



**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 2017 – 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 3 mars 2017**

### **Claudio Borio**

La politique a resserré son emprise sur les marchés financiers au cours du trimestre écoulé, reprenant le pas sur l'économie. En décembre, nous avons laissé les marchés à un moment où ils connaissaient un renversement de tendance après l'élection présidentielle américaine, faisant fi des inquiétudes régnant de longue date quant à la perspective d'une stagnation de la croissance et d'une inflation résolument faible. Le réveil des « esprits animaux » et la « reflation » étaient sur toutes les lèvres. Cet optimisme a persisté, soutenu par l'amélioration des statistiques économiques. Les prix des actifs n'ont toutefois guère suivi de direction claire, les acteurs du marché retenant leur souffle dans l'attente de signes concrets d'une nouvelle orientation politique. À l'instar de convives ayant fait un meilleur repas que prévu, les investisseurs ont semble-t-il eu besoin de temps pour digérer. Les banques centrales sont alors, une fois de plus, revenues sur le devant de la scène.

Dans ce contexte, la chute des corrélations entre les classes d'actifs, entre les secteurs et entre les régions s'est intensifiée. Portés par les attentes de relance, les actions américaines ont bondi et les rendements des bons du Trésor sont restés élevés, le dollar conservant de son côté l'avance prise en novembre. Malgré la solide performance des actions américaines par rapport à celles des autres régions (suffisamment robuste pour relancer le classique débat sur une possible surévaluation), les marchés ont fait des gagnants et des perdants de manière assez nette à travers les secteurs, les investisseurs anticipant les choix politiques de la nouvelle administration. La rupture des corrélations contraste fortement avec la période de l'après-crise où, pour l'essentiel, des vagues successives d'appétit puis d'aversion pour le risque avaient tendance à entraîner l'ensemble des valeurs à la hausse puis à la baisse. Cette rupture constitue un signe de plus que la dépendance forte - excessive, devrais-je peut-être dire - des marchés à l'égard du discours et des mesures des banques centrales a, au moins temporairement, diminué au cours du trimestre.

Les événements politiques ont pesé également sur la zone euro, influençant l'évolution des prix des actifs et favorisant leur divergence. Reflétant les incertitudes politiques croissantes quant à l'issue des scrutins à venir, les écarts de rendement des dettes souveraines se sont élargis, y compris l'écart particulièrement surveillé entre les obligations d'État françaises et allemandes. Les déséquilibres grandissants des soldes TARGET2 ont, en conséquence, fait l'objet d'une attention particulière. Néanmoins, comme le montre [l'encadré A de la Vue d'ensemble](#), l'augmentation de ces soldes n'a pas été due, du moins jusqu'à récemment, à une fuite des capitaux, à l'intérieur de la région, entre pays perçus comme plus ou moins sûrs. Il n'existe pas de relation de ce type avec les écarts des contrats dérivés sur défaut. La hausse des soldes T2 est en fait une conséquence mécanique des vastes programmes d'achats de titres des banques centrales, en l'absence d'ajustements des portefeuilles privés permettant d'en compenser l'impact. Si les tensions politiques persistent ou s'aggravent à l'avenir, il ne fait aucun doute que ces soldes, comme d'autres indicateurs phares, seront surveillés de près.



Les événements politiques dans les économies avancées ont braqué les projecteurs sur les fragilités des économies de marché émergentes (EME). Celles-ci sont prises entre le marteau et l'enclume, c'est-à-dire entre, d'un côté, la perspective d'un resserrement (même progressif) de la politique monétaire américaine, d'une appréciation du dollar et du renchérissement de leur dette en devises, et, d'un autre côté, la menace d'un protectionnisme grandissant. Cette sensibilité transparait clairement dans la performance relative des taux de change de ces pays, qui est étroitement liée à leur exposition commerciale aux États-Unis. Au cours du trimestre, à la faveur d'une reprise des flux à destination des fonds des EME, le sentiment des investisseurs s'est néanmoins amélioré, les taux de change, les cours des actions et les écarts de rendement continuant de rattraper le terrain perdu en novembre. En outre, même s'il s'agit d'indicateurs tardifs, les chiffres de la liquidité mondiale montrent que, fin septembre 2016, les prêts en dollars aux emprunteurs non bancaires des EME recommençaient à croître, après la pause et les signes de déclin observés fin 2015. Hyun abordera ce point dans quelques minutes.

Au cours du trimestre, nous avons noté des tensions particulières sur les marchés financiers chinois. Comme l'explique l'[encadré B de la Vue d'ensemble](#), un assèchement des liquidités a contribué à une forte augmentation des rendements obligataires domestiques, constituant le dernier rappel en date des fragilités affectant l'ensemble du secteur bancaire parallèle qui se développe rapidement en Chine. La monnaie se dépréciant sous l'effet des sorties de capitaux, l'écart entre le renminbi onshore (CNY) et le renminbi offshore (CNH) a connu des fluctuations considérables. Ces tensions ont souligné l'ampleur de la tâche à laquelle doivent s'atteler les responsables politiques pour surmonter le triple défi que constituent un endettement domestique record, des pans du secteur privé encore endettés en devises et l'internationalisation croissante de la monnaie. Contrairement à des épisodes passés similaires, les tensions sont restées largement contenues et n'ont pas traversé les frontières, notamment parce que les perspectives économiques à court terme sont demeurées positives.

Ces tensions sont venues rappeler que l'économie mondiale peine à trouver une voie sûre vers une croissance durable et exempte de stress financier. De plusieurs manières, l'ombre de la Grande crise financière (GFC) continue de planer sur nous. Il n'en est que plus utile de comprendre l'évolution des marchés de financement en dollars, compte tenu [du rôle dominant que joue le billet vert](#) dans le système monétaire et financier international. Comme va l'expliquer Hyun, il n'existe pas pour l'instant de signes d'une pénurie de financement en dollars. Cependant, si des tensions devaient finir par apparaître, le financement en dollars en général, et le marché des swaps cambistes en particulier, pourraient bien se trouver de nouveau sous pression, comme cela a été le cas à d'autres occasions. Il est d'autant plus important de pouvoir déployer le filet de sécurité que constituent les swaps entre banques centrales, qui ont été si déterminants dans la gestion des difficultés de financement en dollars durant la GFC.

## Hyun Song Shin

Comme l'a indiqué Claudio, le rôle déterminant du dollar dans le système financier mondial ne se dément pas. La dette totale en dollars des entités non bancaires hors des États-Unis s'établissait à 10 500 milliards de dollars fin septembre 2016, soit une hausse de 420 milliards de dollars sur six mois. Le crédit en dollars aux emprunteurs non bancaires des économies de marché émergentes (EME) atteignait 3 600 milliards de dollars, en légère hausse (87 milliards) sur la même période. Ces chiffres incluent désormais les statistiques communiquées par la Chine et la Russie, qui ont rejoint le groupe des pays déclarants BRI, ce qui a entraîné une révision des séries de données sur le crédit en dollar. Cette révision représente environ 500 milliards de dollars sur le total de 10 500 milliards, et quelque 300 milliards de dollars sur le total des EME de 3 600 milliards. Les séries révisées reflètent une amélioration à la fois de la mesure du crédit en dollar *au sein de* ces pays et de la mesure des prêts transfrontières *émanant* de ces pays.



Bien que le montant total de la dette en dollars continue de croître, le financement en dollars a connu des évolutions structurelles significatives, notamment pour le système bancaire mondial. Ces évolutions structurelles présentent plusieurs caractéristiques.

L'une d'entre elles est l'impact de la réforme des fonds du marché monétaire américain (MMF) sur le financement en dollars des banques non américaines. Cette réforme, qui est entrée en vigueur en octobre 2016, exige des grands fonds du marché monétaire américain qu'ils suivent le modèle de la valeur liquidative variable, et modifie d'autres règles affectant les investisseurs. La réforme a eu un impact important sur le financement en dollars des banques non américaines par les MMF. Avant la réforme, ces banques avaient levé plus de 1 000 milliards de dollars auprès des MMF, mais ce total a depuis nettement baissé. Entre septembre 2015 et décembre 2016, les banques non américaines ont perdu environ 555 milliards de dollars de financements émanant des grands fonds. Sur ce montant, quelque 140 milliards de dollars ont été compensés au moyen d'opérations de pension réalisées avec des fonds d'actifs gouvernementaux. En définitive, la réforme des MMF aura « coûté » 415 milliards de dollars de financement aux banques non américaines.

Dans ce contexte, on aurait pu s'attendre à ce qu'elles subissent une réduction de leur financement total en dollars. Cela ne s'est toutefois pas produit. Leur financement a connu une évolution importante, probablement structurelle, vers un plus grand usage des dépôts libellés en dollars. Ceux-ci ont augmenté de 537 milliards de dollars entre septembre 2015 et septembre 2016. Cette hausse a plus que compensé la perte de financement en dollars issu des MMF américains.

Une question reste en suspens : celle de savoir si l'ensemble élargi des dépôts correspond au transfert des flux en dollars d'investisseurs américains qui, auparavant, plaçaient leurs fonds dans les MMF. Une analyse plus fine des données montre toutefois que seul un tiers environ de la hausse des dépôts extraterritoriaux en dollars provient d'entités américaines non bancaires, comme les entreprises et les ménages. L'essentiel de la hausse des dépôts a donc une autre origine. Ces évolutions structurelles soulignent le rôle accru des financements extraterritoriaux en dollars dans le système bancaire mondial.

Elles soulèvent plusieurs questions. D'où proviennent les dépôts en dollars ? Quelles sont les banques qui ont le plus augmenté leurs dépôts en dollars ? Quel est le degré de résilience de ce nouveau financement en dollars ? Ces questions méritent d'être considérées avec attention.

Permettez-moi maintenant d'aborder les études proposées dans le cadre de ce Rapport trimestriel.

Dans les économies avancées, la croissance s'est enfin redressée ces dernières années. Dans de nombreux pays (dont les États-Unis, le Royaume-Uni, la France et l'Italie), cette reprise s'est toutefois caractérisée par une contribution relativement élevée de la consommation. **Enisse Kharroubi** et **Emanuel Kohlscheen** montrent que la croissance est plus faible en moyenne, à hauteur de 0,5 à 0,7 point de pourcentage, lorsqu'elle est tirée par la consommation. En outre, ce type d'expansion pèse sur la croissance *future*. Plusieurs facteurs semblent à l'œuvre ici, mais les auteurs se concentrent sur le rôle de la richesse immobilière et de l'augmentation du crédit. La croissance paraît moins durable lorsqu'elle est soutenue par une accélération du crédit ou une augmentation de la richesse immobilière (lesquelles vont souvent de pair) qu'en l'absence de ces facteurs. Une explication possible est qu'une croissance tirée par l'emprunt se traduit, pour les ménages, par des ratios élevés de service de la dette, ce qui pèse sur la demande future.

L'étude de **Benjamin Cohen** et **Gerald Edwards** aborde une autre dimension du crédit. Les auteurs établissent que les nouvelles normes comptables de provisions pour pertes de crédit attendues contribueront à atténuer les variations du cycle financier du fait de l'anticipation des pertes futures. Les principaux organes de normalisation comptable (l'International Accounting Standards Board, ou IASB, et le Financial Accounting Standards Board américain, ou FASB)



ont conçu de nouvelles normes de provisionnement fondées sur une approche prospective du risque de crédit. Les auteurs calculent que, pour les banques américaines, les provisions en 2006 auraient dans cette configuration représenté 2,2 %, et non 1,3 %, des prêts bruts. Cette hausse, si elle n'est pas majeure, aurait peut-être pu freiner légèrement le boom non soutenable de l'avant-crise. En 2009, les provisions auraient baissé de 4,4 à 1,1 % des prêts bruts, ce qui aurait peut-être pu permettre un moindre assèchement du crédit après la crise.

Dans leur étude, **Morten Bech**, **Yuuki Shimizu** et **Paul Wong** observent que les EME font partie des premiers pays à adopter les systèmes de paiement de détail « rapides », grâce auxquels le règlement des montants de moindre valeur entre particuliers ou entreprises peut être effectué immédiatement, au lieu de prendre quelques jours. Les externalités de réseau sont déterminantes et ces modèles pourraient bien servir, à l'avenir, à d'autres technologies de paiement, comme la technologie fondée sur les registres distribués. La diffusion des paiements de faibles montants présente de nouvelles caractéristiques par rapport à celle des systèmes à règlement brut en temps réel (RTGS) pour les paiements de gros, qui s'étaient d'abord développés dans les économies avancées.

L'étude de **Lawrence Kreicher**, **Robert McCauley** et **Philip Wooldridge** montre que les swaps de taux d'intérêt continuent de gagner du terrain, aux dépens des contrats à terme sur les obligations d'État, en tant que référence pour les opérations de couverture et de positionnement sur la partie longue de la courbe des rendements. Cette évolution est comparable à celle qui avait vu le Libor remplacer les taux des bons du Trésor américains et d'autres emprunts d'État en tant qu'instrument de référence à court terme dans les années 1980 et 1990. Elle est intervenue malgré le scandale du Libor, une plus grande disparité en termes de solvabilité des banques et l'apparition d'écart négatifs sur les contrats d'échange en dollar ces derniers mois.