



Rapport trimestriel BRI, décembre 2019 – Présentation à la presse

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.

Claudio Borio

Le trimestre précédent avait vu les marchés financiers tiraillés entre deux forces : les tensions commerciales d'un côté, qui les entraînaient à la baisse ; l'assouplissement des politiques monétaires, qui les orientait à la hausse. Ces trois derniers mois, le flux et le reflux des tensions commerciales ont dominé l'évolution des marchés. La poursuite de l'assouplissement monétaire a assurément continué de soutenir les actifs risqués, de la même manière que les signes, en fin de période, selon lesquels les craintes de récession pourraient avoir été exagérées. C'est toutefois la réduction des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine à la mi-octobre qui a déterminé le changement de régime sur les marchés.

Jusqu'alors, les prix des actifs risqués avaient stagné ; par la suite, une phase d'appétit pour le risque s'est ouverte. Les prix des actions ont augmenté, l'indice VIX – qui mesure l'aversion pour le risque – a touché de nouveaux points bas, les écarts de rendement sur les obligations d'entreprise se sont resserrés, les rendements des obligations souveraines sûres ont enregistré une hausse et le dollar s'est déprécié, soutenant la hausse des valorisations dans les économies de marché émergentes en particulier.

De ce fait, les conditions financières se sont globalement détendues aux États-Unis et dans la zone euro, et ressortaient souples, en fin de période, à l'aune historique – au moins aussi souples, en fait, qu'en octobre 2018 : à cette date, elles avaient amorcé un durcissement, les intervenants des marchés commençant à craindre un assombrissement des perspectives macroéconomiques et la possibilité que la Réserve fédérale n'y réponde pas par un assouplissement.

Ce retour de l'appétit pour le risque, associé à la souplesse des conditions financières, a suscité des interrogations quant à la durabilité des valorisations des actifs risqués. Juger de ce type de question est très difficile. Au demeurant, un examen porte à croire que la réponse dépend de l'évaluation des facteurs à l'origine de la faiblesse historique des rendements des obligations souveraines, et notamment du rôle que joue la prime de terme – la rémunération du risque associé à la détention d'une obligation d'échéance longue, par opposition à une série d'obligations de maturités plus courtes.

Penchons-nous d'abord sur les actions. La situation varie selon les pays, les valorisations s'avérant beaucoup plus élevées aux États-Unis que dans la plupart des autres pays. Évaluées de manière isolée, au moyen par exemple du rendement des bénéfices ajusté en fonction du cycle, une mesure prisée, les actions américaines semblent chères du point de vue historique. Par rapport aux rendements inhabituellement faibles des obligations en revanche, leurs valorisations paraissent à peu près en ligne. Les actions américaines semblent de nouveau onéreuses lorsque l'on ajuste les rendements obligataires en retranchant une estimation de la prime de



terme, qui est en fait négative – un phénomène propre à la période de l'après-crise. Les signes d'une prise de risque importante, comme le très bas niveau du VIX et le niveau record des positions pariant sur un nouveau repli, suggèrent également des valorisations tendues. Le tableau est comparable s'agissant de l'immobilier commercial aux États-Unis, où les prix sont plutôt robustes.

L'évaluation est plus simple dans le cas de la dette d'entreprise. Dans les économies avancées, les écarts de rendement par rapport aux obligations souveraines se sont avérés faibles à l'aune historique. La relation habituellement étroite entre l'activité manufacturière et les écarts de rendement s'est rompue cette année, l'activité fléchissant tandis que les écarts continuaient de se resserrer. Le tout a coïncidé avec des signes clairs de prise de risque, tels que la vigueur des émissions d'obligations à haut rendement et l'augmentation des entrées de capitaux à destination des fonds spécialisés dans les marchés obligataires frontiers. Parallèlement, les taux de défaut et les abaissements de note ont connu une hausse au sein des émetteurs à haut rendement.

Alors que les signes de prise de risque étaient manifestes sur la plupart des principaux segments des marchés financiers, un événement imprévu s'est produit dans un secteur peut-être moins attractif mais pourtant essentiel du marché. Le 17 septembre, le taux au jour le jour des pensions sur titres assimilables du Trésor américain a bondi à 6 %, certaines transactions semblant même s'être conclues à 10 %, dans un marché perturbé. Cette hausse a entraîné avec elle, bien que dans des proportions moindres, le nouveau taux de référence SOFR (*Secured overnight financing rate*) et, de manière plus modeste, le taux effectif des fonds fédéraux, c'est-à-dire le taux au jour le jour non assorti de garanties auquel les banques et quelques autres institutions traitent entre elles aux États-Unis. Les tensions ont eu un impact notable sur certains segments étroitement liés du marché, en particulier celui des swaps cambistes, ce qui a accru l'écart entre les coûts d'emprunt et de prêt à travers les monnaies sur les marchés au comptant et de dérivés (« *cross-currency basis* »). Comment expliquer cet événement ? Et quelle en est l'importance de manière plus large ?

Les raisons de ces perturbations ne sont toujours pas totalement claires. Au-delà de certains éléments ponctuels, des causes structurelles semblent avoir joué un rôle. Une cause essentielle paraît avoir été l'association de deux forces : d'une part, la forte demande de financement sécurisé (*repo*) de la part d'établissements de la part d'établissements financiers non bancaires, tels que les fonds spéculatifs très actifs dans l'exploitation de l'effet de levier sur les transactions de valeur relative ; d'autre part, la réticence des quatre grandes banques à fournir le financement nécessaire, leurs volants de liquidité diminuant, notamment leurs réserves excédentaires détenues auprès de la Fed.

Le comportement des quatre grandes banques est crucial car elles sont récemment devenues les prêteurs marginaux du marché des pensions, prenant la place des fonds du marché monétaire. Leur réticence semble à son tour traduire l'évolution des pratiques de gestion des risques internes après la crise, et peut-être aussi un manque de flexibilité les empêchant de tirer parti des opportunités d'arbitrage de courte durée. Cette flexibilité limitée est le reflet d'une longue période marquée par l'abondance de réserves excédentaires dans le système, laquelle a réduit le besoin d'octroyer et d'obtenir des liquidités à court terme. Seule l'injection de nouvelles liquidités par la Fed a permis d'apaiser les tensions.

La portée de cet événement dépasse de loin la question des perturbations à court terme.



D'abord, ces perturbations portent à croire que les opérations non conventionnelles menées par les banques centrales après la crise ont profondément marqué le fonctionnement des marchés. Comme l'indique un récent rapport du Comité des marchés, les banques s'étant faites à une période prolongée d'abondantes réserves excédentaires, un retrait de celles-ci pourrait entraîner des ajustements imprévisibles et soudains des marchés, à l'instar d'un muscle qui se serait atrophié. Une Étude réalisée dans le cadre du présent *Rapport trimestriel* montre d'ailleurs comment, à la suite des achats d'actifs à grande échelle par la BCE, le marché des pensions livrées en euro, qui évoluait selon les besoins de financement, fluctue désormais au gré de la demande pour les titres sous-jacents, ce qui affecte le comportement des taux d'intérêt¹.

Ensuite, ces perturbations soulignent à quel point l'implication croissante d'entités non bancaires dans des marchés très étroitement liés aux transactions interbancaires, qui prennent elles-mêmes de plus en plus souvent la forme de financement garanti, peut conduire à une dynamique de marché inhabituelle. Cette évolution revêt une importance particulière au moment où de nombreuses banques centrales se préparent à utiliser les taux garantis comme taux de référence principaux.

Enfin, ces perturbations suggèrent que les marchés des pensions livrées, aux côtés du marché bien plus vaste, plus étendu géographiquement et étroitement lié des swaps cambistes pour le financement en dollar, pourraient de nouveau se retrouver au premier plan si des tensions financières devaient se faire jour à un moment donné. L'essor du négoce de swaps cambistes d'échéance courte, qui explique l'essentiel de la croissance du volume des changes au cours des trois dernières années, met en lumière ce risque. Dans ce contexte, le développement, après la crise, des établissements financiers non bancaires en général, et du secteur de la gestion d'actifs en particulier, peut accroître le caractère imprévisible de la dynamique des marchés.

Valorisations plutôt tendues, forte prise de risque et évolutions difficiles à interpréter dans le système financier : cette combinaison signale certaines fragilités sur les marchés, qui méritent une attention particulière de la part des intervenants comme des banques centrales.

Hyun Song Shin

La présente édition du *Rapport trimestriel* se concentre sur les marchés des changes et des instruments dérivés. Elle comprend cinq études présentant les résultats de la dernière *Enquête triennale de la BRI auprès des banques centrales sur les marchés des changes et des dérivés de gré à gré*. Ces études exploitent cette source unique de données pour identifier les facteurs à l'origine de la croissance récente de ces marchés, et pour comprendre ce que ces facteurs nous apprennent sur l'évolution de leur structure. Une sixième étude, « **FX and OTC derivatives markets through the lens of the Triennial Survey** » par Philip Wooldridge, synthétise les principaux enseignements de l'Enquête.

L'édition de 2019 montre que les marchés de gré à gré sont plus vastes que jamais. Après un recul en 2016, le négoce de devises a renoué avec sa tendance

¹ Voir « *Euro repo market functioning: collateral is king* », par Angelo Ranaldo, Patrick Schaffner et Kostas Tsatsaronis.



hausnière de long terme, atteignant 6 600 milliards de dollars par jour en avril 2019. Les instruments dérivés de taux d'intérêt se sont nettement écartés de leur tendance antérieure, se hissant à 6 500 milliards de dollars. Pour bien saisir l'ampleur de ce marché, rappelons que les exportations mondiales de biens et de services étaient inférieures à 100 milliards de dollars par jour en 2018.

Sur les marchés des changes, le dollar est resté la monnaie dominante, présent sur un côté de 88 % de l'ensemble des transactions. Comme l'indiquent **Andreas Schrimpf** et **Vladyslav Sushko** dans « **Sizing up global foreign exchange markets** », cette domination du dollar est le reflet de l'importance du billet vert en tant que monnaie véhiculaire et monnaie de financement. De fait, la part du dollar dans les swaps cambistes – qui constituent une forme d'emprunt garanti – s'est même révélée plus importante que sa part dans le négoce au comptant. Les swaps cambistes sont à l'origine de plus de la moitié de la hausse de l'ensemble du négoce de devises entre les éditions de 2016 et de 2019 de l'Enquête.

Cela étant, le négoce de monnaies des marchés émergents a crû plus rapidement que celui des grandes monnaies. La part des monnaies des marchés émergents dans les échanges mondiaux de devises a grimpé à 23 % en avril 2019, contre 19% en 2016 et 15 % en 2013. Le renminbi a été la monnaie émergente la plus activement négociée, et la huitième monnaie la plus échangée au monde.

Les transactions extraterritoriales (qui se déroulent hors du pays où la monnaie est émise) ont connu une nette augmentation. Dans « **Offshore markets drive trading of emerging market currencies** », Nikhil Patel et Dora Xia montrent que les devises pour lesquelles l'importance relative des transactions extraterritoriales a augmenté ont connu une croissance plus forte en termes de négoce total.

L'augmentation des transactions extraterritoriales a conduit à une concentration géographique supérieure dans quelques centres financiers. Sur les marchés des changes, Londres, New York, Singapour et Hong Kong RAS ont vu s'accroître leur part collective du négoce mondial à 75 % en avril 2019, contre 71 % en 2016 et 65 % en 2010. Sur les marchés d'instruments dérivés de taux d'intérêt de gré à gré aussi, le négoce s'est concentré de plus en plus dans quelques centres financiers, et particulièrement à Londres.

Les innovations technologiques, notamment le développement du trading électronique et automatique, a constitué un facteur majeur de la hausse des transactions extraterritoriales. Dans « **FX trade execution: complex and highly fragmented** », **Andreas Schrimpf** et **Vladyslav Sushko** expliquent comment cette électronique est en train de refaçonner les marchés des changes. Elle facilite le négoce automatique, en particulier le trading à haute fréquence, ce qui, à son tour, accroît l'attrait des marchés de gré à gré auprès des intervenants actifs dans ce type de stratégies, principalement des fonds spéculatifs et des opérateurs pour compte propre. Certains de ces opérateurs se sont développés dans la tenue de marché, ce qui a pour effet de brouiller la distinction entre les segments de marché inter-courtiers et courtiers-clients.

Le marché des contrats à terme non livrables sur devises illustre lui aussi l'impact de l'électronisation. Les contrats à terme non livrables sont habituellement réglés en dollar et dans d'autres monnaies librement échangées. Par conséquent, ils servent au règlement de contrats à terme sur des monnaies qui ne sont pas librement convertibles. Ces contrats ont enregistré l'une des croissances les plus rapides dans les transactions de change entre les enquêtes de 2016 et de 2019, y compris pour la



roupie indienne, la roupie indonésienne et le peso philippin. Dans « **NDF markets thrive on the back of electronification** », **Andreas Schrimpf** et **Vladyslav Sushko** attribuent une grande partie de cette croissance à l'électronisation.

Les marchés d'instruments dérivés de taux d'intérêt de gré à gré sont eux aussi en train de migrer vers des plateformes électroniques, au détriment des courtiers vocaux. Dans « **The evolution of OTC interest rate derivatives markets** », **Torsten Ehlers** et **Bryan Hardy** identifient l'électronisation comme une raison majeure de la croissance plus rapide du négoce de gré à gré des dérivés de taux d'intérêt par rapport au négoce sur les marchés organisés. En 2010 encore, les marchés organisés représentaient environ 80 % du négoce de dérivés de taux d'intérêt. Leur part est aujourd'hui tombée à 50 %.

Fait notable, la hausse du négoce de devises et de dérivés de gré à gré entre les Enquêtes de 2016 et de 2019 n'a pas conduit à une augmentation de l'encours des expositions. Certes, le principal notionnel de l'encours de dérivés de gré à gré a suivi depuis 2015 une tendance à la hausse, et a atteint en 2019 son niveau le plus élevé depuis 2014. Cependant, la valeur de marché brute – une mesure plus significative des montants risqués – a suivi une tendance à la baisse depuis 2012 et se situait en 2019 près des plus-bas observés avant la Grande crise financière (GFC). Une raison en est que, pour une large part, l'augmentation du négoce a concerné des instruments à court terme, tels que les swaps cambistes d'échéance courte et les swaps indiciels au jour le jour. Ceux-ci ont soutenu l'activité de façon mécanique parce qu'ils doivent être remplacés plus souvent. Une autre raison tient aux réformes concernant la compression et la compensation.

Les taux de compensation pour les contrats d'échange sur défaut et les dérivés de taux d'intérêt de gré à gré ont régulièrement augmenté après la GFC et les dérivés soumis à une compensation obligatoire sont désormais presque totalement compensés. Dans « **OTC derivatives: euro exposures rise and central clearing advances** », **Sirio Aramonte** et **Wenqian Huang** analysent les incitations, pour les dérivés non soumis à une compensation obligatoire, à migrer vers la compensation centrale.

Une source d'inquiétudes concerne le règlement des opérations de change. En 2019, l'Enquête triennale a été élargie pour la première fois au recueil d'informations sur ce règlement. Au début des années 2000, l'établissement du système CLS, dans lequel les obligations de paiements font l'objet d'un règlement simultané, tout comme d'autres initiatives du même type, ont conduit à une forte réduction du risque de règlement des opérations de change. Néanmoins, dans « **FX settlement risk remains significant** », **Morten Bech** et **Henry Holden** concluent que, ces dernières années, ce risque s'est en fait accru.