



---

**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 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 15 septembre 2017**

### **Claudio Borio**

S'ils avaient eu un vœu à formuler, les acteurs du marché n'auraient sans doute pas souhaité autre chose que ce qu'il s'est effectivement passé au trimestre dernier. Depuis longtemps, les économies avancées et les économies de marché émergentes (EME) n'avaient pas connu une croissance simultanée. Dans certaines des plus grandes économies avancées, les tensions sur le marché du travail sont devenues très fortes ; au Japon, elles ont même été plus sensibles qu'au cours du boom financier des années 1980. Pourtant, les salaires n'ont guère augmenté, et l'inflation s'est même plutôt affaiblie. Par conséquent, les craintes d'un resserrement concomitant des politiques monétaires, qui avaient perturbé les marchés fin juin, se sont rapidement dissipées, et les rendements obligataires sont repartis à la baisse. L'économie semblait être passée en mode « Boucle d'or ».

La réaction du marché était prévisible : la convergence de facteurs favorables a soutenu la phase de prise de risque qui avait commencé plus tôt cette année. Les cours des actions ont continué de s'approcher de nouveaux sommets, la volatilité a touché de nouveaux points bas et les écarts de rendement ont connu un resserrement sans précédent depuis la Grande crise financière (GFC). En toile de fond, soutenant ces évolutions, le dollar s'est déprécié et les opérations de portage se sont renforcées. Le billet vert s'est particulièrement affaibli face à l'euro, les perspectives économiques de la zone euro semblant de mieux en mieux orientées. Les flux de portefeuille à destination des EME ont continué de se redresser, confirmant la souplesse relative des conditions de liquidité mondiale au cours des précédents trimestres, telle qu'elle ressort des statistiques bancaires internationales et des statistiques sur les titres de créance de la BRI.

Durant la période considérée, la politique a moins pesé sur les marchés financiers. Certes, l'escalade des tensions géopolitiques en Asie du Nord-Est a ébranlé les marchés durant la seconde quinzaine d'août, et le recul du dollar a, pour partie, reflété les incertitudes politiques aux États-Unis. Mais les marchés sont rapidement passés à autre chose. De la même manière, les inquiétudes liées au risque politique en Europe se sont estompées. Dans ce contexte, les banques centrales sont revenues sur le devant de la scène.

Les marchés financiers ont été très calmes. Il est vrai que la volatilité des marchés boursiers a été relativement faible au cours des phases de resserrement monétaire depuis le début des années 1990, sans doute aussi parce que les cours des actions tendent à croître durant ces périodes. Et, bien qu'assez limité, l'écart entre la volatilité implicite et la volatilité constatée - qui est un indicateur de l'appétit pour le risque - s'est révélé globalement conforme aux comportements passés. Néanmoins, tranchant avec les schémas habituels, la volatilité des rendements obligataires a considérablement chuté. L'indice MOVE, qui mesure la volatilité implicite des rendements sur le marché des bons du Trésor américain, a atteint un point bas historique. Si les facteurs à l'œuvre ne sont pas tous pleinement compris, la lenteur sans précédent de la normalisation des politiques monétaires a certainement joué un rôle, tout comme, peut-être, la conviction des acteurs du marché que les banques centrales ne resteraient pas les bras croisés si les marchés devaient connaître des tensions indésirables.



Tous ces éléments soulignent à quel point les prix des actifs semblent dépendre de l'extrême faiblesse que connaissent les rendements obligataires depuis très longtemps. Si les résultats des entreprises ont été solides dernièrement, les indicateurs de valorisation fondés sur les ratios cours/bénéfices à long terme ajustés du cycle (qui n'incluent pas d'informations concernant les rendements obligataires) montrent que les cours des actions sont tendus. Les valorisations ne paraissent conformes aux références historiques qu'une fois pris en compte le niveau des rendements obligataires.

De fait, une question déterminante pour l'économie mondiale est de savoir [à quel point les bilans pourraient être vulnérables](#) à une hausse des taux d'intérêt. Après la GFC, les niveaux de la dette mondiale en proportion du PIB ont continué d'augmenter. Le désendettement n'a pas vraiment eu lieu. Là où les niveaux de dette privée ont, dans une certaine mesure au moins, diminué, la dette publique a pris le relais. Ainsi que nous l'avons expliqué en détail dans le Rapport annuel de cette année, et comme le montre le présent Rapport trimestriel dans la section sur les principales tendances des flux financiers mondiaux, les indicateurs avancés de difficultés potentielles dans les systèmes bancaires signalent l'existence de risques pour les années à venir dans un certain nombre d'économies avancées ou émergentes moins affectées par la crise. Dans notre Vue d'ensemble, un encadré est consacré au rôle déterminant que jouent - comme par le passé - les promoteurs immobiliers dans les booms financiers de certains pays, cette fois-ci dans des économies émergentes d'Asie. De nombreuses mesures ont certes été prises pour renforcer les systèmes financiers et les cadres macroéconomiques, et il ne faut pas prendre les indicateurs au pied de la lettre. L'issue ne sera pas nécessairement la même que par le passé. Cependant, ces indicateurs signalent bel et bien des fragilités. Les ratios de service de la dette, par exemple, ne sont faibles que parce que les taux d'intérêt ont fortement baissé. Il existe ici une forme de circularité risquant d'aboutir à un [piège de la dette](#) : la baisse prolongée des taux d'intérêt à des niveaux inhabituellement faibles, indépendamment du dynamisme de l'économie sous-jacente, crée les conditions compliquant le retour desdits taux à des niveaux plus normaux. Dans ce contexte, l'augmentation du pourcentage d'entreprises dont les bénéfices ne peuvent couvrir le service de la dette - les « entreprises zombies » - n'est pas de bon augure.

Il est révélateur que des signes d'exubérance du marché du crédit soient également visibles dans certains des pays les plus affectés par la GFC. Notre Vue d'ensemble étudie le cas d'entreprises aux États-Unis. Dans ce pays, la dette globale du secteur privé en proportion du PIB a diminué après la crise, mais cette réduction n'a concerné que les ménages, dont le surendettement était l'une des causes clés des difficultés. La dette des entreprises est aujourd'hui sensiblement plus élevée qu'elle ne l'était avant la crise. Les indicateurs d'endettement atteignent donc des niveaux proches de ceux observés lors des précédents booms du crédit aux entreprises, comme celui de la fin des années 1980, même si la faiblesse historique des taux d'intérêt allège le fardeau du service de la dette. D'autres signaux vont dans le même sens : la vigueur des émissions d'obligations à haut rendement, la proportion croissante de la dette assortie de clauses peu contraignantes (« covenant-lite ») et le resserrement des écarts de rendement. De fait, malgré l'abondance de trésorerie dont disposent de nombreuses entreprises, la répartition des notes de crédit a continué de se dégrader.

Le caractère très accommodant de la politique monétaire n'est bien sûr pas étranger à tout cela. Dans ce contexte, il est d'autant plus important de comprendre « [l'inflation manquante](#) », car l'inflation guide l'action des banques centrales. Cela rappelle *En attendant Godot*. Pourquoi l'inflation reste-t-elle résolument si faible, alors que les économies approchent ou dépassent les estimations de plein emploi, et que les banques centrales déploient des efforts sans précédent pour la soutenir ? Cette question à 1 000 milliards de dollars déterminera la trajectoire de l'économie mondiale dans les prochaines années ainsi que, selon toute probabilité, l'avenir des cadres actuels de politique publique. Il est préoccupant que personne n'en connaisse véritablement la réponse.



## Hyun Song Shin

Avant la Grande crise financière (GFC), les observateurs du marché soulignaient l'ampleur du déficit courant américain et formulaient des inquiétudes quant à une dépréciation du dollar, établissant un parallèle avec « l'arrêt soudain » des flux de capitaux dont souffrent les économies de marché émergentes (EME).

En l'occurrence, lorsque les turbulences financières ont commencé, le billet vert, loin de s'effondrer, s'est fortement apprécié. De fait, les banques européennes avaient recouru à des financements à court terme en dollar pour investir dans des actifs aux États-Unis. La chute des prix des actifs et l'arrivée à échéance des dettes en dollar ont conduit les emprunteurs à se tourner vers le dollar pour rembourser leurs dettes. L'appréciation du dollar s'est autoalimentée, la vigueur du billet vert exerçant des pressions supplémentaires sur les bilans de ces banques.

Certains financements à court terme en dollar des banques européennes avaient été levés auprès de fonds du marché monétaire américain, mais une grande partie d'entre eux émanait du marché des swaps de devises, où les banques avaient emprunté des dollars en utilisant d'autres monnaies (telles que l'euro) comme sûreté. L'étude « Swaps cambistes et contrats de change à terme : une lacune dans la dette mondiale ? », par Claudio Borio, Robert McCauley and Patrick McGuire, éclaire cet important segment du marché des changes.

Les swaps cambistes sont semblables à d'autres types d'emprunts assortis de garantie, en ce sens que l'emprunteur fournit une sûreté. Néanmoins, les swaps cambistes ne constituent pas de la dette selon les normes comptables, car la garantie est en espèces. Quelle est l'ampleur de cette « dette inapparente » ? Cette étude est la première à donner une estimation chiffrée de la dette en dollar qui ne figure pas aux bilans, et comble une lacune dans notre compréhension du risque de liquidité posé par les sociétés financières utilisant différentes monnaies.

L'encours des swaps sur le marché des changes s'avère très élevé. Sur les 58 000 milliards de dollars de swaps cambistes et d'expositions qui y sont liées, 90 % sont libellés en dollars et 13 à 14 000 milliards seraient détenus par des entités non bancaires hors des États-Unis. En comparaison, le PIB mondial atteint environ 75 000 milliards de dollars, et le commerce mondial, 21 000 milliards de dollars.

Quels sont les risques ? Comme les garanties sont en espèces, le risque de crédit est minimal. Cependant, il existe un risque de liquidité lié aux asymétries d'échéance, comme nous l'avons vu en 2008 pour les banques européennes lors de l'assèchement du financement en dollar. L'étude montre que la plupart des swaps sont à court terme. Trois quarts d'entre eux environ présentent des échéances inférieures à un an, et les transactions sont habituellement à bien plus court terme.

Trois autres études sont publiées à l'occasion du présent Rapport trimestriel.

Le bitcoin et les autres crypto-monnaies figurent en bonne place dans les analyses de marché ces derniers temps. Le débat porte notamment sur le rôle des banques centrales dans un monde où les crypto-monnaies sont plus facilement disponibles, ce qui est compréhensible dans la mesure où ces innovations soulèvent des questions fondamentales quant à la nature-même de l'argent et à la structure du système financier. L'étude « Des crypto-monnaies émises par les banques centrales ? », de Morten Bech et Rod Garratt, propose une taxonomie des monnaies numériques afin d'en mettre au jour les enjeux. L'argent peut faire l'objet de différentes classifications, selon qu'il est universellement accessible, électronique ou émis par une banque centrale, et selon que les transferts se font ou non entre pairs (par exemple, décentralisés et non exécutés par une tierce partie). Les espèces remplissent trois de ces critères mais ne sont pas électroniques ; le bitcoin et ses cousins satisfont aussi trois critères mais ne sont pas émis par une banque centrale.



Une crypto-monnaie émise par une banque centrale, elle, remplirait les quatre critères. Il est toutefois loin d'être clair que les banques centrales aient naturellement un rôle à jouer dans la promotion des crypto-monnaies. Certaines banques centrales ont entamé des études préliminaires sur la manière dont ce type de monnaie pourrait coexister aux côtés de formes de monnaie plus classiques. Aujourd'hui, les banques centrales n'acceptent que les dépôts des banques commerciales. Mais en principe, d'autres utilisateurs (les ménages, par exemple) pourraient avoir accès à des monnaies électronique « de détail ». La Suède, où les espèces sont de moins en moins utilisées, étudie l'idée d'une crypto-monnaie de détail émise par la banque centrale. De leur côté, des crypto-monnaies « de gros » correspondraient mieux au rôle traditionnel des banques centrales, à savoir la gestion ou la surveillance de systèmes de paiements de gros, et certaines juridictions comme le Canada et Singapour y réfléchissent.

Dans leur étude « Quels sont les effets des politiques macroprudentielles sur la performance macroéconomique ? », Codruta Boar, Leonardo Gambacorta, Giovanni Lombardo et Luiz Pereira da Silva analysent le lien entre les politiques macroprudentielles, d'une part, et la croissance du PIB et sa volatilité, d'autre part. Ces politiques sont davantage utilisées par les EME que par les économies avancées, et ont davantage servi à durcir les conditions financières qu'à les assouplir. Les auteurs montrent que la croissance s'avère plus solide et moins volatile dans les pays qui recourent plus activement aux politiques macroprudentielles.

Ils observent la manière dont ces effets se manifestent dans des pays plus développés financièrement, ou plus ouverts à l'économie mondiale. Ils évaluent également les mesures de politique économique « non systématiques », c'est-à-dire celles qui ne sont pas liées de manière automatique à la croissance du crédit ou aux entrées de capitaux. Ces mesures non systématiques semblent être associées à des performances macroéconomiques plus médiocres.

Enfin, l'étude « Obligations vertes : définition et certification », par Torsten Ehlers et Frank Packer, est consacrée aux obligations vertes, ces instruments à revenu fixe finançant des investissements bénéfiques à l'environnement ou au climat. Leurs émissions ont fortement augmenté depuis la première d'entre elle, en 2007 : elles ont totalisé plus de 100 milliards de dollars en 2016, et 60 milliards entre janvier et juin 2017. Ces émissions étaient initialement dominées par les emprunteurs d'économies avancées, mais ceux des EME, et de la Chine notamment, en représentent désormais une large part.

La certification est une question importante. Si un certain nombre de normes sont apparues en la matière, les critères retenus pour qualifier une obligation de « verte » varient. Les fournisseurs d'indices d'obligations vertes jouent un rôle, notamment pour contrôler de manière régulière que les titres sont bien « verts », mais les critères ne sont pas toujours les mêmes d'un indice à l'autre. Les agences de notation ont aussi un rôle à jouer en termes d'évaluation externe.

Les auteurs étudient 21 émissions récentes et concluent que les écarts de rendements à l'émission tendent à être plus faibles dans le cas des obligations vertes que pour des obligations classiques similaires. Il semblerait donc que les investisseurs sur le marché primaire accordent une certaine importance au fait qu'une obligation soit verte ou non.

Les obligations vertes n'apportent pas de couverture contre les risques environnementaux, comme le changement climatique. En effet, même si elles visent à financer un projet spécifique, leur risque de crédit est associé à l'ensemble des activités de l'émetteur. En fait, les entreprises appartenant à des secteurs relativement plus exposés à de tels risques sont davantage susceptibles d'émettre des obligations vertes.