



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, mars 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 4 mars 2016

Claudio Borio

Le calme précaire a fait place à des turbulences sur les marchés financiers.

Dans l'édition précédente de son Rapport trimestriel, la BRI mettait en évidence la précarité du calme qui régnait sur les marchés financiers. À un moment ou à un autre, la tension entre ce calme sur les marchés et les fragilités économiques sous-jacentes allait devoir se dénouer. Au [dernier trimestre](#), nous avons peut-être vu le début de ce dénouement.

L'année 2016 a commencé par l'une des pires vagues de liquidation jamais vues. Les investisseurs venaient tout juste de pousser un soupir de soulagement après avoir vu passer, mi-décembre, ce qui s'était avéré être une hausse sans remous, bien qu'historique, de 25 points de base du taux des fonds fédéraux : il s'agissait en effet de la première augmentation du taux de l'argent au jour le jour depuis qu'il avait été poussé à zéro, il y a sept ans – la plus longue phase d'immobilité de l'après-guerre. Tout juste deux semaines plus tard, les marchés dégringolaient. Comme pendant l'été, c'est la Chine qui a été le déclencheur : les signes de ralentissement dans ce pays faisaient craindre une fragilité plus générale des économies de marché émergentes. Partout dans le monde, les cours des actions ont plongé, les volatilités se sont envolées, les écarts de rendement relatifs à la qualité du crédit se sont creusés, les monnaies des économies émergentes ont chuté, surtout vis-à-vis du dollar, et le prix du pétrole est tombé encore plus bas, au-dessous des creux atteints pendant la Grande récession. Cette dégradation a alors suscité un certain pessimisme au sujet d'autres économies, notamment les États-Unis, propageant encore la morosité.

Et ce n'était là que la première phase des turbulences. La seconde phase, plus brève mais peut-être plus préoccupante, est apparue début février, motivée par des craintes concernant la santé des banques internationales. Leurs valorisations, sous pression depuis quelque temps déjà, se sont encore affaïssées tandis que leurs primes sur défaut (CDS) s'envolaient. Les ratios cours/valeur comptable ont atteint des niveaux qu'on n'avait plus vus depuis la phase la plus aiguë de la crise. La déception suscitée par les perspectives de croissance mondiale et les annonces de résultats est venue s'ajouter à des préoccupations spécifiques à certaines juridictions, comme le niveau obstinément élevé des prêts improductifs et, dans la zone euro, des craintes d'origine réglementaire quant à d'éventuelles suspensions de versement du coupon sur les obligations convertibles sous condition (CoCo). Et, très probablement, des stratégies de couverture dynamiques de nature défensive n'ont fait qu'aggraver les choses ; ainsi, les investisseurs ont vendu des actions bancaires et des CDS pour atténuer leurs pertes sur les CoCo. Mais la principale source d'inquiétude était la vision d'un avenir fait de taux d'intérêt encore plus bas, bien au-delà de l'horizon visible, qui pourrait [peser sur les marges des banques, leur rentabilité et leur résilience](#). L'appréhension est montée d'un cran et s'est propagée lorsque la Banque du Japon a décidé d'adopter des taux directeurs négatifs. Au plus fort de cette tourmente, c'étaient plus de 6 500 milliards de dollars de titres souverains qui s'échangeaient à des rendements négatifs : une fois de plus, les limites de l'impensable avaient été repoussées.

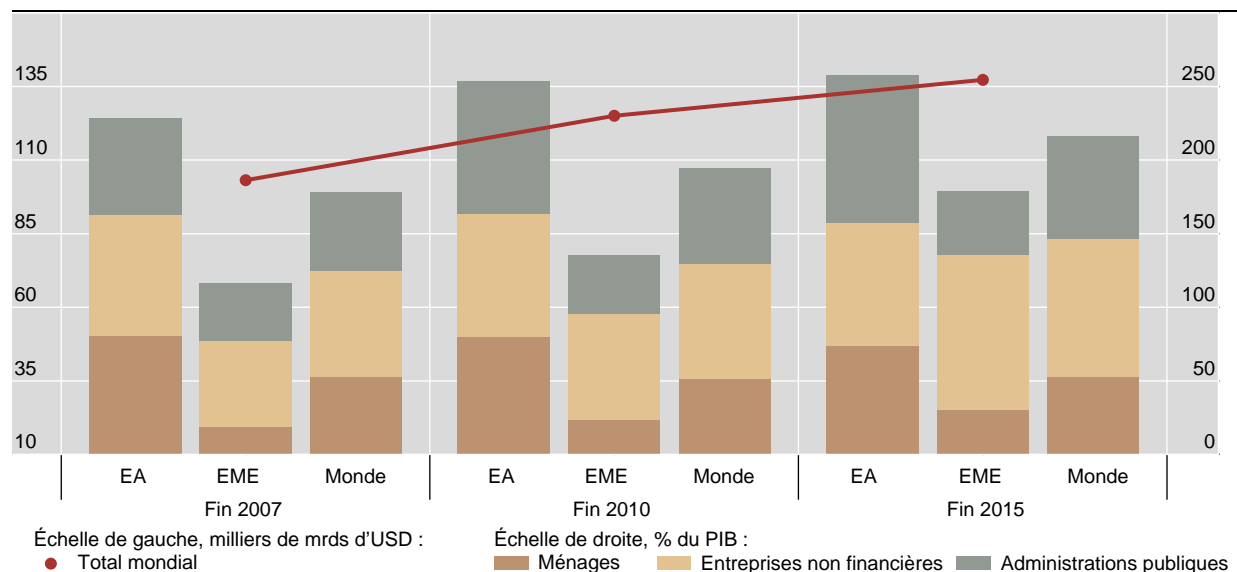


Les marchés n'ont retrouvé un certain calme que tout récemment.

Pourtant, si l'on veut chercher à comprendre les véritables forces à l'œuvre, il faut regarder au-delà de l'oscillation habituelle des marchés entre espoirs et craintes. Pour peu qu'on les cherche, les indices ne sont pas difficiles à trouver. Sur la toile de fond du déclin de la croissance de la productivité, engagé de longue date et exacerbé par la crise, le stock mondial de dette continue d'augmenter et la marge de manœuvre des pouvoirs publics se rétrécit sans cesse – c'est « [la trilogie infernale](#) ». Permettez-moi de faire quelques commentaires à propos de l'essor de la dette et de la marge de manœuvre, en particulier.

La dette était à l'origine de la crise financière et, depuis lors, elle a continué à enfler dans le monde entier par rapport au PIB (graphique). Dans les économies avancées qui étaient au cœur de la crise, le secteur privé s'est désendetté, dans une certaine mesure, mais la dette du secteur public, elle, a poursuivi son ascension. Le fait le plus inquiétant, cependant, c'est la forte hausse de la dette du secteur privé que l'on observe ailleurs, en particulier dans plusieurs économies de marché émergentes (EME), notamment les plus grandes – les principaux moteurs de la croissance depuis la crise. Ce sont les entreprises, dont la rentabilité diminue, et les exportateurs de produits de base qui enregistrent l'accroissement le plus marqué. Dans de nombreux cas, comme l'indiquent nos [dernières statistiques](#), ce phénomène va de pair avec une envolée des prix de l'immobilier suscitée par une prise de risque audacieuse – autant de spectres qui rappellent les booms financiers observés avant la crise dans les économies qui en ont ensuite été victimes.

La dette continue d'augmenter



L'échantillon mondial (« Monde ») comprend les pays suivants : Afrique du Sud, Allemagne, Arabie Saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Canada, Chine, Corée, Danemark, Espagne, États-Unis, France, Grèce, Hong-Kong RAS, Hongrie, Inde, Indonésie, Irlande, Italie, Japon, Malaisie, Mexique, Pays-Bas, Norvège, Pologne, Portugal, République tchèque, Royaume-Uni, Russie, Singapour et Turquie. EA = économies avancées ; EME = économies de marché émergentes

Sources : FMI ; OCDE ; données nationales ; et statistiques BRI sur le crédit total.

La dette libellée en devises occupe une place de premier plan dans cette hausse : depuis 2009, la part de la dette des EME libellée en dollar a doublé pour atteindre quelque 3 300 milliards de dollars. Les [indicateurs BRI de la liquidité mondiale](#) laissent aujourd'hui penser que cette composante de la dette a cessé d'augmenter au troisième trimestre de 2015. Par ailleurs, les statistiques BRI sur les titres de créance internationaux confirment que les



emprunteurs des EME ont ralenti le rythme des émissions ; en Chine, ils remboursent leurs dettes en devises, ce qui explique en partie la contraction rapide des réserves de change. Outre l'évolution des écarts de rendement relatifs à la qualité de crédit et la dépréciation de nombreuses monnaies face au dollar, il s'agit là de signes indiquant que les conditions financières extérieures se sont durcies pour les EME. Et cela s'est produit alors que les cycles financiers nationaux étaient proches du point de retournement ou en train de le franchir, comme si deux courants d'amplitudes différentes se conjuguèrent pour former une vague plus grande et plus destructrice.

La dette, par conséquent, est le facteur qui aide à comprendre [des évolutions apparemment sans rapport entre elles](#). Elle explique le ralentissement dans les EME. Elle offre des indices quant à l'inquiétant cycle vicieux qui se forme entre l'appréciation du dollar et le durcissement des conditions financières pour les entreprises ou les pays qui se sont lourdement endettés en dollar. Elle permet de comprendre pourquoi les prix du pétrole sont si bas : la demande diminue dans des pays comme la Chine, alors que les compagnies pétrolières doivent continuer à produire pour assurer le service de leur énorme dette. Et elle peut même éclairer l'intrigant ralentissement de la croissance de la productivité : [d'après des recherches récentes menées par la BRI](#), les booms du crédit sapent la croissance de la productivité en s'accéléralant, essentiellement parce qu'ils entraînent une mauvaise affectation sectorielle des ressources. L'impact perdure, voire s'amplifie, si une crise financière vient à éclater. Par ailleurs, un niveau d'endettement élevé est plus difficile à supporter lorsque la productivité est faible. Autrement dit, il se pourrait que nous soyons face non pas à des coups de tonnerre isolés, mais aux signes avant-coureurs d'une tempête qui couve depuis longtemps.

Et puis les marges de manœuvre des autorités vont en se rétrécissant. Le dernier épisode de turbulences a clairement montré que les banques centrales avaient été trop sollicitées, pendant trop longtemps, après la crise, alors que les marges budgétaires se rétrécissaient et que les réformes structurelles se faisaient attendre. En dépit de conditions monétaires exceptionnellement accommodantes dans les principales juridictions, la croissance est décevante et l'inflation reste obstinément faible. Cela n'a pas échappé aux intervenants de marché et, probablement pour la première fois, ils semblent commencer à douter que les banques centrales aient des pouvoirs de guérison. Les pouvoirs publics seraient bien avisés d'en prendre conscience eux aussi.

Hyun Song Shin

Le débat relatif aux vulnérabilités économiques et financières provoquées par une période prolongée de stimulation monétaire de la part des banques centrales revêt désormais un caractère urgent face à l'accumulation d'indices annonçant un point de retournement des conditions de la liquidité mondiale. Les discussions menées lors des réunions du G20 à Shanghai ont illustré cette tendance.

L'édition de mars 2016 du Rapport trimestriel présente les résultats de récents travaux d'analyse et de recherche de la BRI sur des aspects clés du renversement de la liquidité mondiale. Un [encadré de Bob McCauley et Chang Shu](#) sur les sorties de capitaux de la Chine montre que les dépôts bancaires en renminbi hors de Chine jouent un rôle important dans les récents mouvements monétaires. Lorsqu'il est question de « sorties de capitaux », on a l'impression que seuls les flux financiers qui franchissent les frontières sont réellement importants, mais en réalité, les flux [entre devises](#) apportent souvent un meilleur éclairage sur les tensions qui sévissent sur les marchés des changes, indépendamment de l'existence ou non de flux de devises transfrontières. Pendant de nombreux mois qui ont suivi la crise financière mondiale, le renminbi s'est apprécié régulièrement face au dollar. C'est le type d'environnement propice aux opérations de portage (*carry trades*), par lesquelles les entreprises ayant accès au crédit en dollar peuvent emprunter des dollars hors de Chine et les convertir en renminbis. Elles cherchent ainsi à profiter de l'appréciation régulière du renminbi



et des taux d'intérêt plus élevés servis sur les dépôts en renminbi. Une manière de conserver le produit de ces opérations consiste à déposer les fonds dans une banque hors de Chine.

On notera qu'il est question ici d'emprunts en dollar et de dépôts en renminbi hors de Chine. Il n'y a pas de prêts transfrontières en dollar, ou très peu. Lorsque le dollar se raffermi, les emprunteurs sont incités à rembourser leur dette en dollar, de sorte qu'au dénouement de cette opération de portage, les dépôts en renminbi baisseront en conséquence. L'encadré de McCauley et Shu utilise les statistiques bancaires de la BRI pour donner une estimation de ces flux entre devises. La contraction des dépôts en renminbi hors de Chine, associée au remboursement par les entreprises chinoises de leur dette en devises, reflète le dénouement des opérations de portage de devises et explique la pression à la baisse sur la monnaie chinoise. Cela montre aussi pourquoi, en période de tensions, le renminbi s'échange hors de Chine à un taux moins élevé qu'en Chine.

De même que les emprunts en dollar hors des États-Unis ont augmenté pendant la période d'accommodation monétaire américaine, les emprunts en euro hors de la zone euro enregistrent aujourd'hui une poussée. Le graphique 2 du chapitre « [Principales tendances des flux financiers mondiaux](#) » montre que le crédit aux non-résidents est la composante du crédit libellé en euro qui connaît la plus forte croissance, et plus particulièrement les obligations en euro émises par des sociétés non financières hors de la zone euro, qui s'accroissent de 15 % par an. Ces obligations en euro émises par des entreprises américaines non financières sont si populaires qu'elles ont désormais un nom propre – les *reverse yankees*. Par contraste, le crédit consenti en euro à des emprunteurs au sein de la zone euro progresse plus lentement, à un rythme annuel de 2,1 %, et ce, malgré les mesures de politique monétaire prises par la BCE, notamment des taux directeurs négatifs, pour stimuler l'activité de prêt dans la zone euro.

À propos de taux directeurs, l'une des études de ce Rapport trimestriel est consacrée aux taux d'intérêt négatifs – un sujet qui suscite beaucoup d'intérêt depuis quelque temps.

Morten Bech et Aytex Malkhozov se penchent sur les rouages de la mise en œuvre de taux directeurs négatifs par les banques centrales. Ils examinent quatre banques centrales dont au moins un taux directeur était négatif fin 2015 : la BCE et les banques centrales du Danemark, de la Suède et de la Suisse (la Banque du Japon a également adopté un taux négatif, pour une partie des réserves bancaires, mais c'était en janvier de cette année). Comme ils le précisent, les auteurs laissent de côté la question plus générale de savoir si des taux négatifs sont *souhaitables* et se concentrent sur celle de savoir si (et comment) les taux directeurs négatifs se transmettent aux autres taux d'intérêt dans l'économie.

Dans la mise en œuvre des taux négatifs, les banques centrales ont tenté de procéder de manière à atténuer la charge pesant sur les banques. Ainsi, toutes ces banques centrales sauf la Banque de Suède ont limité l'application des taux négatifs aux réserves déposées par les banques à la banque centrale qui étaient supérieures à un certain seuil.

Le constat commun à tous les cas étudiés est que les taux modérément négatifs ont été transmis aux taux du marché monétaire et aux taux plus longs, mais que leur impact sur d'autres taux, en particulier les taux bancaires, est beaucoup moins prouvé. Ce qui est remarquable, c'est que les taux servis sur les dépôts bancaires de la clientèle de détail ne sont pas entrés en territoire négatif, et que les taux hypothécaires en Suisse ont même augmenté ces derniers mois, une façon pour les banques de préserver leurs bénéfices. On est ainsi amené à se poser des questions sur les modifications du mécanisme de transmission monétaire dans ces pays, sur son évolution future et, plus généralement, sur la manière dont le système financier fonctionnerait si les coûts d'emprunt de référence devaient poursuivre leur trajectoire en territoire négatif ou y demeurer pendant une longue période.

Dans une autre étude, Dietrich Domanski, Michela Scatigna et Anna Zabai apportent leur contribution à un débat d'actualité parmi les économistes et les autorités publiques en



examinant l'impact qu'a pu avoir la politique monétaire sur les inégalités de richesse depuis la crise financière.

Puisqu'on ne dispose pas encore de données internationales de qualité sur l'évolution des inégalités depuis la crise, les auteurs ont simulé l'évolution de la richesse des ménages à partir des modifications de la valeur des actifs dans l'hypothèse d'un portefeuille de composition constante. Ils concluent que les inégalités se sont probablement creusées dans la plupart des pays, sous l'effet conjugué de la remontée rapide des cours de bourse (qui favorise les plus aisés), du redressement plus lent des prix de l'immobilier résidentiel (qui aurait aidé les ménages les moins riches s'il avait été plus rapide) et du niveau élevé de la dette des ménages (dont les pauvres sont les premières victimes).

Quant à savoir si les mesures prises par les banques centrales ont accentué les inégalités ou non, la question reste ouverte, mais l'étude apporte d'intéressants éclairages. Ainsi, bien souvent, la politique monétaire tend à accroître les inégalités en poussant le cours des actions à la hausse et à les réduire en renchérissant l'immobilier résidentiel. Cet impact relatif et la composition des portefeuilles sont déterminants, tandis que l'effet sur le prix des obligations est moins important. Quoi qu'il en soit, les enseignements à en tirer ne se prêtent pas à une généralisation simpliste, mais ces questions continueront de mériter une grande attention.

Pat McGuire et Goetz von Peter s'intéressent aux facteurs de la contraction du crédit bancaire pendant et après la crise financière. Ils utilisent un corpus de données unique, fondé sur les statistiques bancaires de la BRI, qui indique les positions de groupes de banques d'une nationalité donnée dans un pays donné – par exemple, les banques allemandes au Royaume-Uni.

Cette étude confirme en grande partie de précédents constats, à savoir notamment que les banques étrangères qui se financent localement maintiennent généralement des relations de prêt plus stables que celles qui se financent à l'international. Cependant, elle donne une description plus étoffée de la manière dont ces effets se sont manifestés au cours de la crise.

Enfin, Morten Bech, Anamaria Illes, Ulf Lewrick et Andreas Schrimpf examinent la récente montée en puissance du négoce électronique et automatisé sur le marché des titres à revenu fixe. Ils s'appuient sur de récents rapports du [Comité des marchés](#) et du [Comité sur le système financier mondial](#).

Bien que les indicateurs de « qualité » des marchés – liquidité et coûts de transaction – demeurent globalement satisfaisants, les conditions de marché pourraient se dégrader en cas de tarissement soudain de la liquidité. D'autres travaux sont nécessaires pour comprendre l'impact du négoce électronique sur la résilience de ces marchés, particulièrement en cas de conditions difficiles.