchement ou encore de perturbations de l'offre de crédit.
4. Les programmes d'achat d'actifs de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre ont fait baisser, de manière significative, les rendements des obligations d'État.
5. Les statistiques relatives aux dérivés font apparaître un transfert de risque de crédit, via des produits complexes difficiles à évaluer, des grands opérateurs vers des établissements financiers non bancaires, qui pourraient appartenir au « secteur financier parallèle ».

Communiqué publié également en allemand, en anglais, en espagnol et en italien.



La crise souveraine dans la zone euro conditionne les marchés financiers

Entre début septembre et début décembre, les annonces concernant la crise de la dette souveraine dans la zone euro ont conditionné l'évolution des marchés financiers mondiaux. Dans un contexte de déclassements et d'incertitude politique, les intervenants ont exigé des rendements plus élevés sur la dette souveraine de l'Italie et de l'Espagne. Parallèlement, les difficultés rencontrées par la Grèce et le Portugal pour atteindre les objectifs budgétaires dans un environnement récessionniste ont pesé sur les cours des obligations de ces deux États.

Les conditions se sont un peu stabilisées en octobre, du fait de l'optimisme croissant suscité par la perspective que le sommet de l'UE prévu en fin de mois proposerait un train de mesures visant à surmonter la crise. Pourtant, en novembre, les investisseurs commençant à douter de l'efficacité de certaines de ces mesures, les rendements des obligations d'État ont augmenté dans l'ensemble de la zone euro, y compris pour les signatures de qualité.

Dans le même temps, les établissements financiers directement exposés aux signatures souveraines de la zone euro se sont trouvés confrontés à une détérioration à la fois de leur accès au financement et de son coût. Les banques concernées ont pris des mesures pour réduire encore l'effet de levier en procédant à des ventes d'actifs et à un resserrement des conditions de crédit. En outre, les établissements financiers, pour prévenir une hausse de la volatilité de leurs portefeuilles, ont procédé à des ventes ciblées d'actifs. Il s'agissait, notamment, de titres des économies émergentes, dont les cours ont chuté en septembre et baissé encore en novembre, tandis que les valeurs refuges s'appréciaient, sous l'effet du basculement correspondant vers les titres de qualité.

Principales tendances des statistiques internationales BRI

Au **deuxième trimestre 2011**, les banques déclarantes BRI ont réduit leurs prêts transfrontières aux résidents des économies développées, mais augmenté leurs créances transfrontières aux marchés émergents pour le neuvième trimestre consécutif. En termes absolus, ce sont les prêts aux résidents des États-Unis qui ont connu la plus forte baisse (\$155 milliards, soit -2,8 %). Les créances sur le Royaume-Uni et le Japon ont également diminué (de \$52 milliards, soit -1,1 %, et de \$32 milliards, soit -4,1 %, respectivement), tandis que celles sur les résidents de la zone euro sont restées virtuellement inchangées, ne progressant que très légèrement (\$7,5 milliards, soit +0,1 %).

S'agissant des marchés émergents, l'augmentation des prêts à la Chine (de \$68 milliards, soit +16 %) a été le moteur de la progression des créances sur les emprunteurs d'Asie-Pacifique (en hausse de \$108 milliards, soit +9 %). Les créances transfrontières sur les résidents d'Amérique latine et Caraïbes ainsi que de l'Europe émergente se sont accrues, elles aussi (de \$33 milliards, soit +5,9 %, et de \$10 milliards, soit +1,3 %, respectivement), tandis que celles sur les résidents d'Afrique et du Moyen-Orient ont enregistré une baisse de \$6,3 milliards, soit -1,2 %.

Le poids élevé des créances transfrontières et du court terme dans les créances internationales envers les économies de l'Asie-Pacifique pourrait faire de cette région émergente la plus vulnérable à de soudains retraits de fonds de la part des banques internationales. Cela étant, c'est en Europe émergente que le risque d'une pénurie du crédit, qui serait déclenchée par une éventuelle réduction du bilan des banques de la zone euro, est le plus élevé.



Au **troisième trimestre 2011**, les émissions de titres de dette internationaux ont chuté. La détérioration des conditions de marché, conjuguée au ralentissement estival habituel dans l'hémisphère Nord, a entraîné une baisse de 16 % des émissions brutes effectives, qui se sont établies à leur plus bas niveau depuis la fin 2005, à \$1 663 milliards. Les émissions nettes se sont repliées à \$142 milliards, leur deuxième minimum depuis 1998.

Études

Stratégies d'investissement multidevises en périodes de tensions

Dans cette étude, Jacob Gyntelberg et Andreas Schrimpf (tous deux de la BRI) s'intéressent à des stratégies, largement répandues, d'investissement multidevises à court terme, qui visent à exploiter ce que les investisseurs perçoivent comme des opportunités sur les marchés des changes. La plus connue, le *carry trade* (portage) est un pari selon lequel le gain sur le différentiel des taux d'intérêt sera supérieur à la perte possible sur le change. Autre exemple : la stratégie du *momentum*, où l'investisseur table sur le fait qu'une monnaie qui s'apprécie continuera encore quelques mois de le faire, tandis qu'une seconde monnaie restera sur sa tendance baissière.

Les auteurs analysent le rapport risques/rendements, en se concentrant plus particulièrement sur la performance de ces stratégies en périodes de turbulences sur les marchés financiers. Ils montrent qu'elles comportent d'importants risques de pertes à brève échéance, et que les rendements positifs moyens d'une ou deux années peuvent rapidement être annulés.

Internationalisation du renminbi et développement financier de la Chine

Robert McCauley (BRI) estime que l'internationalisation sous contrôle de la monnaie chinoise associée aux restrictions importantes sur les opérations financières est une entreprise sans précédent historique. Les contrôles sur les mouvements de capitaux continuent de segmenter le marché territorial et extraterritorial. Les autorités chinoises encadrent les taux des dépôts et des prêts, régulent le volume du crédit et limitent l'accès au marché obligataire.

L'expansion de l'activité bancaire extraterritoriale en renminbi a un rôle double. D'une part, considérée isolément, elle pourrait gêner la portée effective des contraintes en place. Les flux financiers en renminbi pénétreront en Chine par le canal interbancaire et via les prêts directs transfrontières, ce qui compliquera l'encadrement de la monnaie et du crédit. D'autre part, dans une perspective plus large, elle contribue à produire une série de prix de marché susceptibles de guider une stratégie de libéralisation progressive. Les prix sur les marchés extraterritoriaux (changes, monétaire et obligataire) pourraient, en complément des prix sur leurs homologues domestiques, venir éclairer les décisions des autorités et des intervenants.

Mesurer la liquidité mondiale

La liquidité mondiale est une expression aujourd'hui récurrente dans les débats sur le système monétaire international. Elle continue, toutefois, d'être comprise de diverses manières par les différents acteurs amenés à l'employer. L'imprécision qui en résulte pourrait donner lieu à une orientation indésirable des politiques en la



matière. S'appuyant sur des travaux récents du Comité sur le système financier mondial, Dietrich Domanski, Ingo Fender et Patrick McGuire (tous trois de la BRI) présentent un cadre conceptuel pour appréhender et examiner ce qu'est la liquidité mondiale, en soulignant les difficultés qui se posent, en termes d'analyse, pour évaluer ses incidences sur la stabilité financière. Ils estiment que les sources privées de liquidité (externe) générée par l'activité de crédit des établissements financiers tendent à prendre le pas sur les sources publiques de liquidité (interne), ce qui a deux implications. Premièrement, les politiques doivent prendre en considération la totalité du cycle de la liquidité – expansion de la liquidité et du crédit, et son impact sur la stabilité financière, ainsi que pénurie de liquidité ou difficultés du côté de l'offre de crédit. Deuxièmement, leurs cadres opérationnels doivent être suffisamment cohérents pour prendre en compte les fluctuations au plan global à la fois de la liquidité officielle (réserves) et de la liquidité privée (crédit).

Impact des programmes récents d'achat d'actifs par des banques centrales

Jack Meaning (Université de Kent) et Feng Zhu (BRI) évaluent les effets des achats d'obligations par des banques centrales sur le cours de ces titres. Ils estiment que les programmes respectifs de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre ont entraîné une réduction importante des rendements sur les obligations d'État et d'entreprises. Leurs estimations donnent à penser que le nouveau programme de la Réserve fédérale d'allongement des échéances pourrait avoir, sur le rendement à long terme des bons du Trésor américain, un effet comparable à celui des rachats directs d'actifs.

Amélioration des statistiques BRI sur le transfert du risque de crédit

Depuis juin 2011, les statistiques BRI sur les dérivés de crédit permettent de connaître plus précisément les composantes risques et les groupes de contreparties impliqués dans les opérations de CDS (swaps sur défaut). Cette étude de Nicholas Vause (BRI) fait apparaître un transfert de risque des opérateurs déclarant des données à la BRI vers le secteur financier parallèle par le biais de produits complexes, susceptibles d'exposer ce secteur à un risque de valorisation. Les statistiques révèlent également des ventes de protection contre le risque de défaut sur une base nette au sein du secteur financier.