



**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, décembre 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 1er décembre 2017**

### **Claudio Borio**

Il semble que le temps se soit arrêté. Au trimestre précédent, les intervenants des marchés financiers s'étaient délectés du « scénario Boucles d'Or » caractérisant l'économie. Ce trimestre, ils ont fait de même.

Au plan macroéconomique, la situation a continué de s'améliorer. La croissance a pris de l'élan et s'est étendue. Surtout, bien que les capacités inutilisées s'amenuisent, l'inflation - qui guide l'action des banques centrales - est restée globalement très modérée. Rien ne semblait pouvoir remettre en cause un avenir fait d'une croissance soutenue et de faibles taux d'intérêt. En conséquence, les rendements des emprunts souverains de référence sur les principaux marchés ont, pour l'essentiel, stagné.

L'appétit pour le risque s'est accru. Les grands indices boursiers se sont approchés, ou ont dépassé, de précédents sommets. Avant les turbulences observées en fin de période, les écarts de rendement sur les obligations d'entreprise se sont encore réduits, l'indice du haut rendement aux États-Unis frôlant des niveaux qui n'avaient été atteints qu'à deux reprises : avant la crise provoquée en 1998 par la faillite de LTCM, puis à la veille de la Grande crise financière (GFC). Les écarts de rendement sur les emprunts souverains des économies de marché émergentes (EME) ont suivi une tendance similaire quoique moins extrême, tandis que les contrats dérivés sur défaut - un indicateur du coût de l'assurance sur la dette souveraine des EME - sont tombés à leurs plus bas niveaux depuis la GFC. Les flux de capitaux à destination des EME perdurant, bien qu'à un rythme moins rapide, les marchés ont continué de réserver un accueil anormalement favorable aux émissions de titres d'emprunteurs marginaux. En arrière-plan, la volatilité implicite a plutôt diminué à travers les classes d'actifs - actions, obligations, devises. La volatilité des actions et des rendements obligataires a ainsi touché des points bas inédits depuis la mi-2014 et l'avant-GFC ; celle des devises s'est approchée de creux similaires.

Rien de tout cela ne serait vraiment surprenant si cette effervescence généralisée ne s'était pas manifestée sur fond de resserrement monétaire aux États-Unis. De fait, bien que la Réserve fédérale ait annoncé et amorcé la réduction de son bilan, les primes d'échéance se sont de nouveau contractées. Certes, d'autres grandes banques centrales ont soit maintenu leur approche accommodante (ce qui est le cas de la Banque du Japon), soit pris des mesures qui, globalement, ont été perçues comme un assouplissement, au moins par rapport à ce qui était attendu (BCE). Même la hausse de 25 points de base des taux d'intérêt de la Banque d'Angleterre a été vue comme « accommodante », compte tenu des commentaires qui l'ont accompagnée. La Réserve fédérale est toutefois l'émettrice de la principale monnaie internationale et son influence sur les marchés demeure inégalée. Assurément, le fait que la Fed commence à réduire ses détentions d'actifs a semblé mettre fin à la dépréciation du dollar - source d'opérations de portage (« carry trades »). Néanmoins, le billet vert se déprécie en fait depuis le début du resserrement monétaire, fin décembre 2015, lorsque la Fed a procédé à sa première hausse de taux.



La situation est donc paradoxale. Bien que la banque centrale resserre sa politique monétaire, les conditions financières se sont globalement assouplies. Ainsi, un indicateur standard de ces conditions, qui regroupe des données de différentes classes d'actifs, signale un assouplissement général quelle que soit la date à laquelle le resserrement est considéré avoir commencé. Cet indicateur a atteint son niveau le plus bas en 24 ans. Si les conditions financières constituent le principal canal de transmission du resserrement monétaire, la politique monétaire s'est-elle en quoi que ce soit resserrée ?

Ce paradoxe n'est en réalité pas totalement nouveau. Comme nous le soulignons dans la Vue d'ensemble, il rappelle l'épisode de resserrement monétaire du milieu des années 2000 aux Etats-Unis - celui qui avait donné lieu à la désormais célèbre « énigme » d'Alan Greenspan. À l'époque, les conditions financières avaient à peine changé et s'étaient même, dans une certaine mesure, assouplies, alors que la Réserve fédérale augmentait progressivement ses taux. Ce resserrement monétaire-là avait présenté une nette différence par rapport à de précédents épisodes, notamment celui de 1994 : à cette date, les taux à long terme avaient bondi, la pente de la courbe des rendements s'était accentuée, les prix des actifs avaient diminué, les écarts de rendements sur les obligations d'entreprise s'étaient élargis et des pressions s'étaient exercées sur les EME.

Pourquoi un tel contraste ? Nous ne pouvons qu'émettre des hypothèses.

Le contexte macroéconomique pourrait jouer un rôle. Si tous les épisodes mentionnés ont pour point commun d'associer croissance économique et inflation modérée, les intervenants du marché s'attendent aujourd'hui à ce que les taux d'intérêt, voire l'inflation, soient à l'avenir encore plus bas que ce que la banque centrale a indiqué.

Un facteur peut-être moins bien apprécié pourrait être l'association même de la progressivité et de la [prévisibilité](#) du resserrement monétaire. Durant tous les épisodes évoqués, le rythme du resserrement monétaire a ralenti, et il devrait être cette fois-ci le plus lent jamais observé. Echaudée par la réaction excessive qu'avait suscitée son resserrement de 1994 - sans parler du « taper tantrum » de 2013 -, la banque centrale s'est employée à préparer les marchés en soulignant que ses mesures resteraient progressives. Et son approche actuelle rappelle effectivement le mantra des années 2000 (à savoir que le resserrement monétaire serait conduit à un « rythme mesuré ») si ce n'est qu'elle est, aujourd'hui, communiquée plus à l'avance. Si la progressivité conforte les intervenants du marché dans l'idée que le resserrement monétaire ne fera pas dérailler l'économie ni ne perturbera les marchés, la prévisibilité fait, elle, baisser les primes de risque, ce qui pourrait entraîner une augmentation de l'endettement et de la [prise de risque](#). De la même manière, toute idée que les banques centrales ne resteraient pas les bras croisés si les tensions devaient s'accroître sur les marchés ne fait que renforcer ces incitations. Dans ce contexte, l'assouplissement des conditions financières paraît moins surprenant.

Deux observations s'ensuivent.

D'abord, et c'est la plus évidente : la question n'est pas tranchée. Le resserrement monétaire paraît, d'une certaine façon, ne pas avoir réellement commencé. Les fragilités qui se sont formées à travers le monde durant la période inhabituellement longue de taux inhabituellement bas n'ont pas disparu. Comme le soulignent les études qui accompagnent le Rapport trimestriel, les niveaux de dette demeurent élevés, tant en monnaie locale qu'en devises. Il en va de même pour les valorisations élevées, soutenues par la faiblesse des rendements des obligations d'État - à l'aune desquels se mesurent les prix de tous les actifs. De surcroît, plus la prise de risque se prolonge, plus les expositions sous-jacentes des bilans pourraient augmenter. Au calme à court terme pourraient succéder des turbulences à long terme.

Ensuite se pose la question plus profonde de l'efficacité du resserrement monétaire. Un resserrement monétaire peut-il être considéré comme efficace s'il est évident que les conditions financières s'assouplissent ? Et si la réponse est « non », que devraient faire les



banques centrales ? À l'heure où progressivité et prévisibilité deviennent la norme, ces questions revêtiront probablement une importance croissante.

## Hyun Song Shin

À compter de cette édition, le Rapport trimestriel BRI propose une nouvelle formule de la section antérieurement consacrée aux principales tendances des flux financiers mondiaux. Cette section consistait auparavant en un commentaire actualisé sur les évolutions des flux bancaires et financiers mondiaux, à la lumière des statistiques bancaires et financières internationales de la BRI. Désormais, la publication des statistiques s'accompagnera d'un commentaire concis et plus ponctuel, proposant une analyse approfondie d'un sujet susceptible d'être éclairé par les statistiques bancaires et financières internationales de la BRI.

Dans la présente édition de cette section, **Iñaki Aldasoro** et **Torsten Ehlers** s'intéressent aux **transferts de risque de crédit**, qui voient les banques redistribuer leur risque de crédit au travers d'instruments tels que les garanties, contrats dérivés et sûretés. La BRI suit les transferts de risque en établissant une distinction entre les créances internationales selon qu'elles sont formulées **sur la base de la contrepartie immédiate** (qui n'inclut pas ces transferts) ou **sur la base du risque ultime** (qui les intègre).

Les auteurs montrent comment les banques d'envergure mondiale déplacent leurs risques de crédit à partir des centres financiers des économies avancées (Royaume-Uni, Luxembourg), des centres financiers offshore et des économies de marché émergentes (EME) vers les économies avancées. Parfois, ces transferts reflètent une garantie apportée par la banque locale d'une entreprise aux activités étrangères de cette dernière. Parfois, ils représentent un échange de sûretés ou l'achat d'un dérivé de crédit.

Par ailleurs, la configuration des transferts vis-à-vis des EME a connu une évolution notable. Si les banques continuent de recourir aux mécanismes de transfert de risque pour réduire leurs expositions à la plupart des EME, elles ont en réalité (sur une base nette) fait appel aux transferts de risque pour *accroître* leurs expositions aux pays émergents d'Asie. Ceci pourrait en partie traduire une confiance accrue dans les économies asiatiques, et en partie la présence croissante à l'internationale des entreprises asiatiques, qui obtiennent des garanties de la part de banques de leur pays d'origine. Ces évolutions reflètent des activités économiques réelles sous-jacentes, mais méritent tout de même d'être surveillées dans la mesure où les instruments qui atténuent les risques peuvent aussi servir à les accroître.

Les deux études accompagnant ce Rapport trimestriel abordent différents aspects de l'augmentation de la dette du secteur privé postérieure à la crise. Cette augmentation, comme l'ont souligné le Rapport annuel ainsi que de précédents Rapports trimestriels, pourrait compromettre les perspectives économiques.

À l'échelle mondiale, les pays qui ont le plus pâti de la Grande crise financière ont connu un processus de désendettement significatif. Leurs dettes, qui ont récemment augmenté, retrouvent des niveaux observés avant la crise. Néanmoins, nombre de pays qui avaient échappé au pire de la crise affichent à présent des niveaux de dette bien supérieurs à ceux d'avant la crise. Les deux études éclairent la manière dont le stock de dette affecte les évolutions macroéconomiques et la stabilité financière. Leurs conclusions pourraient aussi permettre de mieux appréhender une question d'actualité : comment la normalisation des politiques monétaires affectera-t-elle l'activité économique ?

L'étude d'**Anna Zabai (BRI)** porte sur la **dette des ménages**. Le crédit permet aux ménages d'emprunter sur leurs revenus futurs pour acheter un logement et financer leur consommation. Cependant, lorsque le poids de la dette est trop élevé, les ménages peuvent voir leur budget diminuer, et devenir vulnérables aux chocs macroéconomiques et financiers. L'impact global de la dette des ménages sur l'activité économique dépend d'un certain nombre de facteurs,



dont le niveau de la dette, le fait que celle-ci soit à taux fixe ou variable, le fait que les ménages disposent ou non de réserves sous forme d'épargne liquide, ou encore le poids du service de la dette.

Si une augmentation des emprunts tend à soutenir l'activité économique à court terme, les chiffres montrent qu'elle pèse sur la croissance à l'horizon de trois ans ou plus. La dette des ménages a, en outre, des effets directs (au travers de l'exposition aux prêts) et indirects (par l'impact de la dette sur le PIB) sur la stabilité financière. Les mesures macroprudentielles prises aujourd'hui pourraient donc accroître la marge de manœuvre à venir en termes de politique monétaire.

L'étude de **Boris Hofmann (BRI)** et de **Geert Peersman (Université de Gand)** est consacrée à l'impact des chocs de politique monétaire sur le **ratio du service de la dette (RSD)**, qui rapporte les paiements de principal et d'intérêts au revenu du secteur privé non financier. Comme de précédentes recherches de la BRI l'ont montré, le ratio du service de la dette constitue un canal de transmission important de la politique monétaire vers l'activité réelle. Sur la base des données de 18 économies, les auteurs concluent qu'un resserrement de la politique monétaire est suivi d'une hausse prononcée et persistante du RSD, ainsi que d'un ralentissement de la croissance, de l'inflation, des prix des logements et du crédit. L'impact est particulièrement sensible dans les économies où la dette du secteur privé non financier est plus élevée.