



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

## **Rapport trimestriel BRI, mars 2019 – 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 lundi 4 mars 2019.**

### **Claudio Borio**

Ce fut une pièce en deux actes.

La période sous revue a commencé de la même manière que s'était achevée la précédente. Durant la seconde quinzaine de décembre, l'aversion pour le risque a persisté. Dans le sillage des marchés américains, les prix des actions, dans le monde entier, ont continué de baisser, la volatilité de s'accroître, les primes de risque de s'élargir, les rendements des emprunts souverains de diminuer, les primes de terme de reculer et les anticipations d'inflation implicites du marché de décroître. Les volumes d'échanges sur le marché des prêts à effet de levier tout comme les émissions d'obligations à haut rendement se sont presque asséchées et les retraits des fonds communs de placement ont contribué au net élargissement des écarts de rendement des obligations d'entreprise (voir l'[encadré](#)).

Au second plan, les craintes d'un ralentissement de l'économie mondiale continuaient de peser sur l'humeur des marchés. Ceux-ci, de manière peut-être surprenante, se sont concentrés sur l'allègement passif et hautement prévisible du bilan de la Réserve fédérale. Ce processus devait se dérouler sans heurt ; il n'en a rien été. Lorsque la banque centrale américaine a fait allusion, le 19 décembre, à un ralentissement du resserrement très progressif de sa politique monétaire, les intervenants du marché ont revu sans tarder leurs anticipations concernant la trajectoire future du taux directeur. Ils se sont néanmoins montrés déçus que la Réserve fédérale n'ait pas suggéré d'interprétation plus souple de l'allègement de son bilan. En conséquence, la chute des prix des actifs s'est accélérée.

À partir de janvier, les marchés ont rebondi et rattrapé le terrain perdu depuis le début décembre. Confortés par une certaine amélioration des perspectives économiques, ils se sont, une fois de plus, orientés au gré des annonces des banques centrales. Quand, le 4 janvier, le président de la Réserve fédérale a indiqué que le taux directeur mais aussi le bilan de la Fed pourraient répondre de manière flexible à l'affaiblissement économique, les marchés financiers ont repris des couleurs. Les investisseurs ont également bien accueilli les déclarations de la Banque centrale européenne et de la Banque du Japon, qui ont adopté une approche accommodante et se sont montrées disposées à adapter leurs décisions en fonction de l'évolution de la situation. Tandis que les prix des actifs risqués se reprenaient, les rendements obligataires ont continué de baisser, les Bunds allemands atteignant des creux qu'ils n'avaient pas connus depuis longtemps.

Tout au long de cette période, comme au trimestre précédent, les économies de marché émergentes (EME) ont fait montre d'une excellente tenue, et ce, malgré le ralentissement en Chine qui, une fois de plus, a conduit les autorités locales à assouplir leurs politiques monétaire et budgétaire. Davantage que les incertitudes et que la réalité des tensions commerciales, ce sont les vents contraires du nécessaire désendettement de l'économie chinoise qui ont semblé peser sur l'activité. En définitive, l'état de la Chine a paru exercer une plus grande influence



sur les évolutions économiques des pays avancés – en zone euro notamment – que dans les EME. Outre les efforts que les EME ont accomplis pour renforcer leur économie et leur système financier, l'atonie du dollar américain a fourni un soutien salutaire. Et lorsque la politique monétaire a pris un tour plus accommodant que prévu dans les économies avancées, l'appétit pour le risque a dopé les flux de portefeuilles à destination des classes d'actifs des EME, lesquelles ont vu leurs prix augmenter.

La période sous revue a mis en lumière deux caractéristiques durables du paysage économique et financier. D'un côté, le changement radical, depuis la Grande crise financière (GFC), du fonctionnement journalier des marchés financiers, reste à l'arrière-plan et n'attire guère l'attention, mis à part celle des spécialistes. D'un autre côté, l'interaction étroite des banques centrales et des marchés occupe le devant de la scène et capte tous les regards.

Depuis la GFC, les prix des marchés ont suivi des trajectoires qui, à l'aune des critères de l'avant-crise, seraient considérées comme des « anomalies ». C'est par exemple le cas des ruptures apparentes de la parité couverte des taux d'intérêt, telles que traduites par la [cross-currency basis](#) ; de l'augmentation beaucoup plus sensible des taux d'intérêt et des écarts de rendement en fin de trimestre et d'année (voir l'[encadré](#)) ; et du niveau, inférieur aux taux sans risque des facilités de banque centrale, des taux non garantis des transactions au jour le jour entre parties du secteur privé. Plus généralement, la [dispersion des taux d'intérêt du marché monétaire](#) s'est fortement accrue.

À première vue, ces « anomalies » paraissent préoccupantes. De fait, ne signalent-elles pas une baisse de la liquidité quotidienne, augmentant la vulnérabilité des marchés à de soudaines variations des prix ? C'est effectivement le cas, dans une certaine mesure. Cependant, les fortes hausses tiennent essentiellement au fait que les établissements financiers se désengagent et réduisent leur bilan autour des dates de publication réglementaire : si ces ajustements relèvent d'une pratique regrettable d'[habillage de bilan](#), les variations de prix qu'ils induisent sont purement techniques.

Surtout, ces anomalies apparentes reflètent une meilleure prise en compte par les établissements financiers, sous l'effet de la réglementation, des risques liés à l'utilisation de leur bilan. Ces établissements ne considèrent plus leur bilan comme une ressource gratuite. Ils savent désormais que ce bilan a un prix, et qu'ils ne peuvent plus l'accroître dans la même insouciance que par le passé. Il s'agit là d'une évolution salutaire. Elle signifie que les conduites excessives, en termes de prise de risque et d'augmentation des bilans, qui avaient tendance à précéder le soudain assèchement de la liquidité, bien qu'elles demeurent un danger permanent, sont à présent moins probables, ou en tout cas moins intenses qu'elles ne le seraient autrement. En outre, lorsque la liquidité de marché est effectivement sous pression, les établissements financiers devraient être mieux à même de résister.

Concernant la seconde caractéristique du paysage économique et financier, les fluctuations des prix des actifs durant la période sous revue ont une fois encore mis en lumière l'imbrication extraordinaire des relations entre les banques centrales et les marchés financiers. Les marchés sont à l'affût des moindres faits et gestes des banques centrales, dont ils tirent leur orientation et dans lesquels ils cherchent un motif de confort pérenne. Les banques centrales, de leur côté, scrutent les marchés financiers pour mieux comprendre ce que l'avenir réserve à l'économie, les marchés reflétant et influençant à la fois l'activité ; c'est là une tâche complexe et délicate. Couplée aux données chiffrées, cette interaction contribue à expliquer la patience dont la Réserve fédérale a récemment fait preuve dans le cadre de son processus de normalisation. Les banques centrales et les marchés financiers cheminant enserrés dans cette étreinte, il est parfois difficile de distinguer les mouvements propres à chacun.

Quoiqu'il en soit, les évolutions observées au cours des tout derniers mois véhiculent un message simple. Le processus de resserrement monétaire très progressif et prévisible est



aujourd'hui en suspens et moins prévisible car l'inflation dans les économies avancées a donné peu de signes d'une envolée, les perspectives économiques sont devenues plus incertaines et les marchés financiers se sont montrés particulièrement nerveux. Le chemin étroit de la normalisation s'avère tortueux.

## Hyun Song Shin

À une époque, le LIBOR ou, en toutes lettres, le *London interbank offered rate*, était un taux d'intérêt couramment utilisé mais peu commenté, cantonné à un austère segment du marché monétaire. La crise financière et le scandale des manipulations dont il a fait l'objet ont changé la donne : le LIBOR s'est vu catapulté à la une de la presse. Depuis lors, d'intenses efforts ont été consacrés à la mise en place d'un successeur au LIBOR qui puisse à la fois servir de taux de référence fiable, sur la base des transactions effectives du marché, et permettre aux acteurs de celui-ci de couvrir les risques de contrats se chiffrant en milliers de milliards de dollars.

Dans « **Beyond LIBOR: a primer on the new reference rates** », **Andreas Schrimpf et Vladyslav Sushko** proposent un état des lieux et exposent les défis conceptuels et pratiques que présente « l'après-LIBOR ».

La difficulté, fondamentalement, tient au fait qu'un taux de référence doit satisfaire plusieurs critères qui, parfois, peuvent diverger. L'exigence première est que le taux de référence ne puisse pas donner lieu à des manipulations – c'est-à-dire qu'il soit fondé sur des transactions effectives, sur des marchés liquides. Les taux sans risque au jour le jour, qu'ils soient ou non garantis par des sûretés, servent bien cet objectif. Cependant, pour les banques et les autres intermédiaires qui procèdent à des emprunts en vue de prêter à leur tour, la couverture des coûts de l'emprunt est un paramètre clé de la gestion des risques. Un bond soudain de leurs taux d'emprunt à court terme peut les prendre de court en période de restrictions financières, réduire leurs marges et soumettre le système dans son ensemble à de plus amples tensions. Les banques pourraient être exposées au risque de base si leurs coûts de financement marginaux devaient diverger des intérêts perçus sur leurs actifs soumis aux nouveaux taux de référence sans risque, ce qui réduirait leur marge. À des fins de couverture, le taux de référence devrait donc, idéalement, refléter le coût auquel les intermédiaires peuvent lever ces financements à la marge sur les marchés monétaires à terme. Il faut aussi déterminer comment les taux d'intérêt de référence de moyen à long terme peuvent être bâtis à partir des taux de référence au jour le jour.

Les autorités ont identifié un certain nombre de taux d'intérêt sans risque susceptibles de servir de taux de référence au jour le jour solides et crédibles. Une migration des marchés au comptant et de produits dérivés vers ces nouveaux taux sans risque est attendue. Néanmoins, le marché pourrait avoir encore besoin de taux de référence en concordance étroite avec les coûts de financement marginaux des intermédiaires financiers. Une approche sur mesure pragmatique pourrait donc s'avérer nécessaire. Ainsi, les taux sans risque pourraient être complétés par une forme de taux de référence sensible au crédit, comme c'est le cas dans certaines juridictions. En définitive, de multiples taux de référence pourraient coexister. Autrement dit, une boîte à outils diversifiée pourrait mieux servir le système financier qu'un instrument que l'on voudrait « tout-en-un » à la manière d'un couteau suisse.

La présente édition du *Rapport trimestriel de la BRI* met également en lumière une initiative majeure dans l'évaluation de l'impact des réformes financières et réglementaires. Dans « **Impact of financial regulations: insights from an online repository of studies** », **Frédéric Boissay, Carlos Cantù, Stijn Claessens et Alan Villegas** présentent FRAME (Financial Regulation Assessment : Meta Exercise), un répertoire interactif en ligne des estimations d'impact réglementaire hébergé par la BRI. Il vise à suivre, organiser, standardiser et diffuser les derniers travaux en date à ce sujet. FRAME couvre actuellement 83 pays et



139 estimations d'impact quantitatives émanant de 15 pays et régions. Il propose un classement en 18 dimensions, depuis les pays analysés et la taille des banques étudiées jusqu'aux périodes spécifiques d'échantillonnage. Le répertoire est structuré en fonction des mesures bilancielle de certaines banques et de leurs effets sur plus de 10 variables. Les ratios actuellement considérés sont liés aux normes du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire relatives aux fonds propres et à la liquidité reposant sur les bilans.

Une comparaison des effets des différents ratios réglementaires en période normale et en temps de crise laisse à penser que le ratio structurel de liquidité à long terme a un impact contracyclique bien plus sensible sur les prêts bancaires que les fonds propres ou la liquidité. Les auteurs documentent l'importante hétérogénéité des estimations d'impact quantitatives, notamment en ce qui concerne les effets des (réglementations relatives aux) fonds propres sur la croissance des prêts. Ceux-ci se révèlent en moyenne positifs, mais il existe de grandes disparités, en particulier selon que l'étude sous-jacente intègre ou non les effets (de second tour) d'équilibre général.

Dans « **The zero lower bound, forward guidance and how markets respond to news** » **Richhild Moessner** et **Phurichai Rungcharoenkitkul** examinent comment le pilotage des anticipations et un plancher du taux zéro (ZLB) contraignant peuvent influencer la manière dont les marchés intègrent l'actualité économique dans les cours des actifs.

Les variations des probabilités de ZLB suffisent à rendre compte de la baisse de sensibilité des taux d'intérêt à court terme du marché lorsque le ZLB était contraignant. La réaction des marchés a été moins sensible parce que les taux ne pouvaient pas diminuer davantage et que les participants s'attendaient à ce qu'ils restent durablement à de très bas niveaux. Le rôle du pilotage des anticipations durant cette période demeure difficile à évaluer. Une fois lancée, la normalisation de la politique monétaire américaine a nettement réduit la probabilité de ZLB, et la réaction des rendements d'échéance courte à l'actualité tout comme les prix de certains actifs risqués sont restés modérés. Il semble donc que le pilotage des anticipations a eu un certain impact durant cette phase ; les marchés sont demeurés relativement insensibles à l'actualité parce que la communication de la Réserve fédérale avait réduit la fourchette possible des taux futurs.

Deux études portent sur des évolutions du système financier.

Dans « **Emerging markets' reliance on foreign bank credit** », Bryan Hardy montre que le recours des emprunteurs des marchés émergents au crédit des banques étrangères a diminué depuis la GFC. Ce déclin est pour partie lié à la stagnation du crédit fourni par les banques étrangères et à l'augmentation du crédit octroyé par les banques locales et les créanciers non bancaires. En moyenne, au deuxième trimestre 2018, les emprunteurs des EME obtenaient 15 à 20 % de leurs crédits auprès de banques étrangères, dont un peu plus de la moitié sous forme de prêts locaux en monnaie locale consentis par des filiales de ces établissements. Ces filiales sont, en définitive, des banques locales qui suscitent moins d'inquiétudes en termes de stabilité financière. Dans les EME néanmoins, la concentration des systèmes bancaires étrangers créanciers est élevée et croissante. Cette situation tient en partie à l'abandon par certaines grandes banques européennes de leurs activités dans les EME, du fait du processus de désendettement et de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Il existe toutefois de grandes disparités, à travers les EME et les secteurs, en termes à la fois de recours aux banques étrangères et de concentration des systèmes bancaires étrangers créanciers.

L'évolution de l'intermédiation financière a également été déterminée par les politiques mises en place après la GFC. Dans « **Following the imprint of the ECB's asset purchase programme on global bond and deposit flows** », **Stefan Avdjiev**, **Mary Everett** et **moi-même** nous appuyons sur diverses sources statistiques pour étudier l'influence qu'a eue la politique monétaire non conventionnelle de la BCE sur le système bancaire international et les



marchés obligataires mondiaux. Nous observons que des établissements financiers non bancaires situés en dehors de la zone euro ont été d'actifs vendeurs d'obligations de la zone euro durant le programme élargi d'achats d'actifs (APP) de la BCE. Les résultats de leur analyse laissent à penser que, de manière peut-être surprenante, ces établissements ont conservé une part substantielle des produits de leurs ventes d'obligations sous forme de dépôts en euro dans des banques hors de la zone euro. Des banques situées au Royaume-Uni, ainsi que leurs filiales dans la zone euro, ont été les principaux facilitateurs des ventes d'obligations dans le cadre de l'APP par des investisseurs hors de la zone euro, ce qui met en lumière le rôle de passerelle vers le système financier de la zone euro que joue le Royaume-Uni pour les investisseurs n'appartenant pas à cette région.