



---

**Veillez noter que les opinions exprimées dans les études sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement celles de la BRI. Lorsque vous mentionnez ces études, nous vous remercions de citer les auteurs et non la BRI.**

## **Rapport trimestriel BRI, décembre 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 14 décembre 2018**

### **Claudio Borio**

Ce n'était ni le premier, ni le dernier, mais juste un nouvel à-coup sur le chemin étroit de la normalisation des politiques monétaires.

En octobre, les marchés financiers ont recommencé à subir des secousses. Cette fois-ci, ce sont les marchés américains qui ont été les plus malmenés, ceux-là mêmes qui avaient fait la course en tête durant le trimestre précédent, alors que les marchés des autres économies avancées se montraient hésitants et que ceux des économies de marché émergentes (EME) étaient en repli. Les marchés ont ensuite connu une phase d'accalmie précaire, avant d'être de nouveau confrontés à des turbulences début décembre.

Les secousses du mois d'octobre ont présenté toutes les caractéristiques d'une remontée soudaine (« snapback »), bien que relativement modérée, des rendements obligataires. Sous l'effet de la poussée de volatilité habituellement observée en pareil cas, les actions ont perdu toute l'avance gagnée depuis le début de l'année, tandis que les primes de terme se sont dilatées et que les taux d'intérêt nominaux et réels ont augmenté. De fait, le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a crû et s'est maintenu au-dessus du seuil psychologique des 3 %. Les écarts de rendement des obligations d'entreprise se sont élargis, en particulier sur le segment du haut rendement.

Les turbulences du début décembre, de leur côté, se sont davantage apparentées à une fuite vers la sécurité. Les cours des actions ont de nouveau chuté, aux États-Unis comme dans le reste du monde, mais les rendements obligataires ont cette fois-ci diminué, redescendant bien en dessous de la barre des 3 %. En arrière-plan, les écarts de rendement des obligations d'entreprise ont continué de croître.

Deux facteurs semblent avoir été à l'origine du réajustement des cours sur les marchés financiers : en dépit de publications de résultats de bonne facture, l'économie a envoyé des signaux contrastés et la perception de l'approche suivie par la Réserve fédérale a changé. Jusqu'alors, les investisseurs avaient tablé sur un resserrement lent, mais régulier, de la politique monétaire. Début décembre cependant, ils ont commencé à revoir à la baisse leurs attentes concernant le rythme de ce resserrement, en partie à la lumière de déclarations de responsables de la Fed, et se sont montrés plus préoccupés par les perspectives de croissance. Cette inquiétude a augmenté lorsque la courbe des rendements s'est aplatie, et inversée sur la partie courte, une évolution souvent considérée comme [annonciatrice d'une récession imminente](#). Autre point important, le flux et le reflux des craintes relatives aux tensions commerciales et aux incertitudes politiques ont aussi joué un rôle tout au long de la période. Or, les incertitudes entourant le processus sans précédent de normalisation des politiques monétaires accroissent incontestablement la sensibilité des marchés à ce type d'évolutions.



Les marchés financiers européens ont largement reflété les incertitudes politiques. Les craintes que le Royaume-Uni quitte l'Union européenne sans accord de sortie ont ébranlé les marchés britanniques et la livre sterling a perdu du terrain. Dans la zone euro, les tensions ont, une fois de plus, trouvé leur origine dans l'assombrissement des perspectives budgétaires de l'Italie, déjà en situation délicate, le gouvernement défiant la Commission européenne à ce sujet. Certes, les tensions sur les marchés n'ont pas atteint le même niveau qu'en mai. Cela n'a pas empêché les écarts des contrats dérivés sur défaut (CDS) de signaler un bond du risque de convertibilité ; par ailleurs, même s'ils ont été limités, des signes de contagion à d'autres marchés de la dette souveraine en périphérie de la zone euro ont bel et bien été observés. Ce n'est que plus tard dans la période sous revue que certains signes d'apaisement sont apparus, même si la situation restait fragile.

La faiblesse relative du secteur bancaire européen a de nouveau été mise en lumière. Les actions bancaires ont subi une baisse plus prononcée en Europe que dans les autres économies avancées. Les investisseurs sont manifestement restés inquiets à l'égard de ce secteur qui peine à améliorer une rentabilité sans éclat, qui est parfois encore freiné par le poids des prêts non productifs et dont le sort est fortement lié à celui des dettes souveraines. Les ratios cours/valeur comptable restent bien inférieurs à 1 et les notes de crédit intrinsèques, qui excluent tout soutien public en cas de tensions, ont même diminué depuis la Grande crise financière (GFC).

De manière peut-être surprenante, alors même que les marchés financiers américains vacillaient, ceux des EME ont tenu bon. Sur les marchés d'actions, la débâcle a été sans conteste générale, et les actions chinoises se sont particulièrement affaiblies. Cette chute a tenu à des [facteurs institutionnels](#) spécifiques et, plus globalement, à l'équilibre délicat que les responsables des politiques publiques doivent trouver pour parvenir à désendetter l'économie tout en préservant la croissance – un défi sans précédent. D'une manière similaire, la dépréciation du renminbi a eu des retombées sur d'autres EME. Pour autant, les écarts de rendement des emprunts souverains et des obligations d'entreprise ne sont pas montés en flèche, les changes n'ont pas décroché et les sorties de flux de portefeuille n'ont pas accéléré ; en fait, malgré l'évolution globalement négative des cours, les fonds de placement en actions ont enregistré des entrées de flux.

Plusieurs facteurs pourraient expliquer cette performance relativement solide. Assurément, les efforts déployés de manière générale par les EME pour améliorer leurs cadres macroéconomiques et financiers se sont révélés payants. La baisse des prix du pétrole a pu apporter un certain soulagement aux importateurs d'or noir plus fragiles. De manière probablement plus importante, les marchés avaient été très ébranlés durant le trimestre précédent, de sorte qu'une grande partie du réajustement avait déjà eu lieu. Sur la période à venir, cependant, les EME continueront de faire face à des défis à mesure que se poursuit le processus de normalisation.

Aux États-Unis, malgré le durcissement observé durant la période sous revue, les [conditions financières](#) demeurent, dans une perspective de plus long terme, relativement souples. C'est encore le cas si l'on tient compte de la débâcle sur les marchés d'actions – en fait, les valorisations restent plutôt élevées. Malgré l'augmentation régulière des écarts de rendement, le marché des prêts à effet de levier est celui où les conditions financières sont les plus manifestement favorables et les valorisations y restent excessives. En outre, le poids des obligations d'entreprise notées BBB, c'est-à-dire juste un cran supérieur au statut « junk », plane tel un nuage noir au-dessus des investisseurs. Si cette dette devait voir sa note abaissée à l'occasion d'une détérioration de l'économie, elle exercerait de fortes pressions sur un marché déjà bien peu liquide et aurait, ce faisant, de plus larges retombées.

Ces fragilités financières, comme d'autres, méritent d'être surveillées de près. Ceci non seulement parce que, si l'inflation devait à un moment donné accélérer plus que prévu, elles



affaibliraient davantage une économie aux prises avec des taux d'intérêt en hausse, mais aussi parce que, comme l'expérience le montre, même si l'inflation ne grimpe pas dangereusement, un ralentissement pourrait se produire. En réalité, depuis le début des années 1980, les ralentissements économiques ont davantage été [dus](#) à des booms financiers ayant mal tourné qu'à des resserrements monétaires visant à contenir les envolées de l'inflation.

Quel enseignement peut-on tirer de ce tableau concernant les perspectives à venir ? Que les tensions observées sur les marchés ce trimestre n'étaient pas un événement isolé. Comme nous l'avons déjà noté à diverses occasions, il ne s'agit que d'une étape de plus sur un parcours entamé voici plusieurs années. Au vu du caractère sans précédent des conditions initiales – la faiblesse inédite des taux d'intérêt, le gonflement des bilans des banques centrales et l'ampleur de l'endettement mondial, public comme privé – le retour à la normale des politiques monétaires allait nécessairement s'avérer difficile, notamment dans un contexte de tensions commerciales et d'incertitudes politiques. Le récent à-coup n'est probablement qu'un spécimen d'une longue série.



## Hyun Song Shin

La présente édition du Rapport trimestriel de la BRI comporte trois études s'appuyant sur les statistiques bancaires de la BRI pour obtenir une meilleure compréhension des flux financiers mondiaux.

Dans « [Cartographie du financement en dollar des banques non américaines](#) », **Iñaki Aldasoro** et **Torsten Ehlers** examinent la distribution géographique du financement en dollar des banques non américaines, c'est-à-dire, des banques dont le siège se situe en dehors des États-Unis. Compte tenu du rôle déterminant que joue le dollar en tant que monnaie soutenant le système bancaire mondial, suivre l'évolution des tendances du financement en dollar peut aider à évaluer la manière dont les conditions financières fluctuent, ainsi que la vulnérabilité de celles-ci à une inversion du sentiment. De quelle façon les financements en dollar ont-ils évolué depuis la Grande crise financière (GFC) ?

En termes agrégés, les engagements en dollar des banques non américaines, à 12 800 milliards de dollars fin juin 2018, sont revenus à leurs niveaux d'avant la GFC. Entre-temps néanmoins, les financements en dollar ont connu de nettes évolutions de tendance. Avant la GFC, les banques non américaines (et en particulier les banques européennes) passaient par leurs succursales et leurs filiales aux États-Unis pour emprunter en dollar en vue de financer l'achat de titres adossés à des emprunts hypothécaires. La croissance rapide de cette activité s'était alors accompagnée d'une augmentation générale des risques. Depuis la GFC, les banques non américaines ont moins recouru à leurs sociétés affiliées aux États-Unis, levant davantage de fonds en dollars dans leur pays d'origine – souvent auprès de résidents des États-Unis, dans le cadre d'opérations transfrontières.

Dans « [The growing footprint of EME banks in the international banking system](#) » (*La présence croissante des banques des EME dans le système bancaire international*), **Eugenio Cerutti**, **Catherine Koch** et **Swapan-Kumar Pradhan** font appel aux statistiques bancaires de la BRI pour analyser le rôle croissant des banques des économies de marché émergentes (EME) dans le système bancaire international. Les EME ont constitué le moteur de la croissance mondiale durant la période de l'après-GFC, mais leurs perspectives sont récemment devenues plus incertaines en raison de la vigueur du dollar, de la normalisation des politiques monétaires dans les économies avancées mais aussi de difficultés qui leur sont propres. Les auteurs mettent en lumière le rôle croissant des banques des EME comme source de financement, notamment au travers de leur activité de prêts transfrontières à destination d'emprunteurs d'autres EME. Fin juin 2018, les banques ayant leur siège dans des EME affichaient 3 700 milliards de dollars de créances transfrontières, dont 1 400 milliards envers des emprunteurs d'EME. Les banques des EME tendent à consentir davantage de prêts transfrontières au travers de leurs sociétés affiliées étrangères qu'à partir de leurs sièges.

Dans « [The 2008 crisis: transpacific or transatlantic?](#) » (*La crise de 2008 : transpacifique ou transatlantique ?*), **Robert McCauley** s'appuie sur les statistiques bancaires de la BRI pour rouvrir le débat sur la nature des flux financiers avant la GFC et leur rôle dans l'accumulation des fragilités. Une caractéristique ayant attiré l'attention à l'époque était la constance des flux de capitaux à destination des États-Unis, qui allait de pair avec celle des excédents nets des paiements courants dans un certain nombre de pays asiatiques et d'exportateurs de pétrole (ce qui a été qualifié d'« excédent mondial d'épargne »), l'inquiétude étant que cet excédent d'épargne alimente l'achat d'actifs américains sûrs et entretienne donc la souplesse des conditions financières au travers de faibles rendements sur les actifs sûrs. L'étude que nous publions renvoie cette souplesse des conditions financières à une autre origine : les entrées de flux en provenance de banques européennes et à destination du marché américain des titres adossés à des créances hypothécaires (la « surabondance de l'offre bancaire »). Les banques ayant leur siège en Europe recouraient à des financements en dollar, pour partie



levés aux États-Unis (voir l'étude susmentionnée d'I. Aldasoro et T. Ehlers), pour accumuler des actifs hypothécaires américains.

Dans « [Clearing risks in OTC derivatives markets: the CCP-bank nexus](#) » (*Risques de compensation sur les marchés de dérivés de gré à gré : le lien entre les contreparties centrales et les banques*), **Umar Faruqi**, **Wenqian Huang** et **Előd Takáts** évaluent l'une des réalisations clés des réformes réglementaires engagées après la GFC, à savoir le recours accru à la compensation au travers de contreparties centrales (CCP) pour les transactions sur dérivés, laquelle a pris le pas sur la pratique de l'avant-crise qui reposait sur un réseau dispersé de transactions bilatérales de gré à gré. Cette évolution bienvenue résulte des efforts de réforme du secteur officiel, visant à garantir que les contrats dérivés fassent l'objet d'une compensation centrale et que les banques gèrent correctement les risques dans leur activité de négoce et lorsqu'elles utilisent des dérivés. L'étude propose un cadre conceptuel pour examiner comment les risques des banques et des CCP peuvent être pris en compte conjointement, y compris les interactions possibles entre ces deux parties. Bien que la compensation centrale ait réduit le risque au sein du système financier dans son ensemble, si l'interaction des banques et CCP devait conduire à une baisse plus indiscriminée de la prise de risque en période de tensions, elle pourrait produire des boucles de rétroaction négatives susceptibles d'amplifier les tensions dans certains cas. Les évaluations du lien entre les banques et les CCP devraient donc prendre en compte les incitations des acteurs du système et analyser banques et CCP conjointement.

Dans « [The financial cycle and recession risk](#) » (*Le cycle financier et le risque de récession*), **Claudio Borio**, **Mathias Drehmann** et **Dora Xia** revisitent le caractère évolutif des récessions et comparent les performances relatives des cycles financiers et de l'écart de taux – une variable fréquemment utilisée – comme indicateurs d'alerte précoce des récessions. Les cycles financiers tendent à se déployer sur un horizon plus long que les cycles économiques traditionnels, et reflètent les interactions entre la valeur des actifs, la perception des risques et les contraintes de financement dans l'économie. Les auteurs montrent comment, depuis le début des années 1980, les ralentissements économiques ont généralement été précédés par des booms financiers plutôt que par de forts resserrements monétaires visant à endiguer l'inflation. Sur la base d'un vaste échantillon d'économies avancées et d'économies de marché émergentes, ils concluent que les indicateurs de l'état du cycle financier sont mieux à même de signaler les risques de récession que l'aplatissement de la courbe des rendements.