



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 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 vendredi 21 septembre 2018

Claudio Borio

« Divergence » est le maître-mot du présent Rapport trimestriel. Durant la période sous revue, les marchés financiers américains ont fait la course en tête tandis que des pressions croissantes s'exerçaient sur les marchés émergents. On pourrait dire qu'en moyenne, après avoir connu une année faste, les marchés financiers mondiaux ont continué d'afficher une bonne tenue. Cette moyenne ne veut toutefois pas dire grand-chose – pas plus que la température moyenne d'un individu qui aurait la tête brûlante et les pieds gelés.

D'où vient cette divergence ? Aussi étrange que cela puisse paraître, les raisons n'en sont pas difficiles à cerner. Bien que la phase d'expansion actuelle arrive à maturité, la croissance américaine n'a fait qu'accélérer davantage. L'inflation, qui a eu tendance à converger vers l'objectif, n'a pas constitué de menace pour autant. Dans ces conditions, la Réserve fédérale a pu poursuivre son processus très progressif et prévisible de normalisation. Que l'on s'en félicite ou non, rien n'est venu ébranler les marchés américains. Dans ce contexte favorable, le dollar américain, qui s'était finalement redressé en février et dont l'appréciation avait accéléré en avril, a poursuivi son ascension. Les économies de marché émergentes (EME) en ont inévitablement pâti. Après tout, comme nous l'avons noté auparavant et comme nous l'analysons plus en détail dans la [présente édition](#), les prêts en dollar aux résidents non bancaires des EME ont plus que doublé depuis la Grande crise financière (GFC), pour atteindre environ 3 700 milliards de dollars. Ce chiffre n'inclut pas les emprunts en dollar [à l'aide de swaps cambistes](#), dont l'ampleur pourrait facilement être du même ordre. Comme le montre le [chapitre sur la liquidité mondiale](#), le bond des prêts en dollar aux résidents non bancaires des EME s'inscrit dans le cadre d'une croissance plus générale du crédit international à destination des entités non bancaires. Indicateur clé de la liquidité mondiale, celui-ci est passé de 33 à 38 % du PIB mondial entre le premier trimestre 2015 et le premier trimestre 2018. Sur ce total, les prêts bancaires ont perdu du terrain au profit des titres de créance, qui sont en grande partie détenus par des investisseurs non bancaires.

Une analyse plus précise nous permet de constater que, fait remarquable, les conditions financières américaines sont restées très souples dans une perspective de long terme ; elles se sont même, en réalité, assouplies davantage. Les cours des actions ont atteint de nouveaux sommets, soutenus notamment par le secteur technologique et les rachats d'actions. La volatilité est restée faible. Les primes de terme sont demeurées très réduites. En particulier, bien qu'elles se soient légèrement redressées, les primes de risque des obligations d'entreprise ont été inhabituellement basses – dans le haut rendement, elles ont même oscillé autour des niveaux observés juste avant la GFC. Comme nous l'expliquons dans un [encadré](#), et en cohérence avec la faiblesse des primes de risque, le marché des prêts à effet de levier a été extrêmement dynamique. Les volumes ont été élevés, les banques trouvant facilement des investisseurs auprès desquels se délester de leurs prêts. Elles l'ont fait pour partie au travers de titres de créances garantis par des prêts (CLO) – proches cousins des obligations adossées à des actifs (CDO) hypothécaires, rendues tristement célèbres par la GFC. Les



clauses sont devenues encore moins contraignantes et les prix ont souvent dû être ajustés à la hausse pour équilibrer le marché à l'issue des enchères initiales. L'attrait des prêts à taux variable s'est avéré d'autant plus irrésistible que les investisseurs attendaient de nouvelles hausses des rendements obligataires et voulaient éviter de futures pertes en capital – une perspective assurément renforcée par la mise en œuvre d'une relance budgétaire majeure si tard en phase d'expansion. La quête du rendement s'est poursuivie sans relâche. Le seul signe de méfiance ou de doute des investisseurs a été le prix relativement élevé, et croissant, de l'assurance contre une baisse des marchés d'actions.

Quelque inquiétantes que soient ces évolutions, ce sont les EME qui ont occupé le devant de la scène. Les signaux d'alerte qui étaient apparus lorsque le dollar avait commencé à s'apprécier plus tôt cette année ont clignoté de plus en plus fort. Des crises ont éclaté en Argentine et en Turquie – deux pays que des fragilités locales de longue date avaient affaiblis. D'autres économies, principalement celles qui présentent d'importants déficits courants, peu de réserves de changes et une inflation élevée, ont vu leurs monnaies chuter considérablement, en particulier dans les pays où le contexte politique était défavorable. Après une période sans précédent de 16 mois d'entrées de flux à destination des fonds de placement dans les EME, la tendance s'est soudainement inversée en mai. Depuis la fin mars, les pertes de valorisation cumulées ont été substantielles sur nombre de classes d'actifs des EME et d'expositions aux monnaies de ces économies. À certains égards, elles ont dépassé celles du « taper tantrum » de 2013, et se sont approchées de celles qui avaient suivi la dépréciation du renminbi en août 2015. Cependant, les écarts de rendement sur la dette souveraine n'ont pas encore renoué avec leurs précédents sommets, ni en monnaie locale ni en dollar.

Les turbulences dans les EME ont reflété la convergence de trois forces. La première, déjà mentionnée, a été l'association du resserrement de la politique monétaire aux États-Unis et de l'appréciation du dollar. La deuxième a été la montée des tensions commerciales. Si, dans les économies avancées, les prix des actifs se sont rapidement repris après l'annonce de chaque mauvaise nouvelle, les actifs des EME n'ont pas réussi à rebondir. La troisième force, qui n'est pas totalement sans rapport, a été la réapparition de signes d'un potentiel affaiblissement de l'économie chinoise. La Chine revêt aujourd'hui une importance cruciale pour les producteurs de produits de base et les EME – en fait, pour l'ensemble du monde. Une fois ajoutées les fragilités spécifiques aux pays, la tendance observée n'est pas difficile à expliquer.

Heureusement, les turbulences dans les EME ne se sont pas largement répandues. La contagion est restée limitée et les investisseurs sont restés largement sélectifs ; il n'y a pas eu de panique chez les gérants de portefeuilles. Pour autant, toutes les économies avancées ne s'en sont pas tirées à bon compte. Les répercussions ont atteint jusqu'à la zone euro, en particulier sa périphérie (voir [encadré](#)). La Turquie vacillant, l'aversion pour le risque augmentant et les investisseurs mondiaux se désengageant, les cours des [banques les plus exposées](#) au pays ont chuté. En outre, certains écarts de rendement sur la dette souveraine se sont élargis. L'Italie a été la plus malmenée : les incertitudes politiques avaient déjà ébranlé les marchés en mai et les banques croulent sous le poids des prêts non productifs. Par ailleurs, l'interdépendance entre les banques et les emprunteurs souverains, que la crise de la dette de la zone euro avait mis au grand jour, n'a fait que s'accroître depuis.

Si nous prenons un peu plus de recul, la poussée de volatilité affectant les EME ne devrait pas constituer une surprise. Comme le soulignait notre [Rapport économique annuel](#), ces évolutions témoignent d'un malaise plus large. La reprise hautement déséquilibrée de l'après-GFC a fait peser un poids excessif sur les banques centrales. Le traitement de choc administré sous forme de taux d'intérêt inhabituellement et durablement bas a servi à soutenir l'activité économique, mais n'a pas été sans effets secondaires. Les fragilités financières que nous observons aujourd'hui en sont, dans une certaine mesure, un exemple. Les turbulences sur les marchés s'apparentent à un symptôme de sevrage.



La suite est difficile à prévoir. Le patient va-t-il poursuivre son rétablissement, ce qui semblait être le cas jusqu'au premier trimestre de cette année, ou bien rechutera-t-il ? Une chose est sûre, le chemin menant vers la guérison complète sera escarpé. Sur le front financier, la situation paraît plutôt fragile. Les marchés des économies avancées affichent encore des valorisations excessives et les conditions financières demeurent trop souples. Surtout, le niveau de la dette est trop élevé : rapportée au PIB, la dette mondiale totale (publique et privée) est bien plus importante aujourd'hui qu'avant la crise. L'ironie veut que l'excès de dette, qui avait été au cœur de la crise, est encore supérieur aujourd'hui – même si les banques ont entretemps réduit leur levier grâce aux réformes financières. Les taux d'intérêt demeurant inhabituellement faibles et les bilans des banques, enflés comme jamais, il reste peu de traitements à disposition pour aider le patient à se rétablir, ou le soigner s'il rechute. En outre, le mouvement de rejet politique et social de la mondialisation et du multilatéralisme aggrave la situation.

Les responsables des politiques publiques et les intervenants du marché devraient se préparer à une convalescence longue et mouvementée.

Hyun Song Shin

Les cryptomonnaies ne font pas fonction de monnaie et soulèvent des inquiétudes en termes de fraude et de manipulation des marchés, ainsi qu'en matière de blanchiment de capitaux et d'activités illicites. Mais quelle devrait être la réponse des pouvoirs publics ?

Le fonctionnement des cryptomonnaies est souvent considéré comme hors de la portée des réglementations nationales, mais les données suggèrent que les prix, les volumes de transactions et les bases d'utilisateurs à travers le monde sont très sensibles aux annonces sur de possibles interventions individuelles des autorités réglementaires. Dans « [Réglementation des cryptomonnaies : évaluation des réactions du marché](#) », **Raphael Auer** et **Stijn Claessens** analysent ces données.

Les auteurs classent les actualités relatives à de possibles interventions en plusieurs catégories. Les interventions affectant le statut juridique des cryptomonnaies (depuis leur interdiction pure et simple jusqu'aux déclarations selon lesquelles elles relèvent de la législation sur les valeurs mobilières) ont l'impact le plus négatif sur les cours des cryptomonnaies. Cet impact négatif est prononcé et persistant.

Une deuxième catégorie regroupe les recommandations quant au traitement des cryptomonnaies en vertu des réglementations sur la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme. Ces interventions ont aussi un impact significatif et durable sur les cours – moindre toutefois que la première catégorie d'actualités.

En revanche, les avertissements d'ordre général au sujet des cryptomonnaies, y compris le risque de pertes, ne produisent guère d'effet observable sur les cours. À cet égard, la pression morale à elle seule ne semble pas suffire à freiner la spéculation.

Cette étude suggère que, loin d'être hors de la portée des autorités nationales du fait de leur nature transfrontière, les cryptomonnaies peuvent faire l'objet d'interventions efficaces de la part des juridictions nationales. Ses conclusions pourraient refléter la manière dont les cryptomonnaies profitent du système financier conventionnel, et en particulier leurs liens étroits avec le système de paiement fondé sur les banques. Une coordination mondiale des politiques publiques en la matière serait assurément plus fructueuse, mais l'absence d'une telle coordination ne doit pas être un frein à une intervention efficace. Les autorités nationales ne sont pas impuissantes si elles choisissent d'agir.

Dans « [Les marchés du crédit fintech à travers le monde : taille, moteurs et enjeux de politique publique](#) », **Stijn Claessens**, **Jon Frost**, **Grant Turner** et **Feng Zhu** font le point sur les évolutions des prêts non bancaires dont l'intermédiation est assurée par des



plateformes en ligne de technologie financière. Ce type de « crédit fintech » s'est développé rapidement, notamment en Chine, aux États-Unis et au Royaume-Uni (qui sont, dans cet ordre, les trois premiers pays au classement du crédit fintech), même si un ralentissement prononcé a été observé en Chine depuis environ un an.

Les plateformes et les modèles opérationnels diffèrent, mais la plupart fonctionnent en filtrant les emprunteurs et en les appariant à des investisseurs (les prêteurs). La taille du marché du crédit fintech dans une économie est liée de manière positive à son niveau de revenu, et de manière négative à la compétitivité de son secteur bancaire et à la rigueur de sa réglementation bancaire. La relation négative avec la rigueur réglementaire pourrait refléter des éléments communs dans la fermeté des réglementations appliquées aux banques et aux fintechs. Elle n'étaye toutefois pas l'argument courant selon lequel les fintechs apparaissent en réaction à un durcissement de la réglementation bancaire.

Le développement de la technologie financière pourrait s'accompagner d'une meilleure inclusion financière. Il existe toutefois des risques liés à l'érosion des critères de prêt et à la plus grande procyclicité du crédit, comme l'ont récemment montré les échecs opérationnels et problèmes comportementaux dans certaines juridictions. Comme le crédit fintech n'a pas été testé sur un cycle économique entier, nous manquons encore d'éléments, y compris sur la meilleure manière, pour les autorités réglementaires, d'assurer une protection adéquate des consommateurs et des investisseurs, et de garantir la stabilité financière globale.

Dans « [Causes et conséquences de l'augmentation des entreprises « zombies »](#) », **Ryan Banerjee** et **Boris Hofmann** analysent la prévalence, les causes et les conséquences de la survie d'entreprises pourtant non rentables. Le terme « zombies » est désormais couramment utilisé pour désigner ce type d'entreprises, même si les auteurs affinent la définition pour mieux cerner la question. Ils étudient les entreprises dont le service de la dette dépasse les bénéfices et dont le cours boursier reste à la traîne de la médiane du secteur, tel que mesuré par le ratio rapportant la valeur de marché des actifs à la valeur comptable (coefficient Q de Tobin).

Sur les 32 000 entreprises de 14 économies avancées composant leur échantillon, environ 6 % se classaient dans la catégorie « zombies », selon cette définition, en 2016. Les auteurs montrent que la prévalence des entreprises zombies a augmenté depuis la fin des années 1980, tendant à croître durant les récessions mais ne redescendant pas aux niveaux antérieurs durant les phases de reprise. Entre autres explications possibles, les auteurs identifient le rôle important que joue la baisse des pressions financières en faveur du remboursement de la dette dans les périodes prolongées de faibles taux d'intérêt. Ils observent également qu'une plus forte prévalence des entreprises zombies est associée à une moindre productivité globale des entreprises.

Dans « [Term premia: models and some stylised facts](#) », **Benjamin Cohen**, **Peter Hördahl** et **Dora Xia** effectuent une revue des « modèles de structure d'échéances » du marché obligataire visant à séparer, au sein des rendements obligataires, les composantes anticipations et primes de terme. Appliqués aux rendements des obligations d'État à dix ans aux États-Unis et dans la zone euro, ces modèles aboutissent à des estimations différentes du niveau des primes de terme, mais convergent largement sur les tendances et les dynamiques. Les primes de terme américaines ont baissé depuis la GFC, possible reflet de la réduction des incertitudes sur les taux courts (grâce au pilotage des anticipations et au plancher de taux zéro) et des programmes d'achats d'actifs des banques centrales.

Point intéressant, la hausse des rendements américains depuis la fin 2016 semble liée essentiellement aux taux réels anticipés, et non pas à l'évolution des primes de terme ou de l'inflation attendue. Les primes de risque réelles ont même un peu diminué sur la période 2016-2018. Les rendements de la zone euro ont aussi régressé depuis la GFC, pour des raisons qui pourraient être similaires.