

Les divergences s'accroissent sur les marchés

Alors que s'ouvrait le second semestre 2018, le sentiment sur les marchés financiers a connu un net revirement. Une nouvelle reprise du dollar américain, de même que la montée des tensions commerciales, se sont traduites par un durcissement inégal des conditions financières mondiales. La Réserve fédérale a poursuivi le retrait progressif attendu de sa politique monétaire accommodante alors que l'économie américaine accélérât encore, en partie soutenue par la relance budgétaire de l'année dernière. Pourtant, les conditions financières se sont encore assouplies aux États-Unis. Elles ont connu un léger durcissement sur les marchés de la dette de certaines économies avancées. Dans les économies de marché émergentes (EME), elles se sont en revanche nettement durcies, ces pays voyant leurs monnaies se déprécier et leur accès au crédit diminuer, alors que les marchés donnaient des signes de désarroi dans les économies les plus vulnérables.

Les marchés financiers des États-Unis ont divergé par rapport à leurs pairs. Le marché d'actions américain, par rapport à ceux des économies avancées comme à ceux des EME, a fait la course en tête, et sa volatilité a baissé. L'assouplissement monétaire que poursuivent la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon, ainsi que la fuite vers la sécurité d'investisseurs se désengageant des EME sous tension, ont contribué à contenir les rendements des obligations d'État américaines à long terme, malgré la perspective d'émissions de bons du Trésor. Dans ce contexte, la courbe des rendements américaine s'est aplatie davantage, frôlant l'inversion. Globalement, les conditions financières sont restées plus souples aux États-Unis que dans les autres grandes économies avancées. Par exemple, si les primes de risque des entreprises américaines sont demeurées relativement stables entre juin et mi-septembre, celles des entreprises européennes se sont légèrement élargies, après avoir déjà augmenté en mai. Cette hausse des primes de risque a été en partie imputable à l'augmentation des coûts d'emprunt de certains établissements financiers européens, reflétant des tensions sur les actifs souverains au sein de la zone euro et les expositions de certaines banques à des EME en situation de fragilité.

Le durcissement des conditions financières dans les EME a pris appui sur les tensions observées en début d'année. Dans un environnement marqué par l'appréciation du dollar, une escalade des tensions commerciales et de nouveaux signes d'un ralentissement en Chine, les investissements de portefeuille sont restés limités. En proie à des fragilités locales, certains pays ont subi des sorties de flux, les incertitudes d'ordre politique alimentant les tensions sur les marchés dans quelques juridictions. La dépréciation des monnaies a coïncidé avec une hausse des primes sur

la dette souveraine, tant pour les instruments libellés en dollar que pour ceux libellés en monnaie locale. L'impact négatif cumulé sur les actifs des EME depuis le début de la montée des tensions commerciales fin mars a, à certains égards, dépassé celui du « taper tantrum » de 2013, ou de la dévaluation du renminbi en août 2015. Néanmoins, les niveaux de prime sur la dette souveraine sont, à ce stade, restés globalement inférieurs à ceux des épisodes précédents, et la contagion à partir des pays les plus affectés a été limitée. Pour autant, à la mi-septembre, la question de savoir si les tensions financières affectant les EME pourraient s'accroître et s'étendre davantage continuait de préoccuper les investisseurs.

Les marchés américains suivent leur propre chemin

Les marchés financiers mondiaux ont de plus en plus divergé durant la période sous revue, qui s'étale du début juin à la mi-septembre. Alors que les tensions commerciales s'amplifiaient, les actifs à risque, aux États-Unis, ont enregistré des performances supérieures à ceux des autres juridictions, dans des proportions parfois importantes. Bien que la Réserve fédérale (Fed) ait resserré sa politique monétaire alors que la BCE et la Banque du Japon maintenaient leurs politiques accommodantes, les primes de risque se sont davantage élargies dans la zone euro qu'aux États-Unis, en partie sous l'effet des tensions politiques dans la zone euro et de la vive appréciation du dollar, laquelle a fortement pesé sur les actifs des EME et, partant, sur les banques européennes.

La divergence entre les marchés américains et les autres a été particulièrement visible s'agissant des cours des actions. La surperformance des marchés d'actions américains s'explique par la solidité des résultats des entreprises et les rachats d'actions, soutenus par la récente réforme fiscale, ainsi que par les rendements exceptionnels du secteur technologique. Malgré l'escalade des tensions commerciales, qui s'est généralement traduite par une baisse des marchés d'actions les jours d'actualité négative (graphique 1, premier cadre), l'indice S&P 500 a rattrapé l'ensemble de ses pertes, dépassant même le point haut historique atteint fin janvier. En comparaison, les marchés d'actions des autres économies avancées ont enregistré une progression relativement modérée, tandis que les marchés d'actions chinois ont creusé leurs pertes du début d'année. Mi-septembre, l'indice de Shanghai affichait une baisse de près de 15 % par rapport à son niveau du début juin (graphique 1, deuxième cadre), approchant ses plus-bas du début 2016. Les marchés d'actions des autres EME ont stagné en monnaie locale, mais perdu énormément de terrain en dollar, les monnaies de ces pays se dépréciant.

Les volatilités implicites des classes d'actifs des grandes économies avancées sont restées contenues (graphique 1, troisième cadre). Sur les marchés d'actions, la volatilité a connu de brèves flambées, mais elle est restée inférieure à ses moyennes de l'après-Grande crise financière (GFC), la volatilité implicite du marché américain descendant sous les niveaux observés dans d'autres économies avancées. Si la volatilité des taux de change s'est stabilisée à ses niveaux du début d'année, celle des contrats à termes sur les obligations des économies avancées a continué de diminuer jusqu'à la mi-septembre.

Les solides rendements et la faible volatilité de l'indice S&P 500 ont masqué un sentiment de fragilité. Le coût de l'assurance contre de fortes baisses du S&P 500 reflété par le marché des options a atteint un niveau inhabituellement élevé, comme

Dans un contexte de tensions commerciales, les marchés d'actions divergent tandis que la volatilité reste faible

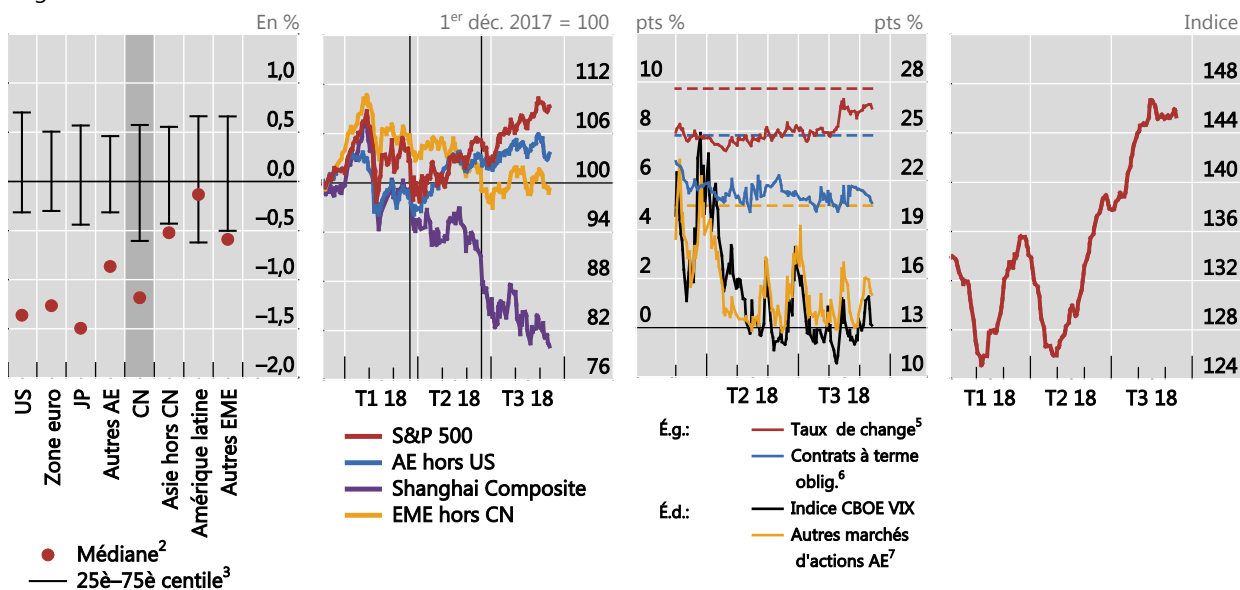
Graphique 1

Les actions perdent du terrain les jours d'actualité négative¹

Les marchés d'actions divergent⁴

Les volatilités implicites restent stables...

... Mais l'indice CBOE SKEW bondit⁸



Les lignes verticales dans le deuxième cadre représentent le 22 mars 2018 (les États-Unis annoncent des mesures contre la Chine dans le cadre de l'enquête du Département américain du Commerce (« Section 301 »)) et le 19 juin 2018 (les États-Unis annoncent l'application de droits de douane sur 200 milliards de dollars supplémentaires d'importations chinoises).

Les lignes en pointillés dans le troisième cadre représentent les moyennes arithmétiques sur la période allant du 1^{er} janvier 2010 au 12 septembre 2018.

¹ Chiffres agrégés : moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA de 2017. AE = économies avancées ; Amérique latine hors AR ; EME hors TR. ² Rendements journaliers aux dates suivantes : 1er mars 2018 (les États-Unis annoncent leur intention d'imposer des droits de douane sur les importations d'aluminium et de d'acier) ; 22 mars 2018 (les États-Unis annoncent des mesures contre la Chine dans le cadre de l'enquête du Département américain du Commerce (« Section 301 »)) ; 23 mars 2018 (la Chine annonce à son tour des droits de douane en représailles) ; 19 juin 2018 (les États-Unis annoncent l'application de droits de douane sur 200 milliards de dollars supplémentaires d'importations chinoises) ; 25 juin 2018 (Harley Davidson annonce un transfert partiel de sa production à l'étranger pour éviter les droits de douanes de l'Union européenne) ; 10 juillet 2018 (le Département américain du Commerce publie une liste de propositions de droits de douane concernant 200 milliards de dollars d'importations chinoises). ³ Distribution interquartile des rendements quotidiens au cours des jours sans actualité, sur la période janvier 2018-juillet 2018. ⁴ Pour les économies avancées hors US et les EME hors CN, moyennes arithmétiques des indices boursiers nationaux. ⁵ D'après l'indice JPMorgan VXY Global (indice de la volatilité implicite, pondérée du volume, des options à parité à 3 mois sur 23 paires de monnaies avec le dollar). ⁶ Volatilité implicite des options à parité des contrats à terme sur les obligations à long terme de DE, GB, JP et US ; moyenne pondérée, sur la base des PIB et PPA. ⁷ Volatilité implicite des indices EURO STOXX 50, FTSE 100 et Nikkei 225 ; moyenne pondérée sur la base de la capitalisation boursière. ⁸ Moyenne mobile sur 22 jours ouvrés.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; et calculs BRI.

en témoigne le pic de l'indice SKEW (graphique 1, quatrième cadre). Cet indice s'était retourné fin avril alors que les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine continuaient d'augmenter.

Soutenus par un contexte macroéconomique solide, les marchés ont réagi sereinement à la sortie progressive de sa politique monétaire accommodante par la Fed. La croissance américaine a atteint un sommet pluriannuel au deuxième trimestre, assurément renforcée, à court terme, par la vaste relance budgétaire, alors que le marché du travail, robuste, affichait un taux de chômage au plus bas depuis 2000 et que l'inflation sous-jacente atteignait l'objectif de la Fed. Celle-ci a, en conséquence, relevé la fourchette cible des taux des fonds fédéraux de 25 points de base en juin, et poursuivi l'allègement de son bilan au rythme qu'elle avait annoncé.

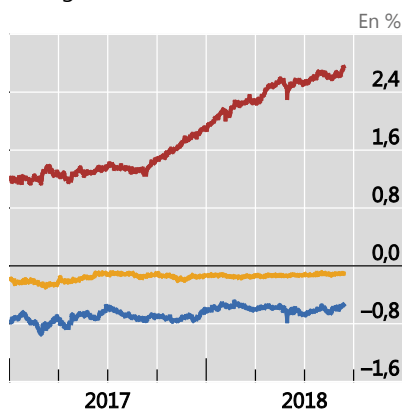
Dans les deux autres grandes régions monétaires, les banques centrales ont maintenu leurs politiques accommodantes. La BCE a annoncé qu'elle comptait mettre fin à son programme d'achats d'actifs d'ici la fin 2018, tout en indiquant que les taux d'intérêt resteraient bas durant une période prolongée. De son côté, la Banque du Japon, fidèle à sa politique de maîtrise de la courbe des rendements, a réaffirmé son objectif d'un rendement de 0 % pour les obligations d'État de référence à 10 ans, même si elle a élargi de 10 points de base à 20 points de base la fourchette de fluctuation. La banque centrale nipponne a également fourni une orientation prospective, faisant part de son intention de maintenir aux faibles niveaux actuels les taux d'intérêt à court et long terme et ce, durant une période prolongée.

La prime de terme a continué de diminuer aux États-Unis. Les rendements à court terme ont encore augmenté, mais plus lentement qu'en début d'année (graphique 2, cadre de gauche). Sur la partie longue, le rendement à 10 ans a fluctué juste en dessous des 3 % durant l'essentiel de la période sous revue, contenu en partie par la fuite vers la sécurité liée aux tensions dans les EME. À la mi-septembre, l'écart entre les instruments à 10 ans et à 2 ans n'était plus que de 25 points de base, soit un niveau à peu près identique qu'au Japon, et inférieur d'environ 70 points de base à l'écart entre les Bunds allemands (graphique 2, cadre central). La compression a concerné la majeure partie de la structure des échéances : les rendements de toutes les échéances comprises entre 2 et 30 ans se sont maintenus dans une fourchette de 50 points de base les uns par rapport aux autres (graphique 2, cadre de droite). La faiblesse de la prime de terme a contribué à la persistance de faibles rendements à long terme¹.

La courbe des rendements américaine s'aplatit encore, du fait en partie de la fuite vers la sécurité¹

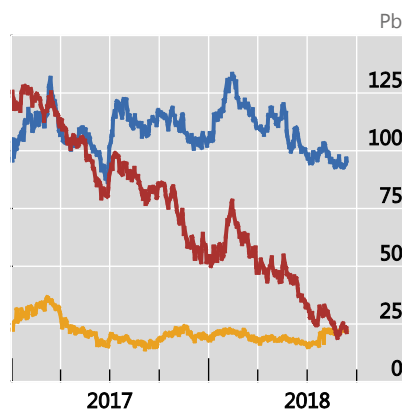
Graphique 2

Les rendements à court terme divergent



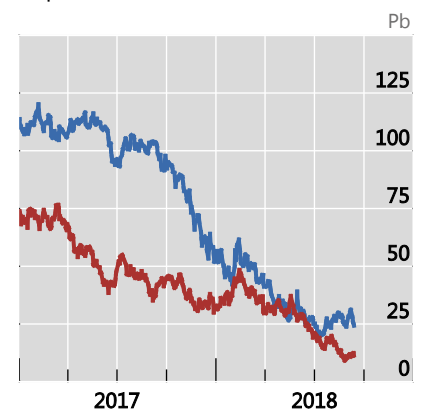
2 ans: — US — DE — JP

Les écarts de rendement à long terme diminuent aux États-Unis...



Écarts 10 ans-2 ans: — US — DE — JP

... Et la courbe des rendements s'aplatit



Écarts aux États-Unis: — 5 ans-2 ans — 30 ans-5 ans

¹ Sur la base des rendements des obligations d'État.

Sources : Bloomberg ; et calculs BRI.

¹ Voir B. Cohen, P. Hördahl et D. Xia, "Term premia: models and some stylised facts", *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2018.

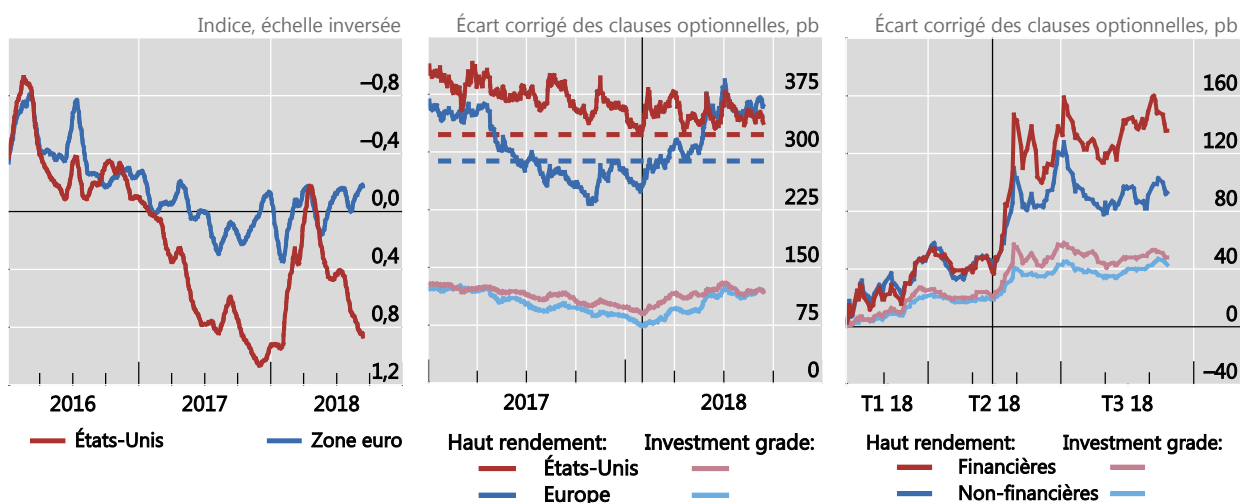
Les conditions financières divergent tandis que les primes de risque augmentent encore en Europe

Graphique 3

Conditions financières¹

Écart sur obligations d'entreprise

Évolution des écarts sur obligations d'entreprise en EUR depuis le 2 février 2018



La ligne verticale dans le cadre central représente le 2 février 2018 (le rapport américain sur l'emploi entraîne des turbulences sur les marchés) ; la ligne verticale dans le cadre de droite représente le 15 mai 2018 (fuite de l'accord préliminaire de coalition en Italie).

Les lignes en pointillés dans le cadre central représentent les moyennes arithmétiques sur la période allant de juin 2007 à juin 2007.

¹ Indice Bloomberg des conditions financières ; moyenne mobile sur 22 jours ouvrés ; une valeur positive (négative) signale un assouplissement (un durcissement) des conditions financières par rapport aux normes de l'avant-crise.

Sources : Banque de Réserve fédérale de Saint Louis (FRED) ; Bloomberg ; indices ICE BofAML ; calculs BRI.

Aux États-Unis, dans l'ensemble, les conditions financières se sont encore assouplies ou sont restées stables. Les mesures globales des conditions financières avaient signalé un assouplissement depuis avril, après un bref durcissement en février lié au pic de volatilité des marchés d'actions. Cet assouplissement a ralenti en juin avant de reprendre en juillet, alors que les tensions commerciales connaissent une nouvelle escalade. L'indice Bloomberg des conditions financières frôlait, à la fin de la période sous revue, les creux de l'après-GFC atteints fin 2017 (graphique 3, cadre de gauche). Cependant, les primes de risque des obligations d'entreprise américaines de catégorie « investment grade » sont restées essentiellement stables, mettant fin au léger élargissement qui avait suivi les turbulences sur les marchés en février. Aux États-Unis, les primes de risque des obligations d'entreprise à haut rendement, bien que volatiles, sont restées proches de leurs moyennes de l'après-GFC (graphique 3, cadre central). Ces primes sont par ailleurs demeurées bien inférieures à leur moyenne de long terme (1997), et proches des niveaux très réduits qu'elles affichaient avant la GFC. En d'autres termes, le niveau élevé de la prise de risque n'a guère diminué d'intensité². Dans le même registre, le recours à l'effet de levier est resté dynamique, tiré par la quête de rendement toujours en cours, les investisseurs optant en masse pour les instruments à taux variables, de crainte sans doute de nouvelles

² Voir C. Borio, « Macprudential frameworks: experience, prospects and a way forward », discours prononcé à l'occasion de l'Assemblée générale annuelle de la BRI, Bâle, 24 juin 2018.

hausse des rendements obligataires et donc, de nouvelles pertes en capital – une perspective que la mise en œuvre de la vaste relance budgétaire si tard en phase d'expansion a rendue d'autant plus probable (encadré A).

En Europe, les indicateurs similaires en termes de conditions financières sont restés inchangés pour l'essentiel, proches d'un niveau neutre (graphique 3, cadre de gauche). Néanmoins, les primes de risque des obligations d'entreprise ont dépassé le haut plateau observé après leur bond de la mi-mai. Dans l'ensemble, les primes de risque des obligations d'entreprise européennes de catégorie « investment grade » ont pleinement rattrapé le niveau des primes équivalentes aux États-Unis (graphique 3, cadre central). Les primes de risque des obligations d'entreprise européennes à haut rendement ont continué leur progression au-delà de leur moyenne de l'après-GFC, dépassant même leurs équivalents aux États-Unis. Un facteur clé de cette évolution a été la hausse des coûts d'emprunts des établissements financiers (graphique 3, cadre de droite), notamment après les tensions politiques de la mi-mai en Italie et la crise de la livre turque début août (encadré B). Du mois de juin à la mi-septembre, les primes des entreprises financières européennes à haut rendement ont crû d'environ 30 points de base. En comparaison, les primes des entreprises non financières n'ont augmenté que de quelque 10 points de base. L'évolution a été beaucoup moins marquée dans la catégorie « investment grade », mais les primes de risque des entreprises financières sont restées supérieures, en Europe, à celles des entreprises non financières.

Le sentiment à l'égard des EME se dégrade nettement

Alors que les marchés des économies avancées affichaient dynamisme ou stabilité, le sentiment à l'égard des actifs émergents s'est nettement dégradé. Plusieurs facteurs ont joué un rôle. Le point commun a été le durcissement des conditions financières lié au retrait par la Réserve fédérale de sa politique monétaire accommodante. Le dollar a constitué le principal canal de transmission. Après une période de faiblesse prolongée qui avait duré toute l'année 2017, le dollar s'était redressé début février à la faveur d'un rapport meilleur que prévu sur le marché du travail américain, qui avait aussi affecté les marchés d'actions³. L'appréciation du billet vert a accéléré fin avril, les tensions commerciales internationales s'amplifiant. Elle a exercé des pressions sur les emprunteurs en dollar des EME, érodant également les rendements des actifs des EME en monnaie locale (actions incluses). En conséquence, les entrées de flux de portefeuille ont fortement décéléré, laissant même place à des sorties de capitaux dans certaines juridictions. La perception d'un ralentissement en Chine, que des perturbations commerciales ne pourraient qu'aggraver, a contribué à détériorer le sentiment à l'égard des marchés émergents en tant que classe d'actifs. En parallèle, les crises monétaires en Argentine et en Turquie, bien que dues pour l'essentiel à des facteurs internes, ont toutes deux reflété et conforté le changement d'humeur global des investisseurs. Les turbulences ont conduit ceux-ci à regarder de plus près les expositions des banques aux EME (encadré C).

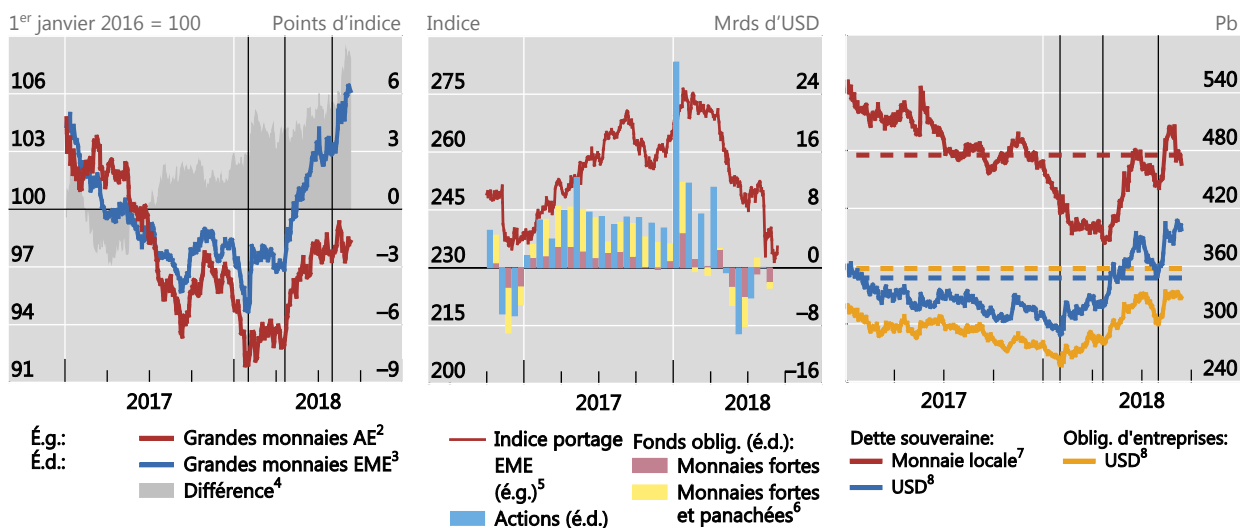
La dépréciation des monnaies des EME a continué durant la période sous revue. De juin à la mi-septembre, le dollar pondéré des échanges a gagné plus de 5 % face aux monnaies des principales EME, tout en se maintenant dans une fourchette face à

³ Voir « La volatilité est de retour », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2018.

Le dollar américain s'apprécie de nouveau face aux monnaies des EME¹

Inversion des flux vers les fonds EME

Augmentation des primes de risque des EME



Les lignes verticales dans les cadres de gauche et de droite représentent le 2 février 2018 (le rapport américain sur l'emploi entraîne des turbulences sur les marchés), le 20 avril 2018 (l'Argentine lance une vaste intervention pour soutenir le peso) et le 1er août 2018 (le gouvernement américain annonce des sanctions contre la Turquie).

Les lignes en pointillés dans le cadre de droite représentent les moyennes arithmétiques sur la période allant de janvier 2010 à décembre 2017.

¹ Indice du dollar pondéré des échanges, Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale; une hausse indique une appréciation. ² Principales monnaies, économies avancées (AUD, CAD, CHF, EUR, GBP, JPY et SEK). ³ Autres partenaires commerciaux importants (ARS, BRL, CLP, CNY, COP, HKD, IDR, ILS, INR, KRW, MXN, MYR, PHP, RUB, SAR, SGD, THB et VES). ⁴ Différence entre l'indice du dollar pondéré des échanges pour les autres partenaires commerciaux importants et les grandes monnaies. ⁵ Indice EM-8 Carry Trade, qui mesure le rendement total cumulé d'une position de portage détenue jusqu'à l'échéance (*buy-and-hold*) qui est longue en 8 monnaies des EME et intégralement financée par des positions courtes en dollar. ⁶ Les fonds en monnaies panachées investissent à la fois dans des obligations en monnaie locale et dans des obligations en monnaie forte. ⁷ Indice JPMorgan GBI, écart par rapport aux titres du Trésor américain à 7 ans. ⁸ Indice JPMorgan EMBI Global (dette souveraine) et indice CEMBI (obligations d'entreprise); écart de rendement (hors garanties).

Sources : Banque de Réserve fédérale de Saint Louis (FRED) ; Bloomberg ; EPFR ; JPMorgan Chase ; et calculs BRI.

celles des grandes économies avancées (graphique 4, cadre de gauche). La chute des monnaies émergentes a poursuivi la tendance qui avait débuté en février. Depuis lors, ces monnaies ont perdu environ 12 %, soit près de deux fois plus que celles des économies avancées.

Les seize mois consécutifs, sans précédent, d'augmentation des entrées de flux à destination des fonds d'investissement dédiés aux EME ont pris fin en mai (graphique 4, cadre central). Le ralentissement, qui avait en fait commencé en février s'agissant des fonds obligataires en monnaie forte, s'est ensuite étendu aux actions et aux obligations en monnaie locale sous l'effet de l'accélération de l'appréciation du dollar fin avril. Ceci a réduit les rendements des actifs détenus par les investisseurs en dollar. Les rendements inhabituellement élevés des opérations de portage sur les EME⁴ ont brutalement chuté à partir d'avril, descendant, en août, sous les faibles niveaux de novembre 2016 (graphique 4, cadre central).

⁴ Dans ce contexte, il s'agit d'une position détenue jusqu'à l'échéance (« buy-and-hold ») consistant à acquérir, au moyen d'un emprunt en dollar, un instrument versant un intérêt et libellé dans la monnaie d'une EME.

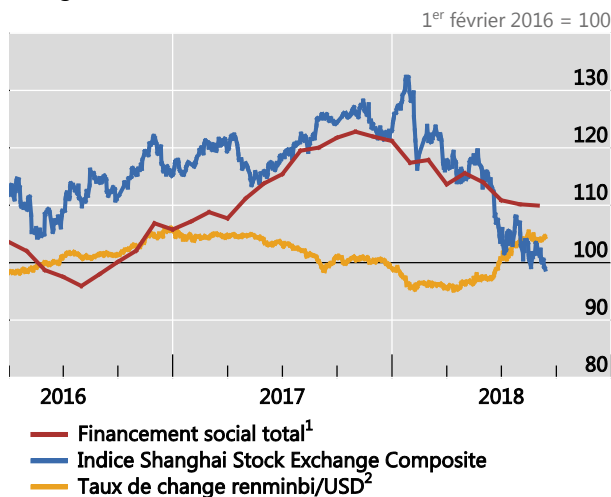
En cohérence avec la dynamique des taux de change, les écarts de rendement sur la dette souveraine émergente se sont encore élargis durant la période sous revue. Ces écarts avaient toutefois été sous pression durant la majeure partie de l'année. Les écarts sur les obligations d'État des EME libellées en dollar avaient augmenté d'environ 110 points de base depuis février (graphique 4, cadre de droite), s'établissant résolument au-dessus de leur moyenne de l'après-GFC en août. Les écarts de rendement des obligations d'État en monnaie locale ont continué à diminuer durant quelques semaines, atteignant un point de retournement fin avril. Après avoir marqué le pas en juin et en juillet, ils ont de nouveau bondi en août, sous l'effet des tensions en Turquie.

Dans ce contexte, les inquiétudes quant au ralentissement de l'activité économique en Chine ont renforcé le pessimisme des investisseurs. Sous l'effet des précédentes mesures prises par le gouvernement chinois pour enrayer les activités du système bancaire parallèle, le crédit à l'économie réelle avait commencé à régresser et les marchés d'actions, à reculer, à la fin de l'année dernière (graphique 5, cadre de gauche). Les indicateurs économiques de juillet se sont révélés décevants. Les tensions commerciales croissantes entre les États-Unis et la Chine ont pénalisé un peu plus encore les cours des actions, et pesé sur le renminbi : au sein d'un panier de monnaies d'économies émergentes et avancées, celui-ci a enregistré des dépréciations journalières inhabituellement élevées en réaction à l'actualité des relations commerciales (graphique 5, cadre de droite). Pour éviter un durcissement excessif des conditions financières, la Banque populaire de Chine (PBOC) a opté pour un nouvel assouplissement des conditions monétaires fin juin, et le gouvernement a dévoilé un paquet de mesures de relance budgétaire en juillet ; les deux initiatives ont permis une stabilisation des marchés.

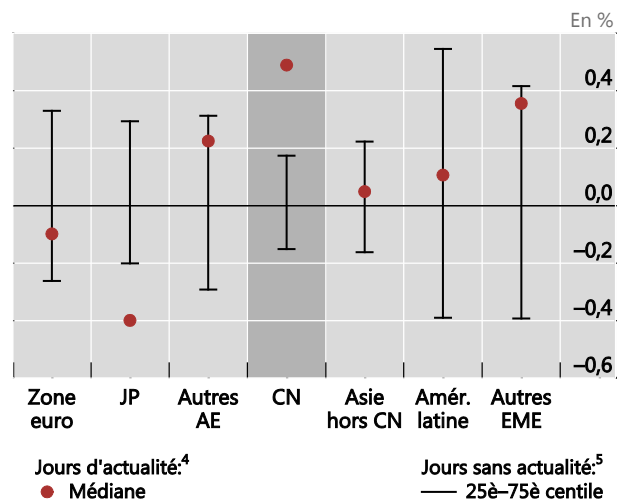
Ralentissement en Chine, les tensions commerciales s'ajoutant au désendettement

Graphique 5

Le désendettement chinois coïncide avec un affaiblissement du marché d'actions et du taux de change



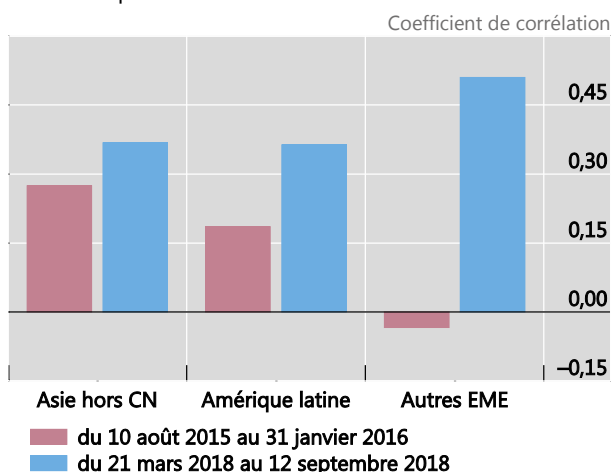
Le renminbi se déprécie les jours d'actualité négative³



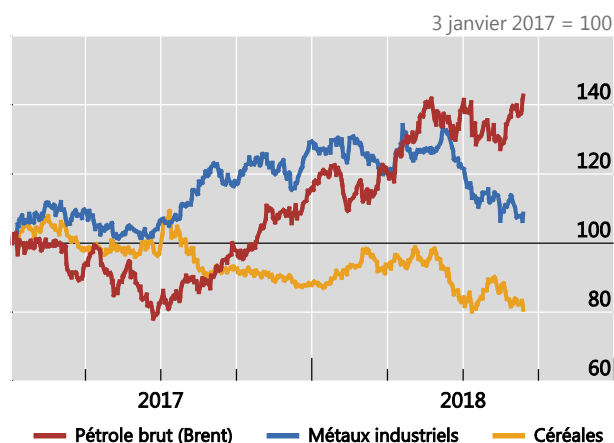
¹ Moyenne mobile sur 12 mois. ² Une augmentation indique une dépréciation de la monnaie par rapport au dollar. ³ Chiffres agrégés : moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA de 2017. Amérique latine hors AR ; EME hors TR. Une valeur positive signale une dépréciation de la monnaie du pays/de la région en question face au dollar. ⁴ Voir graphique 1, note 2. ⁵ Voir graphique 1, note 3.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; et calculs BRI.

Les monnaies des EME ont été plus sensibles au renminbi qu'en 2015¹



Coup de frein sur les prix des produits de base



¹ Corrélations entre l'évolution quotidienne des taux de change des monnaies locales et du renminbi face au dollar sur les périodes indiquées ; les agrégats s'appuient sur les médianes des pays de chaque région.

Sources : Bloomberg ; et calculs BRI.

Ces signaux d'alerte ont eu un impact particulièrement sensible sur les EME, en Asie notamment, ainsi que sur les marchés des produits de base. La sensibilité des monnaies émergentes aux fluctuations du renminbi durant cette période a été plus forte que durant la période de tensions qui avait suivi la dépréciation du renminbi en août 2015 (graphique 6, cadre de gauche). La perception d'un ralentissement économique a semblé contribuer à l'interruption de la reprise des cours du pétrole en avril, et a annoncé la forte baisse des cours des produits de base à partir de juin, notamment dans les métaux industriels et les céréales (graphique 6, cadre de droite).

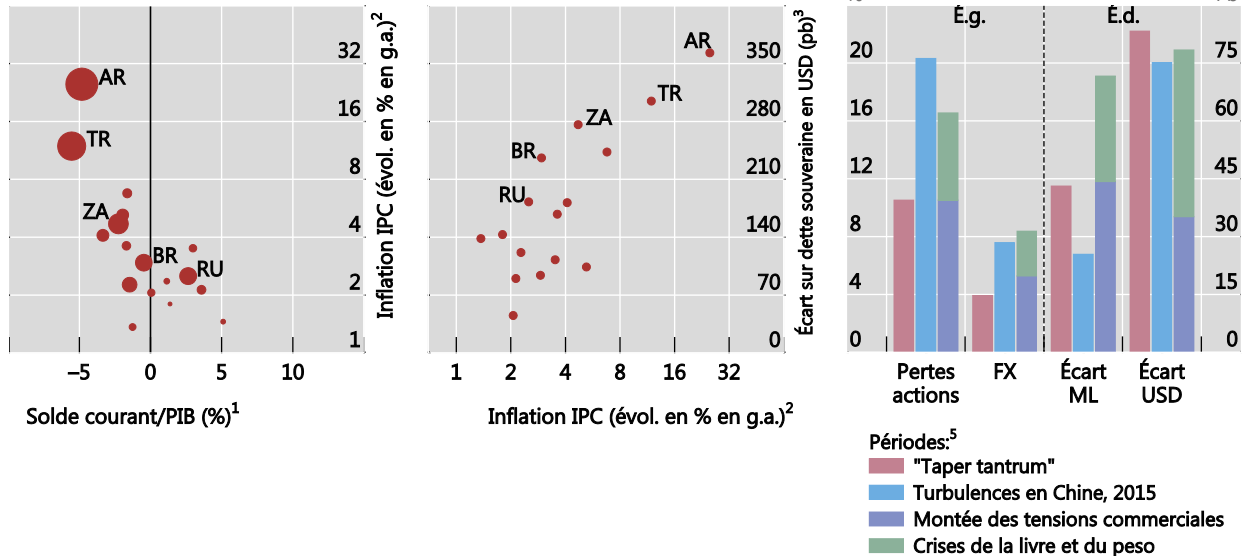
Cet environnement de plus en plus défavorable a amplifié les fragilités locales. Les crises monétaires qui ont eu lieu en parallèle en Argentine et en Turquie en sont l'illustration. Les deux pays étaient déjà en situation de fragilité depuis un certain temps. Ils accusaient constamment d'importants déficits courants et se servaient dans une large mesure de la dette en devises pour financer un déficit budgétaire considérable (dans le cas de l'Argentine) et un boom du crédit dans le secteur privé (en ce qui concerne la Turquie). En Turquie, les tensions politiques avec les États-Unis occupant le devant de la scène et l'indépendance de la banque centrale suscitant de plus en plus de doutes, la monnaie locale s'est effondrée début août. L'Argentine, de son côté, était sous pression depuis fin avril et la crise, qui s'était légèrement atténuée dans le sillage de l'accord de confirmation avec le FMI, s'est finalement embrasée fin août.

Si la contagion des fortes tensions sur ces marchés a été globalement contenue, ces deux crises concomitantes ont eu des conséquences sur d'autres EME. Ces effets ont été très différents selon les pays. Comme lors de précédents épisodes, le taux de change a constitué un bon baromètre des tensions. Les performances des monnaies ont semblé dépendre de la vulnérabilité perçue des pays. En particulier, les pays présentant une forte inflation et un déficit courant ont eu tendance à subir une dépréciation plus prononcée de leur monnaie (graphique 7, cadre de gauche). Les incertitudes politiques ont pu jouer un rôle, comme dans le cas du Brésil et de la

Les effets de contagion de la livre turque et du peso argentin reflètent les vulnérabilités macroéconomiques

Une forte inflation corrélée à des rendements élevés

Les tensions de 2018 dans les EME sont comparables aux épisodes précédents⁴



La taille de chaque cercle dans le cadre de gauche correspond à la dépréciation de la monnaie locale par rapport au dollar sur la période du 31 juillet au 12 septembre 2018.

¹ Données de 2017. ² En décembre 2017 ; échelle logarithmique. ³ JPMorgan EMBI, moyenne du T4 2017. ⁴ Actions = indice MSCI Emerging Markets, en dollar ; FX = dépréciation de change fondée sur l'indice du dollar pondéré des échanges, autres partenaires commerciaux importants ; écart ML = indice JPMorgan GBI, écart de rendement des obligations d'État en monnaie locale ; écart USD = indice JPMorgan EMBI, écart de rendement des obligations d'État en dollar. ⁵ Évolutions sur les périodes suivantes : « taper tantrum » = 22 mai-5 septembre 2013 ; dévaluation et ralentissement en Chine (turbulences de 2015) = 11 août 2015-28 janvier 2016 ; montée des tensions commerciales = 22 mars-31 juillet 2018 ; crises de la livre et du peso = 1er août-7 septembre 2018.

Sources : Banque de Réserve fédérale de Saint Louis (FRED) ; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; Bloomberg ; Datastream ; JPMorgan Chase ; données nationales ; et calculs BRI.

Russie, où la dépréciation des monnaies a paru disproportionnée par rapport au déficit courant et au taux d'inflation. L'accélération de l'inflation est allée de pair avec une augmentation des écarts de rendement sur la dette souveraine (graphique 7, cadre central). Par conséquent, les marchés émergents de la dette à haut rendement, c'est-à-dire ceux qui étaient perçus comme plus risqués initialement, ont subi des tensions accrues lorsque le sentiment s'est dégradé.

Les récents épisodes de tensions financières ont suivi une série de chocs sur les actifs des EME remontant au début des tensions commerciales, en mars. Pour la plupart des classes d'actifs, l'impact cumulé a dépassé celui qu'avaient eu les retombées du « taper tantrum » de 2013, et s'est approché de celui qu'avait produit la dévaluation du renminbi en août 2015 (graphique 7, cadre de droite)⁵. Pour

⁵ La fenêtre événementielle pour mesurer l'impact du « taper tantrum » s'échelonne du 22 mai 2013 (date de l'audition du président de la Fed devant le Congrès américain) jusqu'au 5 septembre 2013 (date à laquelle le rendement du bon du Trésor américain à 10 ans a atteint un sommet). La fenêtre événementielle pour mesurer l'impact de la dévaluation du renminbi et du ralentissement en Chine s'échelonne du 11 août 2015 (date de l'annonce par la PBOC de sa réforme du fixing journalier du renminbi) jusqu'au 28 janvier 2016 (date à laquelle l'indice Shanghai Composite a atteint un creux après la parution d'un indice PMI manufacturier Caixin décevant au 31 décembre 2015). Les résultats qualitatifs ne changent pas de manière significative en ce qui concerne les fenêtres alternatives comprises dans les 20 jours précédant et suivant les dates de fin de période.

autant, jusqu'à présent, les niveaux des écarts de rendement sur la dette souveraine sont généralement restés inférieurs à ceux observés lors de précédents épisodes de tensions. Ainsi, à la mi-septembre, l'indice des primes sur la dette souveraine en dollar des EME demeurerait inférieur à 415 points de base, soit son niveau d'avant l'épisode de dévaluation du renminbi en août 2015.

Les évolutions des marchés obligataires et des changes sur l'année ont aussi souligné la sensibilité persistante des EME à la vigueur du dollar. Les fortes dépréciations ont alimenté les inquiétudes en matière de risque de crédit et donc, ont conduit à un élargissement des primes sur les obligations libellées en dollar. Parallèlement, elles ont amplifié les pertes des investisseurs en dollar sur les instruments libellés en monnaie locale. Il en a résulté une hausse des rendements obligataires en monnaie locale, qui s'est avérée bien plus prononcée que lors de précédents épisodes de tensions sur les marchés (graphique 7, cadre de droite). La capacité des EME à émettre des obligations dans leur propre monnaie s'est nettement améliorée ces dernières années. Cependant, la vulnérabilité de la dette souveraine en monnaie locale aux variations brutales du dollar semble indiquer que les émissions en monnaie locale ne parviennent pas encore à véritablement protéger les conditions financières des EME contre les fluctuations de change.

Prêts à effet de levier : un retour en force risqué ?

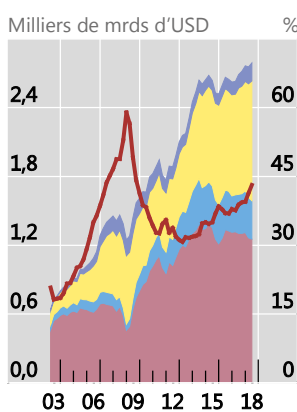
Tirupam Goel

Le financement à effet de levier, au moyen d'obligations à haut rendement et de prêts à effet de levier, a vu sa taille doubler depuis la Grande crise financière (GFC) (graphique A, premier cadre, zones ombrées). Véhicule de prise de risque pour les investisseurs, le financement à effet de levier se comporte de manière procyclique. Le marché du financement d'opérations à fort effet de levier avait prospéré aux États-Unis dans les années 1980, avant de s'effondrer durant la récession de début des années 1990. Il a de nouveau connu une croissance rapide au milieu des années 2000, avant de subir un coup d'arrêt durant la GFC. Les volumes de prêts à effet de levier sont particulièrement procycliques – ils ont crû plus rapidement que ceux des obligations à haut rendement dans la période précédant la GFC et durant la phase subséquente de politique monétaire ultra-accommodante (graphique A, premier cadre, ligne rouge). Cet encadré, qui porte sur le récent essor des prêts à effet de levier, analyse les facteurs sous-jacents de cette évolution, et évoque les fragilités que la normalisation des politiques monétaires pourrait mettre au jour.

La demande des investisseurs soutient les prêts à effet de levier par rapport aux obligations à haut rendement

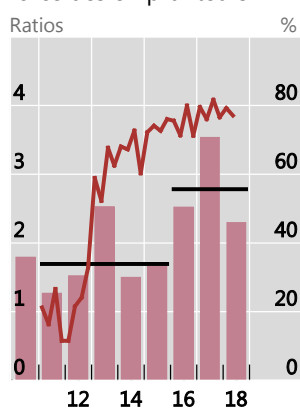
Graphique A

Les prêts gagnent du terrain, le financement à effet de levier augmentant¹



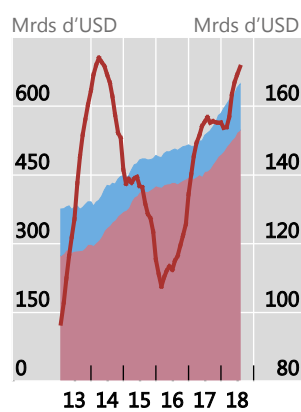
É.g.: Prêts lev. Europe
Prêts lev. US
Haut rend. Europe
Haut rend. US
Part des prêts lev.

Les prix des nouvelles émissions et les prêts à clauses peu contraignantes reflètent la position de force des emprunteurs²



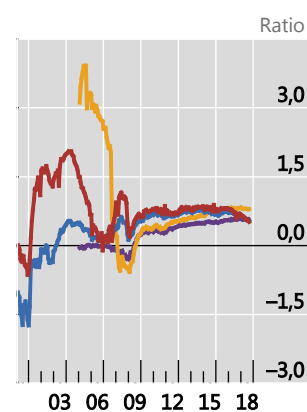
É.g.: Ratio des ajustements³
Ratio moyen sur période
"Covenant-lite"

Obligations adossées à des prêts (CLO) et fonds de prêts favorisent la demande⁴



Actifs sous gestion:
É.g.: CLO Europe
CLO US
Fonds de prêts

Les ratios de Sharpe des prêts et des obligations se rapprochent⁵



— US S&P/LSTA LLI
— Indice oblig. HY US
— Europe S&P LLI
— Indice oblig. HY Europe

¹ Pour les prêts à effet de levier institutionnels, les encours se fondent sur l'indice des prêts à effet de levier S&P/LSTA (LLI) pour les États-Unis, et sur l'indice S&P européens des prêts à effet de levier pour l'Europe, où LSTA = Loan Syndications and Trading Association ; pour les obligations à haut rendement, les encours se fondent sur l'indice ICE BofAML du haut rendement en dollar pour les États-Unis, et sur l'indice ICE BofAML du haut rendement en euro pour l'Europe. ² Sur la base des opérations sur le marché américain. ³ Ratio annuel, sauf pour 2018, où le ratio se fonde sur les inflexions jusqu'en août 2018. « Covenant-lite » = clauses peu contraignantes. ⁴ Les « CLO US » couvrent les émissions en dollar et les « CLO Europe », les émissions en euro ; les « fonds de prêts » incluent les fonds indiciels cotés et couvrent les fonds domiciliés aux États-Unis et en Europe. ⁵ Pour chaque indice, le ratio de Sharpe se calcule comme le rapport du surcroît de rendement annualisé de l'indice aux rendements des obligations d'État à trois mois (pour les États-Unis, sur la base des rendements des bons du Trésor ; pour l'Europe, sur la base de la courbe au comptant des rendements des obligations d'État de la zone euro notées AAA), divisé par l'écart-type annualisé des rendements indiciels.

Sources : BCE ; indices ICE BofAML ; Lipper ; Thomson Reuters Loan Pricing Corporation ; et calculs BRI.

La demande des investisseurs constitue un important facteur de la croissance récente des prêts à effet de levier. De fait, les investisseurs restent disposés à accepter une moindre protection contre la dégradation de la capacité de remboursement des emprunteurs. Plus précisément, les prêts à clauses peu contraignantes ont atteint fin 2017 leur niveau le plus élevé depuis la GFC (graphique A, deuxième cadre), tandis que le nombre moyen de clauses par prêts qui en sont assortis a décliné de 25 %. Le fait que les investisseurs ne soient pas nécessairement rémunérés en contrepartie de ce risque transparaît dans l'évolution des ajustements de prix (« flex ») face aux écarts des nouvelles émissions réalisées par les arrangeurs de prêts afin d'équilibrer le marché primaire. Le ratio rapportant les ajustements à la baisse aux ajustements à la hausse a fortement augmenté ces dernières années, les emprunteurs tirant parti d'écarts plus étroits (graphique A, deuxième cadre). En outre, la forte demande de prêts à effet de levier de la part des investisseurs a soutenu le refinancement. Aux États-Unis par exemple, le refinancement de la dette a compté pour 60 % des prêts à effet de levier institutionnels émis depuis 2015. Cette part a augmenté au premier semestre 2018. Cette évolution est cohérente avec la quête de rendement des investisseurs dans un environnement de faibles taux d'intérêt. La perspective récente de hausses (continues) des taux d'intérêt a accru l'attrait relatif des prêts à effet de levier, qui (contrairement à la plupart des obligations à haut rendement) offrent un rendement indexé sur le taux interbancaire^①.

Les évolutions sur le marché des titrisations ont aussi contribué à la croissance des prêts à effet de levier. Il est plus facile pour les banques à l'origine des prêts de les titriser et de les vendre, comme le montrent les investissements croissants dans les prêts au moyen de structures titrisées telles que les obligations adossées à des prêts (*collateralised loan obligations*, CLO), notamment au cours des deux dernières années (graphique A, troisième cadre). À la différence de la période précédant la GFC, les banques ne conservent plus une grande part de ces titrisations au travers de véhicules hors bilan. De fait, les règles de l'après-GFC en matière de rétention des risques exigent des banques qu'elles ne conservent dans leur bilan qu'une faible portion des titrisations émises. Dans le cas des gérants de fonds de CLO sur le marché libre aux États-Unis auxquels ces règles s'appliquaient initialement, une décision de justice de février 2018 a annulé cette exigence, soutenant davantage encore la demande de prêts. La demande est également tirée par la solide croissance des fonds communs de placement dans des prêts depuis 2016 (graphique A, troisième cadre). Conséquence de ces évolutions, la substituabilité entre les prêts à effet de levier et les obligations à haut rendement s'est accrue du point de vue des investisseurs, d'où la convergence de leurs caractéristiques en termes de risque/rendement (graphique A, quatrième cadre).

La disposition des banques à prêter, et les incitations en ce sens, ont pu également être encouragées par certains facteurs. Il semble qu'il soit plus facile pour les banques d'arranger des prêts à effet de levier aux États-Unis depuis les récents changements d'approche en termes de respect des recommandations sur ce type de prêts^②. Plus généralement, le marché de la dette à effet de levier a bénéficié d'un contexte macroéconomique favorable et du dynamisme des marchés d'actions. Les restructurations d'entreprise (fusions, acquisitions, rachats avec effet de levier) ont compté pour près de 40 % des émissions institutionnelles de prêts à effet de levier depuis 2015.

Néanmoins, le cycle économique arrivant à maturité, les investisseurs pourraient commencer à accuser des pertes. Le taux de défaut des prêts à effet de levier institutionnels aux États-Unis est passé d'environ 2 % mi-2017 à 2,5 % en juin 2018. À l'avenir, sous l'effet de la normalisation des politiques monétaires, les taux variables des prêts à effet de levier pourraient entraîner des défauts en détériorant les ratios de couverture de la dette des emprunteurs (qui rapportent le résultat net d'exploitation aux coûts du service de la dette)^③. Malgré la solidité des bénéfices des entreprises ces dernières années, les acteurs du marché ont commencé à déclarer des ratios de couverture plus faibles. Les taux de recouvrement lors du prochain retournement conjoncturel pourraient eux-mêmes être inférieurs, le coussin des prêts à effet de levier (à savoir, le niveau de dette subordonnée non garantie absorbant les pertes avant les prêts de premier rang en cas de défaut) ayant diminué.

Les risques de financement et de liquidité de marché suscitent également des inquiétudes. D'abord, la concentration d'emprunteurs notés BBB s'est accrue, ce qui signifie qu'en cas de retournement conjoncturel, un abaissement de certains d'entre eux à BB ou en dessous (soit en catégorie spéculative) conduirait une partie des investisseurs à renoncer à cette dette^④. La non-liquidité relative des marchés de prêts à effet de levier pourrait exacerber l'impact qui en résulterait sur les prix. Ensuite, comme les fonds communs de placement sont un acheteur majeur, les pertes au prix du marché pourraient entraîner des rachats de parts, des ventes à prix cassés et de nouvelles baisses des prix. Cette dynamique pourrait affecter non seulement les investisseurs détenant ces prêts, mais aussi l'économie au sens large sous l'effet du blocage des flux de fonds vers le marché de la dette à effet de levier.

① Le taux d'intérêt sur la plupart des prêts est régulièrement réinitialisé selon un écart par rapport à un taux de référence (Libor ou équivalent). Voir www.leveragedloan.com/primer/, S&P Global Market Intelligence. ② En mars 2013, les agences bancaires fédérales aux États-Unis ont publié des recommandations sur les prêts à effet de levier (*Leveraged Lending Guidance*, LLG), fixant des limites aux paramètres comme le ratio d'endettement par rapport au revenu et l'échéance. En octobre 2017, aux États-Unis, le *Government Accountability Office* a établi que ces recommandations sont soumises aux exigences d'une loi (*Congressional Review Act*) qui implique qu'en principe, elles peuvent être renversées par le Congrès. Voir www.gao.gov/products/B-329272#mt=e-report. Début 2018, de hauts responsables de certaines agences bancaires américaines ont fait part de plus grands accommodements en ce qui concerne les prêts à effet de levier. En septembre 2018, les agences bancaires américaines ont publié un communiqué commun clarifiant le rôle non contraignant des recommandations prudentielles – rôle distinct de celui de la loi ou de la réglementation. Voir www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases.htm. ③ Voir B. Hofmann et G. Peersman, « *Is there a debt service channel of monetary transmission?* », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2017. ④ Concernant l'augmentation de la concentration d'emprunteurs notés BBB, voir « *Solidité des perspectives économiques et inflation faible encouragent la prise de risque* », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2017.

Tensions sur les actifs souverains et bancaires dans la zone euro

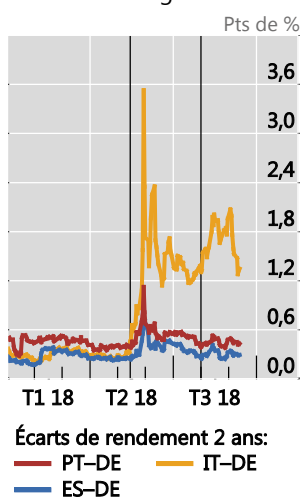
Fernando Avalos et Dora Xia

Durant les deuxième et troisième trimestres 2018, les tensions commerciales internationales, la situation politique et les effets de contagion produits par les difficultés des EME ont pesé sur les valorisations des actifs dans la zone euro. Les marchés ont été particulièrement attentifs à la situation politique en Italie et à la crise en Turquie, ainsi qu'aux tensions commerciales avec les États-Unis.

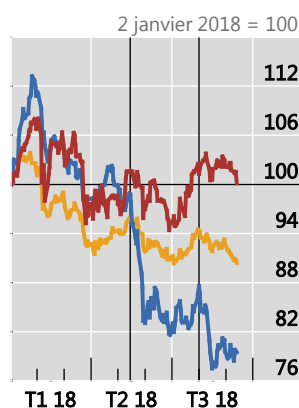
Augmentation des tensions dans la zone euro

Graphique B

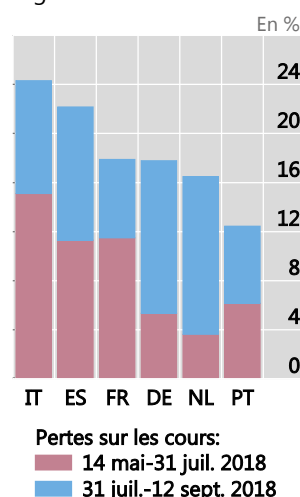
Les écarts de rendement sur la dette souveraine italienne s'élargissent



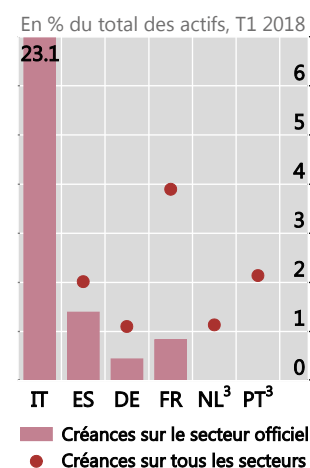
Les cours des actions bancaires divergent dans les économies avancées



Les cours des actions bancaires européennes régressent



Créances des banques sur des résidents italiens²



Les lignes verticales dans le premier et le deuxième cadres représentent le 15 mai 2018 (fuite de l'accord préliminaire de coalition en Italie) et le 1^{er} août 2018 (le gouvernement américain annonce des sanctions américaines contre la Turquie).

¹ Moyenne pondérée de AU, CA, CH, DK, GB, JP, NO et SE, fondée sur la capitalisation boursière. ² Sur la base du risque ultime, hors instruments dérivés et autres expositions potentielles. ³ À la demande des pays déclarants respectifs, les créances sur le secteur officiel italien des banques néerlandaises et portugaises ne sont pas divulguées, pour des raisons de confidentialité.

Sources : Bloomberg; Datastream; IHS Markit; statistiques bancaires consolidées BRI; et calculs BRI.

La dette souveraine italienne a récemment connu une série d'épisodes idiosyncrasiques de tensions. Ainsi, à la suite des récents événements en Turquie, le rendement de l'obligation d'État italienne à deux ans a beaucoup plus augmenté, par rapport à l'obligation allemande de même échéance, que ceux des autres pays de la zone euro (graphique B, premier cadre). Cependant, la situation politique avait déjà conduit à un élargissement sensible de l'écart entre les titres italien et allemand. Cet élargissement avait commencé à la mi-mai, avec la fuite de la première version du programme de gouvernement de coalition. Le 29 mai, après la nomination d'un premier ministre par intérim, l'écart avait augmenté de près de 200 points de base et atteint des niveaux inédits depuis août 2012. Bien que cette augmentation ait dépassé les variations journalières qui avaient pu être observées durant la crise de la dette souveraine européenne, le *niveau* de l'écart de rendement lui-même est resté inférieur à ce qu'il avait été pendant la crise. Son élargissement a semblé refléter les inquiétudes des investisseurs quant aux incertitudes politiques futures, notamment en ce qui concerne la politique budgétaire du nouveau gouvernement.

L'association des tensions sur les marchés de la dette souveraine italienne et de la crise monétaire en Turquie a exercé de fortes pressions sur les banques de la zone euro. Leurs cours ont très nettement sous-performé ceux de leurs pairs dans les autres économies avancées. Un indice agrégé suivant les cours des valeurs bancaires de la zone euro a chuté de près de 20 % entre la mi-mai et la mi-septembre (graphique B, deuxième cadre). En comparaison, les valeurs bancaires ont stagné aux États-Unis, et accusé des pertes beaucoup plus modérées dans les autres économies avancées. La divergence de performance entre les valeurs bancaires de la zone euro et celles des États-Unis avait commencé en mai, avec la montée des incertitudes politiques en Italie. Les valeurs bancaires de la zone euro avaient stagné durant plusieurs semaines par la suite, avant que la crise de la livre turque ne les entraîne de nouveau fortement à la baisse.

La perte de terrain a sensiblement varié selon les pays. De la mi-mai à la fin juillet, les pertes des valeurs bancaires ont été plus prononcées en France, en Espagne et en Italie (graphique B, bâtons rouges dans le troisième cadre), en raison, pour partie, des expositions directes et indirectes au gouvernement italien et à d'autres emprunteurs (quatrième cadre). Le canal de transmission direct pourrait fonctionner au travers de larges pertes au prix du marché sur les détentions d'obligations d'État et d'autres actifs, ce qui affaiblirait les fonds propres des banques. Les canaux indirects potentiels incluent un durcissement des conditions de financement, du fait de la hausse des primes de risque sur les banques italiennes et d'autres grandes banques de la zone euro.

Les effets de contagion résultant des tensions financières en Turquie ont renforcé ces inquiétudes, les banques de la zone euro étant généralement perçues comme fortement exposées aux emprunteurs turcs. Dans une certaine mesure, la correction résultant des turbulences sur le marché turc a eu un impact plus important sur les banques qui étaient très exposées aux emprunteurs turcs (graphique B, bâtons bleus dans le troisième cadre). Cependant, les pertes n'ont pas toujours été proportionnelles à la taille des expositions. En fait, les risques sous-jacents résultant des expositions géographiques des banques sont difficiles à évaluer, car de nombreux facteurs influencent la manière dont les banques réagissent aux événements négatifs (encadré C). Les pertes de valorisation des actions ont pu en outre refléter l'évaluation, par les investisseurs, de la résilience prospective des banques à de grands chocs futurs, ainsi qu'à d'autres évolutions géographiques et sectorielles spécifiques. Par exemple, les banques allemandes ont pâti plus généralement de leur sous-performance en termes de bénéfices, et les banques italiennes étaient déjà perçues comme relativement fragiles.

Utiliser les statistiques bancaires consolidées de la BRI pour analyser les expositions au risque-pays

L'exemple de l'exposition des banques à la Turquie

Stefan Avdjiev et Philip Wooldridge

Les statistiques bancaires consolidées (CBS) de la BRI constituent un bon point de départ pour l'analyse de l'exposition des banques au risque-pays, c'est-à-dire au risque que les emprunteurs puissent ne pas être aptes ou disposés à honorer leurs engagements étrangers pour des raisons économiques ou politiques spécifiques au pays, au-delà des facteurs habituels propres à la contrepartie. Néanmoins, les CBS ne fournissent qu'une partie des informations nécessaires à une analyse complète de ces expositions. Dans cet encadré, nous récapitulons ce que les CBS révèlent et ne révèlent pas de ces expositions, en prenant l'exemple des données publiées sur la Turquie dans le [tableau B4](#) sur le site internet de la BRI^①.

Les CBS fournissent des informations sur la composition géographique et sectorielle des actifs des banques sur une base mondiale consolidée. Elles reflètent notamment l'encours des créances et d'autres expositions de groupes bancaires ayant leur siège dans 31 pays déclarants, sur des contreparties situées dans plus de 200 pays emprunteurs ; elles excluent les positions intragroupe mais incluent les activités des filiales bancaires étrangères qui sont détenues à majorité, ou contrôlées d'une autre manière, par le groupe^②.

Fin mars 2018, l'encours des prêts, détentions de titres et autres créances des banques étrangères envers des résidents de la Turquie atteignait 223 milliards de dollars (graphique C, cadre de gauche). Plus de la moitié de ces créances (135 milliards de dollars) portaient sur des emprunteurs du secteur privé non bancaire – l'essentiel concernait des ménages et des entreprises non financières, un plus petit montant portant sur des établissements financiers non bancaires. Les créances sur les banques représentaient 50 milliards de dollars, le reste (38 milliards de dollars) étant composé de créances sur le secteur officiel (État et banque centrale). Outre ces créances, les banques étrangères étaient exposées à la Turquie de trois autres manières : au travers de contrats dérivés ayant des contreparties en Turquie, et dont la valeur de marché positive s'établissait à 4 milliards de dollars fin mars 2018 ; au travers de la vente de protections contre le risque de crédit d'entités en Turquie, et d'autres garanties fournies (53 milliards de dollars) ; enfin, au travers de leur encours d'engagements de crédit envers des emprunteurs résidents (22 milliards de dollars).

Dans l'évaluation de la vulnérabilité des banques au risque-pays, la taille absolue des expositions est moins pertinente que la taille relative – par exemple en proportion du total des fonds propres, ou des fonds propres Tier 1. De fait, les banques affichant les plus grandes expositions en termes absolus à un pays ne sont souvent pas celles qui sont les plus exposées relativement à leurs fonds propres. Ainsi, fin mars 2018, les créances des banques belges sur la Turquie (moins de 1 milliard de dollars) étaient bien inférieures à celles des banques allemandes (près de 13 milliards de dollars) ; rapportées à leurs fonds propres, les expositions des deux systèmes bancaires étaient cependant similaires (2,3 % et 2,4 % respectivement).

Même en termes relatifs, les données CBS ne fournissent qu'une indication approximative des banques les plus vulnérables au risque-pays, en raison du degré élevé d'agrégation et du caractère incomplet des informations. Les données CBS additionnent les expositions de tous les groupes bancaires ayant leur siège dans le pays déclarant et, par conséquent, pourraient masquer de grandes différences entre les banques. En outre, elles agrègent divers types d'expositions (prêts, garanties) qui peuvent présenter des caractéristiques de risque très différentes. Par ailleurs, les expositions en cours de certaines banques pourraient être plus proches de leur valeur de marché que celles d'autres banques, selon les pratiques comptables et la part du portefeuille investie dans des actifs dont la juste valeur est fiable. Enfin, ces données excluent les provisions que les banques pourraient avoir prises en vue de pertes potentielles.

Les informations relatives aux modèles stratégiques des banques sont elles aussi utiles pour comprendre comment les banques pourraient réagir à des événements défavorables dans un pays. Un facteur particulièrement important est la structure de leur activité à l'étranger. Certaines banques exercent leurs activités internationales essentiellement sur une base transfrontière, à partir de leur pays d'origine ou de centres financiers. D'autres sont des multinationales disposant de filiales étrangères dans lesquelles elles investissent un montant spécifique de capitaux, et qui financent leurs actifs au moyen d'emprunts locaux. Les CBS n'établissent pas de distinction entre ces différents

modèles opérationnels. Une banque multinationale pourrait toutefois choisir de vendre une filiale, voire de la laisser faire faillite, dépréciant les fonds propres investis dans la filiale. Le cas échéant, l'exposition de la banque se limiterait à sa participation aux fonds propres de ladite filiale, et à tout autre financement intragroupe et toute garantie consentis à celle-ci. Ce montant devrait être sensiblement inférieur aux actifs de la filiale inclus dans la mesure des expositions fournie par les CBS.

Qu'une banque décide de saisir l'occasion de réduire son exposition à sa filiale dépend de son évaluation des bénéfices et des coûts y afférents. Cette décision est donc fonction de multiples facteurs, tels que le montant des financements et garanties intragroupe consentis à la filiale ; la structure de propriété (la filiale est-elle détenue à 100 % par la banque ou bien s'agit-il d'une coentreprise) ; la santé financière globale du groupe ; les risques de réputation encourus par d'autres parties du groupe ; le cadre réglementaire (par exemple, régime de résolution à point d'entrée unique ou multiple) ; le contexte général dans lequel les pertes surviennent ; et la perspective que le pays concerné se remette de sa période d'incertitudes économiques ou politiques.

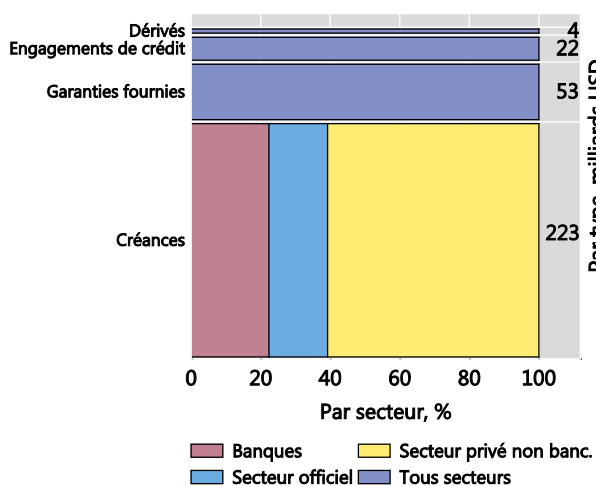
Les données CBS fournissent des informations, certes imparfaites, sur l'importance des filiales en distinguant entre les créances transfrontières et les créances locales. Les créances locales sont enregistrées par des filiales et succursales sises dans le même pays que la contrepartie. Elles peuvent elles-mêmes être séparées entre créances libellées en monnaie locale et créances en devises. Dans les données CBS sur la base de la contrepartie directe, les créances locales en monnaie locale sont publiées séparément, mais les créances en devises sont publiées conjointement avec les créances transfrontières en tant que créances « internationales ». En Turquie, les créances locales libellées en livre turque (TRY) s'élevaient à 82 milliards de dollars à la fin mars 2018. Les créances locales en devises représentaient par ailleurs une part importante des 164 milliards de dollars de créances internationales. En conséquence, les créances locales toutes monnaies confondues comptaient pour plus de 50 % de l'ensemble des créances totales des banques étrangères sur le pays.

Expositions des banques étrangères à la Turquie

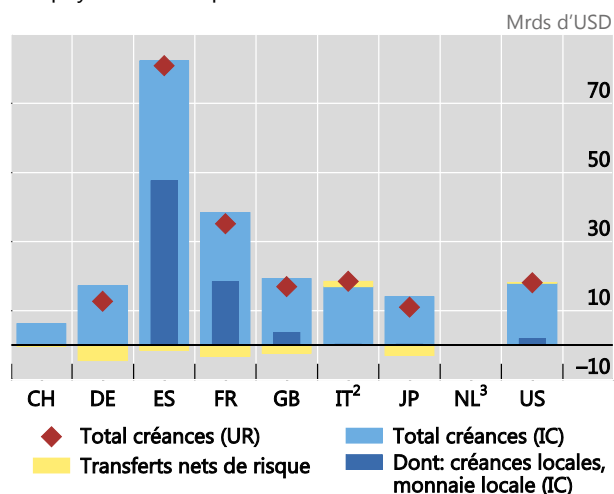
Encours des expositions consolidées à la fin mars 2018

Graphique C

Total par catégorie et par secteur de la contrepartie¹



Par pays de la banque déclarante CBS



IC = sur la base de la contrepartie directe ; UR = sur la base du risque ultime

¹ CBS sur la base du risque ultime. L'épaisseur de chaque bâton est proportionnelle à la taille relative de la catégorie d'exposition concernée. ² Les CBS rapportées par les banques italiennes ne reflètent pas totalement certains actifs de coentreprises. ³ À la demande du pays déclarant, les CBS rapportées par les banques néerlandaises ne sont pas divulguées, pour des raisons de confidentialité.

Sources : statistiques bancaires consolidées de la BRI (LBS), [tableau B.4](#).

Les CBS publiées montrent que les banques espagnoles et françaises détenaient la majeure partie des créances locales en TRY, à hauteur de 48 et 18 milliards de dollars respectivement, fin mars 2018 (graphique C, cadre de droite). Une large part des créances internationales de ces banques sont également des créances locales, libellées en devises. Les banques italiennes et néerlandaises sont elles aussi exposées au travers de filiales locales, mais les CBS publiées ne reflètent pas de manière adéquate ces expositions^③. Les données de l'Autorité bancaire européenne montrent que les expositions totales des banques italiennes à la Turquie, y compris les garanties et engagements de crédit, dépassaient 67 milliards de dollars, et celles des banques néerlandaises, 34 milliards de dollars, à la fin juin 2017. En dollar en particulier, les expositions des banques ayant des filiales turques ont nettement baissé mi-2018, en raison de la forte dépréciation de la livre turque et, par conséquent, de la baisse de valeur en dollar de leurs créances en livre.

Une autre manière pour les banques de réduire leur exposition à un pays donné consiste à utiliser des instruments de transfert du risque de crédit d'une contrepartie à une autre. Un exemple courant est l'achat de contrats dérivés sur défaut en guise de protection contre le risque de crédit. Les CBS sur la base du risque ultime (*ultimate risk*, UR) tiennent compte du recours par les banques à ce type de transferts et fournissent donc une mesure de l'exposition des banques qui complète les créances au bilan reflétées par les CBS sur la base de la contrepartie directe (*immediate counterparty*, IC).

Les banques tendent à recourir au transfert de risque pour couvrir leurs expositions transfrontières davantage que pour couvrir leurs expositions locales. Par conséquent, les transferts de risque-pays tendent à être proportionnellement plus élevés pour les banques exerçant avant tout des activités transfrontières que pour les banques multinationales passant par des filiales. Ainsi, à fin mars 2018, les créances IC des banques espagnoles sur la Turquie, qui étaient essentiellement comptabilisées par des filiales locales, n'étaient que de 2 % supérieures (soit 1 milliard de dollars) à leurs créances UR. En comparaison, les créances IC des banques britanniques, qui sont principalement des créances transfrontières, étaient de 14 % supérieures (soit 2 milliards de dollars) à leurs créances UR.

En résumé, les données CBS constituent un bon point de départ pour l'analyse des expositions des banques au risque-pays sur la base de paramètres simples. Cependant, une analyse plus complète requiert d'associer ces données aux informations sur les modèles opérationnels des banques, leur santé financière, leurs pratiques de consolidation et de comptabilité et leurs transferts de risque. De telles informations sont régulièrement communiquées par les autorités de contrôle et les banques elles-mêmes, dans leurs publications sur l'impact potentiel d'évolutions défavorables dans les pays emprunteurs et sur les réponses à ces évolutions.

① Pour des explications plus détaillées, voir « Statistiques bancaires BRI : leur éclairage (et ses limites) sur l'exposition des banques envers les divers pays et secteurs », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2011. ② Le périmètre de consolidation n'est pas harmonisé à travers les pays déclarants. Pour un résumé des différences, voir BRI, « Potential enhancements to the BIS international banking statistics », Annexe B, mars 2017. ③ Les CBS déclarées par les banques italiennes ne couvrent pas totalement les actifs de certaines coentreprises, tandis que les expositions des banques néerlandaises ne sont pas divulguées, pour des raisons de confidentialité.