



Rapport trimestriel BRI, mars 2020 – 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.

Chef du Département monétaire et économique – Claudio Borio

Les marchés ont connu un réveil brutal la semaine dernière. Après un choc initial de courte durée en janvier, les intervenants des marchés n'avaient pas fait grand cas de l'impact du coronavirus sur l'économie mondiale, se montrant en outre rassurés par l'orientation accommodante des politiques monétaires mondiales. Tout a changé en début de semaine, lorsqu'il est apparu que le virus se propageait davantage et plus rapidement que prévu. De fortes inquiétudes et une grande incertitude se sont emparées des marchés, l'attente d'une reprise en V rapide semblant désormais totalement irréaliste. Les marchés des actifs risqués ont entamé une chute apparemment interminable : personne ne veut acheter un titre dont le prix pourrait encore baisser. Et pourtant, malgré les turbulences et les craintes, le fonctionnement des marchés, comme l'intermédiation financière plus généralement, se sont montrés résilients. Les réformes réglementaires de l'après-crise, qui visaient à renforcer les institutions financières, portent manifestement leurs fruits.

Les marchés ont connu plusieurs séries de secousses successives à mesure que les informations sur l'épidémie leur parvenaient, et les participants ont peiné à reprendre pied. Jeudi soir à la clôture de la séance aux États-Unis, les marchés d'actions mondiaux, en baisse de plus de 10 %, affichaient leur plus fort recul depuis la crise de la zone euro en 2011. L'indice VIX a bondi, touchant l'un de ses plus hauts niveaux des dernières années. Les rendements des obligations souveraines sûres ont atteint des points bas historiques, ou s'en sont approchés, dans plusieurs pays. Les écarts des obligations d'entreprise à haut rendement ont grimpé d'environ 100 points de base, retrouvant les niveaux observés au pic des tensions commerciales début 2019. Les actifs à revenu fixe des économies de marché émergentes (EME) ont également subi un mouvement de ventes, même si la correction est restée pour l'instant plus contenue. Le dollar s'est apprécié face à la plupart des monnaies, mais pas face à l'euro ou au yen, ni même au renminbi, dont la valeur a augmenté. Les marchés ont intégré dans les cours un nouvel assouplissement monétaire : la marge de manœuvre relativement plus grande dont dispose la Réserve fédérale explique assurément en partie la faiblesse relative du billet vert face aux autres grandes monnaies.



L'apparition des premières craintes à l'égard du coronavirus, fin janvier, avait eu pour effet d'inverser une phase prolongée d'appétit pour le risque, qui était due à l'apaisement des tensions commerciales et avait entraîné une envolée de certains marchés, les actions américaines atteignant ainsi un plus-haut record. Et si la phase d'aversion pour le risque qui s'était alors ouverte avait nettement pesé sur les rendements obligataires, elle était restée globalement modérée, comme en témoignait le comportement des actifs à risque.

Avant le mouvement de ventes de la semaine dernière, les marchés d'actions des économies avancées avaient largement rattrapé leurs pertes et certains avaient encore atteint de nouveaux sommets, même si les Bourses des EME demeuraient bien loin de leurs précédents plus-hauts, notamment en Asie. Surtout, les instruments à revenu fixe risqués, en tant que classe d'actifs, avaient fait montre, étonnamment, d'une résilience constante, signalant de façon claire une quête de rendement. Parallèlement au dynamisme des émissions, les écarts de rendement des obligations d'entreprise aux États-Unis avaient affiché des niveaux relativement bas, et dans la zone euro, ils s'avéraient encore plus étroits au regard des normes historiques. Les primes de risque des obligations souveraines à haut rendement de la périphérie de la zone euro, en Italie et en Grèce notamment, avaient même diminué. Il en allait de même pour les écarts des obligations d'État et d'entreprise des EME, qui avaient touché des points bas pluriannuels dans un contexte d'entrées de flux continues à destination des fonds obligataires d'EME.

Des signes de prise de risque ont également été observés dans de plus larges segments de la dette des entreprises. Cela n'a pas seulement été le cas sur les marchés bien connus des prêts à effet de levier et des titres de créance garantis par des prêts (CLO), mais aussi sur le marché moins familier du crédit privé (Encadré A) – celui des prêts accordés par des établissements financiers non bancaires, notamment des sociétés de capital-investissement, à des entreprises de petite taille, souvent plus risquées. Ce segment d'environ 800 milliards de dollars, qui a connu une croissance rapide ces dernières années, s'est également caractérisé par une dégradation des critères de crédit et une augmentation des structures de financement peu liquides à effet de levier. L'évaluation des prix opaque et peu fréquente, en réduisant artificiellement la volatilité mesurée des rendements sous-jacents, a accru encore l'attrait de ces prêts aux yeux des investisseurs et flatté les valeurs de recouvrement. Sans conteste, le développement du marché du crédit privé a créé un canal supplémentaire bienvenu de financement pour des entreprises qui peuvent trouver difficile, ou trop onéreux, d'emprunter auprès des banques. Ce phénomène n'en vient pas moins de nouveau rappeler à quel point les risques ont migré, quittant le secteur bancaire pour se reporter parfois dans des zones moins transparentes du système financier.

L'incertitude règne à présent à l'échelle mondiale. La situation demeure instable et la communauté internationale surveille de près son évolution. Où allons-nous à présent ? Une chose est sûre : les marchés financiers continueront d'évoluer au gré des informations relatives au virus et aux réponses apportées par les autorités.



Conseiller économique et Chef de la recherche – Hyun Song Shin

Cette édition spéciale du *Rapport trimestriel de la BRI* porte sur les paiements, un univers en pleine mutation. Les paiements sont la contrepartie des transactions qui sous-tendent l'économie ; il est donc essentiel que les systèmes de paiement soient sûrs et efficaces. Les innovations technologiques bousculent ces systèmes, qu'il s'agisse des moyens de paiements (par exemple les espèces), des institutions (comme les banques) ou des processus utilisés.

Du fait de la rapidité des changements et des bouleversements susceptibles de s'ensuivre, les systèmes de paiement figurent en tête de l'ordre du jour des responsables des politiques publiques. Le G20 a ainsi fait de l'amélioration des paiements transfrontières l'une de ses priorités pour 2020. Les chapitres du présent *Rapport* donnent une vue d'ensemble des points forts et des lacunes des systèmes existants, évoquent l'impact de la rapidité des évolutions technologiques et évaluent les solutions qui se font jour.

Dans son introduction « **Shaping the future of payments** », le Directeur général de la BRI, **Agustín Carstens**, souligne que les banques centrales se trouvent au cœur des systèmes de paiements et que, compte tenu des évolutions en cours, elles doivent s'affirmer et jouer un rôle plus important dans l'amélioration de la sûreté et de l'efficacité de ces systèmes. Le Comité sur les paiements et les infrastructures de marché (CPIM) de la BRI travaille avec d'autres organismes internationaux concernés à l'élaboration d'une feuille de route pour le renforcement des paiements transfrontières. En outre, la BRI a mis en place un Pôle d'innovation visant à favoriser la collaboration internationale dans les technologies financières innovantes au sein de la communauté des banques centrales. Ce Pôle a pour objectif de canaliser les efforts de coopération des banques centrales et de travailler, le cas échéant, avec le milieu universitaire, les fournisseurs de services financiers et le secteur privé au sens large, au développement de biens publics pour le bénéfice du système financier mondial.

Les systèmes de paiement de gros – destinés aux transferts de valeur de grande ampleur, interbancaires pour l'essentiel – ont connu des vagues successives d'innovations ces dernières décennies. Les systèmes de paiement de faible montant – dédiés aux transferts de faible valeur mais de volumes importants entre les consommateurs et les ménages – ont été plus lents à connaître des innovations, mais évoluent à présent rapidement. Dans « **Fast retail payment systems** », **Morten Bech**, **Jenny Hancock** et **Wei Zhang** retracent l'adoption de nouveaux systèmes de paiements de détail quasi-instantanés. Ils montrent notamment que ces systèmes ont d'abord été adoptés, dans une très large mesure, par les économies de marché émergentes plutôt que par les économies avancées.

Nonobstant la rapidité des changements en cours, les systèmes de paiement continuent de présenter des lacunes dans deux domaines au moins : l'accès et les paiements transfrontières. Ainsi que l'analysent **Morten Bech** et **Jenny Hancock** dans « **Innovations in payments** », un grand nombre d'individus n'ont qu'un accès limité, voire aucun accès, à une banque ou à un autre type de compte de paiement, en particulier dans les marchés émergents et les économies en développement (EMDE). Par ailleurs, les paiements transfrontières demeurent lents, onéreux et complexes. Dans les EMDE, dont le PIB se compose parfois pour une large part d'envois de fonds de travailleurs expatriés, ces lacunes en termes d'accès et de



paiements transfrontières se renforcent mutuellement, exacerbant les inefficacités des systèmes en place.

Une grande partie des paiements transfrontières passe par des banques correspondantes. Dans le cadre d'activités de correspondant bancaire, une banque conserve les dépôts appartenant à d'autres banques, y compris celles d'autres pays, et joue le rôle d'intermédiaire de paiement et de fournisseur de services annexes. Le nombre de banques correspondantes a chuté d'environ 20 % entre 2011 et 2018. Dans « **On the global retreat of correspondent banks** », **Tara Rice**, **Goetz von Peter** et **Codruta Boar** étudient les facteurs de ce déclin et évaluent ses conséquences potentielles pour l'accès des pays au système financier mondial, les coûts des paiements transfrontières et l'utilisation de réseaux de paiements moins régulés.

Des initiatives ont été lancées pour améliorer les infrastructures liant les banques et d'autres fournisseurs de services de paiement dans différents pays. Dans « **Payments without borders** », **Morten Bech**, **Umar Faruqi** et **Takeshi Shirakami** évaluent les initiatives visant à établir des systèmes de paiement conçus pour fonctionner à travers les frontières, connecter les systèmes nationaux ou mettre en place des procédures permettant aux fournisseurs de services de paiement d'accéder à distance aux systèmes. Si seul un petit nombre de système de ce type sont actuellement en état de fonctionnement, notamment en Afrique du Sud, au Mexique et en Suisse, d'autres initiatives du même genre, transfrontières ou multidevises, sont en cours de mise en place ou en projet.

L'option de portée la plus importante dans l'amélioration des paiements est un accord entre pairs connectant directement les émetteurs aux destinataires des paiements, et minimisant le nombre d'intermédiaires. Dans « **On the future of securities settlement** », **Morten Bech**, **Jenny Hancock**, **Tara Rice** et **Amber Wadsworth** analysent la manière dont la « tokenisation » (c'est-à-dire la conversion d'actifs en équivalents numériques non enregistrés dans des comptes) pourrait transformer la compensation et le règlement des titres. Ils concluent que ce processus pourrait réduire les coûts et la complexité de ces tâches, mais n'élimine pas les risques associés à l'échec d'une partie à régler les transactions.

Les monnaies numériques de banque centrale ont occupé une place plus importante ces dernières années dans le débat sur les monnaies numériques au sens large. Si une banque centrale devait décider d'émettre sa propre monnaie numérique à destination du grand public, elle ferait face à différents choix technologiques cruciaux. Dans « **The technology of retail central bank digital currency** », **Raphael Auer** et **Rainer Böhme** identifient un certain nombre de modèles possibles en la matière, selon que la banque centrale souhaite émettre cette monnaie numérique directement ou non ; que le règlement fasse l'objet d'un consensus décentralisé ou ait lieu sur un registre centralisé ; et que la monnaie numérique se fonde sur des comptes ou des jetons. Le défi est de concevoir une monnaie numérique qui assure l'équilibre entre la crédibilité des créances directes sur la banque centrale et la commodité d'utilisation des intermédiaires de paiement.