



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 2018 – 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 9 mars 2018

Claudio Borio

La volatilité est de retour. Toutes les classes d'actifs ne sont pas concernées : elle a essentiellement affecté les actions, avec quelques répercussions seulement sur les obligations d'État et les taux de change. Nous ne savons pas non plus combien de temps elle durera. Mais la volatilité est *bel et bien* de retour, et une certaine volatilité *est* salutaire. Peu de choses sont plus insidieuses, sur les marchés, que l'illusion d'un calme permanent. L'expérience le montre : cette illusion peut ouvrir la voie à des pertes parmi les plus lourdes et les plus préjudiciables.

La période sous revue a commencé d'une manière semblable à la précédente, laquelle avait déjà confirmé une tendance en place depuis un certain temps. Nous avons ainsi observé une phase d'appétit pour le risque, les cours des actions tutoyant de nouveaux sommets, la volatilité touchant, ou s'approchant, de nouveaux points bas en plusieurs décennies à travers les classes d'actifs, les écarts de rendement sur les obligations d'entreprise connaissant une contraction inhabituelle et les flux de portefeuille affluant vers les économies de marché émergentes (EME). En outre, la dépréciation du dollar a assoupli davantage encore les conditions financières pour les nombreux emprunteurs des secteurs public et privé endettés en billet vert, dans le monde entier mais en particulier dans les EME. En arrière-plan, la croissance mondiale semblait s'améliorer et se généraliser plus encore, même si les tensions inflationnistes demeuraient faibles - ce que les intervenants du marché ont appelé l'« économie Boucles d'or ».

Puis soudainement, après un très léger repli, le marché d'actions américain est tombé en chute libre le 2 février, sur fond d'envolée de la volatilité, effaçant l'avance substantielle qu'il avait prise depuis le début de l'année - et plus encore. Comme souvent dans ce genre d'épisodes, le marché a rattrapé une partie de ses pertes au cours des jours suivants. Par la suite, il a peu bougé, se maintenant à des niveaux proches de ceux qui avaient prévalu en décembre, jusqu'à ce que des tensions commerciales réveillent sa nervosité début mars, après la mise sous presse du Rapport trimestriel. D'autres marchés d'actions ont connu une évolution similaire, même si les pertes ont été un peu plus importantes et un peu plus durables au Japon.

Comment expliquer une chute aussi soudaine et confuse du marché d'actions américain ? Depuis quelques temps, les rendements obligataires s'inscrivaient en hausse - un fait marquant de la période sous revue, prolongeant une tendance qui se développait lentement depuis le creux de septembre 2017. La semaine précédente, ils avaient réagi à l'annonce par le Trésor américain d'un vaste plan d'émissions de titres sur toutes les échéances, qui avait semblé prendre les intervenants du marché par surprise. Cette annonce n'avait toutefois guère affecté les actions. Leur chute semble avoir été déclenchée par la parution de chiffres montrant une nette augmentation des salaires aux États-Unis qui, aux yeux des intervenants du marché, a signalé un risque de hausse inattendue des tensions inflationnistes. Le rendement des bons du Trésor a progressé et les actions ont commencé à chuter.



Peu après, le 5 février, la dynamique interne du marché a pris le relais, rappelant le crash du marché d'actions de 1987. Celui-ci avait trouvé son origine dans les stratégies de trading automatique (« program trading ») et d'assurance de portefeuilles. Dans le cas présent, comme le détaille notre **Vue d'ensemble**, la chute des marchés d'actions est attribuable aux produits cotés en bourse (*exchange-traded products*, ETP), aux spécialistes en produits dérivés (*Commodity Trading Advisors*, CTA) et - dans une moindre mesure semble-t-il - aux stratégies de parité des risques. Ces véhicules d'investissement, intervenants et algorithmes de négociation ont pour point commun soit de prendre directement des positions sur la volatilité, soit, à l'instar des CTA, d'avoir été pris au dépourvu, et contraints de vendre pour couvrir leurs pertes. Comme lors d'épisodes précédents, l'effet de levier, qu'il soit utilisé ouvertement ou intégré aux divers instruments, a amplifié les fluctuations. La différence, cependant, est que les produits sur la volatilité ont cette fois-ci permis aux intervenants du marché de parier directement sur la volatilité. D'où la montée en flèche de l'indice VIX : si l'on sait que la volatilité augmente lorsque le marché dévisse, elle a cette fois connu une envolée disproportionnée par rapport à la baisse des actions.

Quels enseignements pouvons-nous tirer de tout cela ? Un certain nombre d'observations sont possibles.

D'abord, les turbulences qu'ont connues les marchés n'ont pas fondamentalement changé la donne économique et financière. Les conditions financières demeurent inhabituellement accommodantes. Les marchés de la dette d'entreprise n'ont guère changé de cap : les écarts de rendement, en baisse, ont continué de s'approcher de points bas en plusieurs décennies, et d'autres conditions de crédit telles que les clauses contractuelles ont semblé ignorer les spasmes du marché. En outre, en arrière-plan, le dollar, qui s'était déprécié de manière continue, est resté faible, signe manifeste d'assouplissement des conditions financières, en particulier pour les EME.

Cette dépréciation est surprenante dans la mesure où elle a lieu sur fond de resserrement monétaire doublé d'une expansion budgétaire, une combinaison rappelant selon certains la situation du début des années 1980 qui, elle, avait été marquée par une forte appréciation du billet vert. Comme nous l'expliquons dans la *Vue d'ensemble*, il existe toutefois des précédents. De fait, le dollar s'était déprécié dans les années 1990 et 2000, alors que la Réserve fédérale poursuivait son cycle de resserrement monétaire ; et dans les années 2000, le resserrement monétaire avait été couplé à une expansion budgétaire. De possibles explications de la dépréciation actuelle incluent le rythme très progressif et communiqué à l'avance du resserrement monétaire, l'affermissement de la reprise économique hors des États-Unis, les craintes de non-viabilité budgétaire et les déclarations, en janvier, de personnalités de premier plan de l'administration en place, interprétées comme visant à faire baisser le billet vert. Il n'en reste pas moins bien difficile de se prononcer. Pour citer le satiriste et critique américain H. L. Mencken, « Les explications existent et ont de tout temps existé ; il y a toujours une solution connue à chaque problème humain - une solution claire, plausible, et fautive. » Cette citation pourrait aussi bien s'appliquer aux tentatives d'explication de variations de change surprenantes.

Ensuite, ces turbulences qu'ont connues les marchés pourraient bien ne pas être les dernières. Les marchés financiers et l'économie mondiale évoluent en terrain inconnu. Après une période inhabituellement longue de taux d'intérêt inhabituellement bas et de conditions monétaires inhabituellement accommodantes, il serait irréaliste de ne pas s'attendre à d'autres soubresauts. Ce à quoi nous avons assisté ce trimestre est simplement le dernier rappel en date qu'une période de ce type complique la sortie des politiques actuelles, en encourageant les prises de position et de risque des intervenants. Par ailleurs, ces événements ont souligné à quel point les tendances prévalant sur le marché dépendent de perspectives d'inflation favorables. Les turbulences ont assurément abouti à la dissolution de certaines positions, comme si l'on avait appuyé sur un bouton de réinitialisation. Cependant, la situation n'a pas fondamentalement changé.



Enfin, la difficulté de la tâche qui attend les banques centrales apparaît d'autant plus clairement. Il leur faut parvenir à un équilibre entre deux objectifs : d'une part, normaliser leur politique monétaire, ne serait-ce que pour retrouver une marge de manœuvre avant le prochain retournement conjoncturel, et, d'autre part, éviter de compromettre inutilement la croissance. Elles doivent de plus accomplir cette mission dans un monde qui, après la crise, a connu une nouvelle augmentation de la dette globale par rapport aux revenus et à la production. Le chemin est étroit. Il requiert le soutien actif d'autres politiques. Les derniers discours protectionnistes en date compliquent davantage encore les choses. Progresser sur ce chemin nécessitera beaucoup d'adresse, de discernement et, il est vrai, un peu de chance aussi. Mais les responsables des politiques monétaires ne doivent pas craindre la volatilité en tant que telle. Durant le processus de normalisation, une certaine volatilité peut être leur alliée.

Hyun Song Shin

Les cryptomonnaies et le débat animé qui les entoure s'inscrivent dans le cadre d'une discussion plus large sur la nature de l'argent à l'ère du numérique. Le flux de commentaires est incessant et, à en croire certains, l'argent dans sa forme traditionnelle - pièces et billets - se démoderait rapidement. Dans « **Payments are a-changin' but cash still rules** » (*Les modes de paiement évoluent mais l'argent liquide reste roi*), **Morten Bech, Umar Faruqi, Frederik Ougaard** et **Cristina Picillo** montrent que l'argent liquide est encore bien présent et que sa popularité ne se dément pas dans la plupart des juridictions. Malgré tous les progrès technologiques observés dans les paiements ces dernières années, l'usage des espèces continue d'augmenter, sinon dans l'ensemble, du moins dans la plupart, des économies de marché avancées et émergentes. L'argent en circulation est passé de 7 à 9 % du PIB, même s'il a régressé en Suède ainsi que dans quelques autres endroits. La résilience de l'argent liquide en tant qu'institution sociale nous rappelle l'importance de comprendre les fonctions économiques de l'argent, au-delà des innovations technologiques. D'un autre côté, les paiements par carte (de crédit ou de débit) augmentent également ; ils sont passés de 13 à 25 % du PIB entre 2000 et 2016. Les consommateurs détiennent davantage de cartes, et les utilisent pour régler des transactions plus nombreuses et de montants plus modestes.

Si la résilience de l'argent liquide illustre le caractère durable d'un élément familier, la mesure des échanges et des soldes courants peine, elle, à suivre les tendances récentes, notamment le poids croissant des entreprises d'envergure mondiale. Dans « **Tracking the international footprint of global firms** » (*Mesurer la présence internationale des entreprises d'envergure mondiale*), **Stefan Avdjiev, Mary Everett, Philip Lane** et **Hyun Song Shin** étudient la manière dont les activités des entreprises d'envergure mondiale affectent, et parfois déforment, les mesures classiques de la balance commerciale, du compte courant et du PIB. Les comptes nationaux s'articulent autour du concept de *résidence*, mais il s'agit d'un concept juridique qui ne correspond pas toujours à l'emplacement physique des activités de production des entreprises et de leur main d'œuvre. Une entreprise dont la production est délocalisée et qui vend ses produits à travers le monde est souvent traitée comme exportant ses produits depuis son pays d'origine, notamment quand des composantes de propriété intellectuelle sont utilisées dans ce pays. La relocalisation de domiciliations juridiques peut entraîner des changements en cascade dans la balance des paiements des pays figurant dans une chaîne d'approvisionnement. Les comptes courants et le PIB des petites économies ouvertes sont sensibles aux relocalisations d'entreprises d'envergure mondiale. L'Irlande a ainsi vu son PIB augmenter de 26 % en 2015, malgré la stagnation de son activité économique intérieure.

Les autres Études du Rapport trimestriel portent sur des thématiques plus familières de la BRI, dans le domaine financier. Claudio a consacré ses remarques aux récents événements sur les marchés financiers. Les fluctuations rapides sur les marchés font les gros titres, mais les



mouvements lents en arrière-plan peuvent importer davantage pour l'économie. Cette importance n'apparaît qu'après quelques temps.

Dans « **Early warning indicators of banking crises: expanding the family** » (*Indicateurs avancés des crises bancaires : la famille s'agrandit*), **Iñaki Aldasoro**, **Claudio Borio** et **Mathias Drehmann** comparent la performance de divers indicateurs de tensions bancaires futures. Ils concluent que les mesures de la dette des ménages et du crédit international peuvent fournir des signaux utiles, en sus des mesures plus familières fondées sur le crédit agrégé. Les auteurs confirment également que la performance de ces indicateurs est meilleure lorsqu'ils sont associés aux fluctuations des prix de l'immobilier. Appliqués à l'environnement actuel, une série d'indicateurs signale l'accumulation de risques dans un certain nombre de pays. Dans le même temps, les auteurs soulignent qu'une interprétation correcte des informations livrées par ces indicateurs requiert beaucoup de prudence, ne serait-ce qu'en raison des améliorations qui ont été apportées à la réglementation bancaire ces dernières années. Des indicateurs élevés devraient plutôt servir de point de départ utile à un examen plus précis des fragilités.

Dans « **Étude de l'évolution des prêteurs communs dans les pays émergents d'Asie** », **Cathérine Koch** et **Eli Remolona** reviennent sur l'évolution de l'activité bancaire mondiale du point de vue de pays émergents d'Asie. Les auteurs étudient les événements au travers des statistiques bancaires de la BRI, en remontant jusqu'au début de ces données, dans les années 1980. La domination des banques américaines a laissé place à celle des banques japonaises dans les années 1980, puis à celle des banques européennes dans les années 1990 et 2000. Ces flux et reflux ont été ponctués de crises et de reprises - notamment la crise financière asiatique de 1997-1997, la Grande crise financière de 2007-2009 et la crise européenne de la dette souveraine de 2010-2011, les banques devenant un canal de propagation des tensions financières à travers les pays. La boucle a été bouclée et les banques japonaises sont, de nouveau aujourd'hui, les premiers prêteurs de la région, représentant 26 % des créances. Les banques chinoises jouent néanmoins un rôle croissant.

Nous pouvons aussi examiner les flux de crédit selon la nature des établissements de crédit. Les prêts aux promoteurs immobiliers asiatiques sont le sujet de l'Étude « **Mortgages, developers and property prices** » (*Prêts hypothécaires, promoteurs et prix de l'immobilier*) par **Michael Chui**, **Anamaria Illes** et **Christian Upper**. Les auteurs retracent l'activité de ces promoteurs et en particulier l'augmentation de leurs emprunts. Ils montrent comment un degré élevé d'endettement associé au durcissement des conditions financières pourrait affecter les prix de l'immobilier, la faible rentabilité de nombreux promoteurs constituant une autre source d'inquiétude. Certains promoteurs sont, par ailleurs, sujets aux asymétries de devises. Le rôle croissant des promoteurs immobiliers a en outre des conséquences en termes d'efficacité des mesures macroprudentielles. Contrairement aux banques, il est parfois difficile pour les autorités de fixer des limites de risque aux prêts, par exemple en imposant aux emprunteurs des plafonds de ratio prêt/valeur.

L'importance accrue, sur les marchés financiers, des investisseurs adeptes de la gestion passive, est étudiée par **Vladyslav Sushko** et **Grant Turner** dans « **The implications of passive investing for securities markets** » (*Les implications de la gestion passive pour les marchés de titres*). La gestion passive (qui consiste à investir dans des actifs reproduisant le rendement d'un indice de référence) s'est rapidement développée. Les fonds à gestion passive comptent aujourd'hui pour 20 % des actifs de fonds d'investissement, et pour 43 % des actifs de fonds d'actions aux États-Unis. Les fonds indiciels cotés (ETF) représentent 40 % des actifs de fonds à gestion passive. Les fonds reproduisant un indice de manière implicite sont exclus. Un facteur de cette croissance a été la piètre performance des fonds de gestion active. La gestion passive pourrait affecter le fonctionnement des marchés en renforçant la corrélation des rendements et en réduisant la recherche fondamentale. Selon certains, les fonds à gestion passive pourraient exacerber les variations de prix au travers d'achats ou de ventes automatiques en réactions aux entrées ou sorties de flux, mais les auteurs, en examinant les



épisodes de tension passés, concluent que les flux des OPCVM passifs ont été relativement plus stables que ceux des OPCVM actifs, les flux des ETF étant les plus volatils.

Dans « **The ABCs of bank PBRs** » (*Banques : ratios cours/valeur comptable et valorisation*), **Bilyana Bogdanova, Ingo Fender et Előd Takáts** analysent les déterminants des cours des valeurs bancaires par rapport aux éléments traditionnels de leur bilan. Les ratios cours/valeur comptable (*price-to-book ratios*, PBR) de nombreuses banques sont restés bas ces dernières années, malgré l'augmentation de leurs revenus et de leurs marges d'intermédiation. Les auteurs élaborent un modèle de valorisation intégrant des mesures classiques (qualité des actifs, bénéfices attendus, coût des fonds propres), la contribution potentielle des actifs incorporels (solidité de la relation emprunteur/déposant) et d'autres facteurs, telle que la taille et le levier. De manière intéressante, ces mêmes variables déterminent les PBR avant comme après la GFC - ne laissant entrevoir aucune rupture malgré l'évolution des réglementations après la crise. Les facteurs clés n'ont guère changé non plus pour les banques d'importance systémique mondiale par rapport aux autres banques. Une exception notable concerne les fonds propres : avant la crise, leur augmentation avait un impact réduit (et non significatif) sur les valeurs de marché, tandis que depuis la crise, elle a un impact important. Il semblerait donc que le marché a commencé à récompenser les banques mieux capitalisées. Les banques pâtissant de faibles valorisations feraient donc bien de s'employer à réduire leurs prêts non productifs et leurs dépenses hors frais d'intérêt.