



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 2016 – 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 9 décembre 2016

Claudio Borio

Le trimestre avait commencé dans le calme, et semblait parti pour s'achever de la même manière. Et puis, une nouvelle fois, la quiétude des marchés a été troublée par un événement politique paraissant annoncer un changement de paradigme. Saisir *ce qu'il s'est passé* sur les marchés est tout aussi important que comprendre *pourquoi* cela s'est produit. Et la question de savoir *quelle en sera la suite*, y compris des conséquences potentielles de plus grande ampleur, n'est pas encore élucidée.

Je vais me pencher tout d'abord sur ce qu'il s'est passé. C'est, une fois de plus, le résultat inattendu d'un scrutin qui a tout déclenché : les marchés ont été complètement pris au dépourvu. Il est tentant de paraphraser Oscar Wilde : se tromper une fois peut être considéré comme de la malchance ; se tromper deux fois s'apparente fort à de la négligence. Tout comme lors du référendum sur le Brexit, les marchés avaient joué le tout pour le tout dans la perspective de l'élection présidentielle du 8 novembre aux États-Unis, mais ils ont dû arrêter les frais à la lumière d'un résultat très différent de ce qu'ils attendaient.

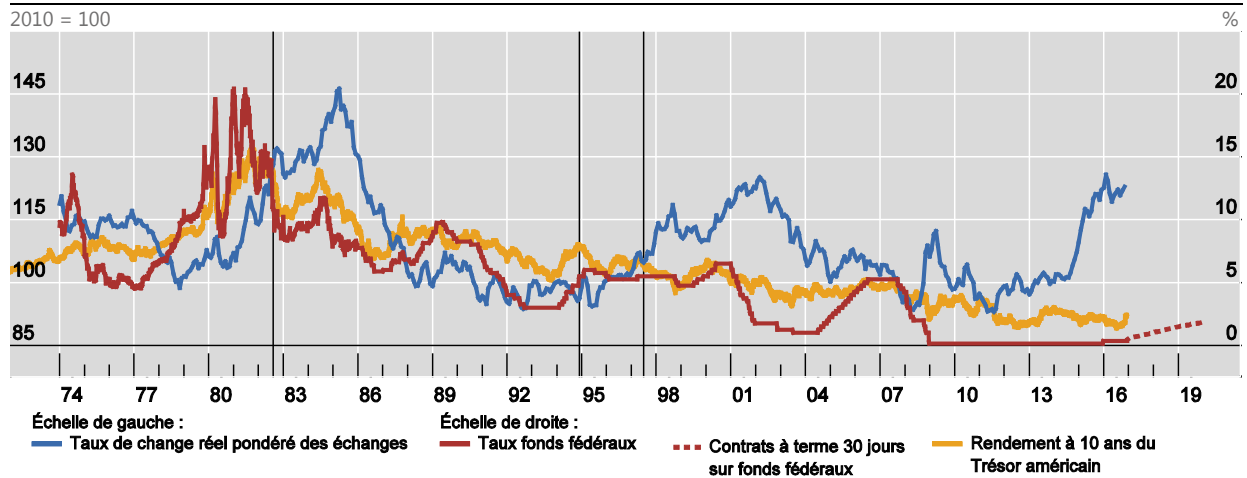
Dans un premier temps, l'évolution des marchés a été comparable à la trajectoire qu'ils avaient suivie durant la campagne, au gré des chances de voir l'un ou l'autre des candidats l'emporter. En quelques heures, les contrats à terme sur l'indice S&P ont plongé de 6 %, les rendements des titres du Trésor ont perdu près de 20 points de base, le taux de change du dollar (panier USDX) a reculé de 2 % et le cours de l'or s'est envolé de 5 %.

Et puis tout s'est brusquement inversé – une surprise laissant place à une autre. Cet abrupt retournement des marchés n'a tenu qu'au ton conciliant du premier discours du futur président, à l'anticipation d'un gonflement des déficits budgétaires sous l'effet de baisses d'impôts et de dépenses d'infrastructure, et à la perspective d'un assouplissement de la réglementation. L'ampleur de l'inversion de tendance a été impressionnante. À fin novembre, les marchés d'actions américains avaient atteint de nouveaux sommets ; les rendements des titres du Trésor américain avaient gagné quelque 50 points de base, accélérant leur hausse progressive depuis leur creux de début juillet ; et, non moins important, le dollar avait repris 4 %, en termes pondérés des échanges, atteignant ainsi son niveau le plus élevé depuis 14 ans (graphique). À l'exact opposé, le cours de l'or avait chuté de 8 %.

Naturellement, ces événements survenant sur les marchés les plus vastes et les plus profonds au monde, dans le pays émetteur de la première monnaie internationale, ont eu des répercussions majeures sur le reste de la planète. Les rendements souverains ont augmenté dans d'autres juridictions et, au sein de la zone euro, les écarts de rendement se sont élargis. Les économies de marché émergentes (EME), en particulier, ont été durement frappées, d'une façon qui rappelait en partie le taper tantrum de la mi-2013. La dépréciation de leurs monnaies, ainsi les sorties des fonds investissant dans leurs actions et obligations, se sont même avérées plus amples que lors de cet épisode, même si les marchés d'actions et du crédit ont beaucoup



La politique monétaire américaine, les rendements obligataires et le dollar



Les lignes verticales continues représentent la crise de la dette latino-américaine (1982), la crise mexicaine (1994) et la crise financière asiatique (1997).

Sources : Bloomberg ; statistiques nationales ; BRI.

moins réagi. C'est le Mexique qui a le plus souffert, ce pays étant le plus exposé au risque de voir les États-Unis adopter une politique protectionniste et freiner l'immigration.

Pendant toute cette période – et c'est là une très bonne nouvelle – les marchés ont fonctionné sans heurt en dépit des fluctuations de prix, rappelant quelque peu ce qui s'était passé autour du scrutin sur le Brexit. Un autre événement qui avait déjà troublé le calme des marchés ce trimestre s'est ainsi trouvé mis en perspective : le mini-crash de la livre sterling, le 7 octobre. En quelques secondes, la livre a dévissé, perdant pas moins de 9 % vis-à-vis du dollar sur des marchés asiatiques peu profonds, pour regagner ensuite une grande partie du terrain perdu. Pourtant, à l'instar de précédents mouvements de marché extrêmement vifs mais brefs, celui-ci n'a causé que peu de remous. Les causes de ces fluctuations inhabituelles ne sont pas entièrement claires, même s'il ne fait aucun doute que les stratégies de négociation électronique à haute fréquence portant sur de gros volumes jouent là un rôle majeur – et il est légitime de se demander quelle est la véritable valeur économique de ces stratégies. Certes, tant que ces mouvements restent contenus et ne menacent pas le fonctionnement du marché ni la solidité des établissements financiers, ce n'est pas un grand sujet de préoccupation : il faut peut-être simplement s'y habituer. De façon plus générale, la résilience des marchés rend justice aux efforts engagés pour renforcer les fonds propres et la liquidité des établissements financiers : si les banques sont plus solides, la liquidité de marché sera plus robuste.

Nous avons vu ce qu'il s'est passé. Qu'en est-il des causes ? Les événements survenus ce trimestre sont remarquables en ce que, pour une fois, les banques centrales n'étaient pas en première ligne. Certes, les marchés financiers ont dû imaginer comment les banques centrales allaient réagir à ces surprises : les anticipations d'une hausse des taux directeurs de la Réserve fédérale en décembre, qui serait suivie d'autres relèvements (très progressifs néanmoins par rapport aux périodes passées), se sont raffermies. D'où l'ajustement à la hausse de la trajectoire attendue des taux à court terme, implicite dans la courbe des rendements, et le rétrécissement rapide de l'écart entre les anticipations des marchés et les projets de la Réserve fédérale. Mais ce ne sont pas les déclarations des banques centrales ni les décisions des responsables publics qui ont, fondamentalement, déclenché ces fluctuations. Il semble que les acteurs du marché aient, pour une fois, pris les devants pour anticiper et préparer l'avenir, se montrant moins dépendants des faits et gestes des banques centrales. Cela, en soi, est une saine réaction, qui nous amène à nous interroger sur « la suite ». Sommes-nous face à une réaction excessive des marchés ou à un changement de



paradigme ? La question est difficile à trancher, à ce stade, car les incertitudes sont trop grandes. Ce qui est surprenant, c'est qu'un seul événement politique a semble-t-il suffi aux marchés pour perdre d'un coup foi en un avenir fait de taux d'intérêt durablement ultra-bas, de faible croissance séculaire et de pressions désinflationnistes. Ces événements pourraient, finalement, marquer le début tant attendu d'un processus de normalisation bienvenu, après les conditions extraordinaires que nous connaissons depuis la fin de la crise. Mais cela reste à voir, et la prudence s'impose. Ne nous y trompons pas : les rendements obligataires sont encore extrêmement faibles dans une perspective à long terme (graphique).

Quoi qu'il en soit, on peut cerner certaines des conséquences que pourraient avoir la persistance et l'intensification de la remontée des taux d'intérêt, de la courbe des rendements et du cours du dollar. Le chemin ne sera certainement pas dépourvu de cahots, ce qui est inévitable, vu le point de départ. Les banques et le secteur financier tireraient parti, dans l'ensemble, d'une courbe des rendements plus pentue, même si cela peut provoquer, à court terme, des pertes en capital. Ce serait un coup de pouce bienvenu pour le secteur bancaire de nombreuses économies avancées, qui [peine encore à surmonter le scepticisme des marchés](#), à dégager des bénéfices durables et à tourner la page de la crise une bonne fois pour toutes. La hausse des actions bancaires américaines indique que les marchés anticipent une amélioration des perspectives, même si elle reflète aussi l'assouplissement attendu de la réglementation du secteur. Dans le même temps, les établissements financiers non américains qui dépendent fortement des financements en dollar pourraient devoir s'adapter. Et il est probable que les économies de marché émergentes subissent des pressions supplémentaires. Les plus vulnérables seraient celles dont les déséquilibres financiers intérieurs accumulés durant une phase d'expansion prolongée coïncident avec un alourdissement de la dette en devises induit par l'appréciation du dollar et la remontée des taux. Tout cela n'arrivera pas demain ; les choses évoluent progressivement, mais à un rythme irrégulier. Et nous ne savons pas quelle pourrait être l'intensité de ces tensions. Mais tout cela mérite d'être observé attentivement. Hyun va développer ce dernier point dans un instant.

À plus long terme, les signes les plus inquiétants concernent le risque de renforcement du protectionnisme. Ces signes se multiplient depuis quelques années, et les perspectives s'assombrissent considérablement depuis les derniers événements politiques. Personne n'y gagnerait : il n'y aurait que des perdants. Un ralentissement de la croissance mondiale, et éventuellement une hausse de l'inflation, ne seraient bénéfiques pour personne.

Hyun Song Shin

Les économies de marché émergentes (EME) sont confrontées aux défis de l'appréciation du dollar, de la hausse des rendements obligataires dans les économies avancées et des sorties de capitaux. Comme l'a souligné Claudio, ces évolutions récentes ont eu, jusqu'ici, un impact bien moins sensible qu'au cours du *taper tantrum*, mais elles interviennent à un stade plus avancé du cycle de resserrement de la politique monétaire américaine. Et la diminution de la volatilité liée à l'assouplissement des conditions monétaires dans d'autres économies avancées se fera peut-être plus rare dans les mois à venir.

Quelles sont les implications pour la stabilité financière et pour l'économie réelle dans les EME ?

Il est rassurant de constater que les emprunts bancaires d'échéance courte cèdent la place à des titres de créance à échéance plus longue émis par les emprunteurs des EME. Certes, quelque 120 milliards de dollars de titres de dette d'entreprises des EME libellés en dollars arriveront à maturité en 2017. Ces titres de créance, d'échéance longue, ne représentent toutefois qu'environ 10 % de l'encours total. De ce fait, les emprunteurs pourraient être moins vulnérables à une « interruption soudaine » liée à une incapacité de refinancer leur dette arrivant à maturité. Cependant, en raison précisément de ces échéances plus longues, les prix des obligations sont devenus plus sensibles à l'évolution des rendements. Par conséquent, les prêteurs sont plus exposés au risque de marché. Pour emprunter au jargon du métier, les



investisseurs encourent un plus grand « risque de durée ». Si les investisseurs réagissent à la hausse des rendements en vendant leurs titres et en restant à l'écart, ils pourraient amplifier les perturbations du marché.

Plus généralement, ce qui se produit sur les marchés financiers ne se limite pas toujours aux marchés financiers. Les perturbations financières peuvent avoir un impact économique réel. Même si un pays dispose d'importantes réserves de changes, les entreprises peuvent, elles, manquer de ressources financières et, en conséquence, réduire leurs investissements et leurs activités, ce qui se traduit par un ralentissement des recrutements et de la production. Un tel enchaînement remet en cause l'idée généralisée d'une croissance plus rapide des EME, confortant les investisseurs dans leur méfiance et enclenchant la boucle de rétroaction négative. Ainsi, même des banques centrales détenant d'importantes réserves de changes peuvent éprouver des difficultés à remédier au ralentissement de l'économie réelle lorsque les conditions financières mondiales se durcissent.

Dans quelle mesure la dépréciation des monnaies peut-elle alors jouer le rôle d'amortisseur ? C'est justement la question que soulèvent **Jonathan Kearns et Nikhil Patel dans leur étude**. La thèse classique veut que la dépréciation d'une monnaie soutienne la croissance, toutes choses égales par ailleurs, dans la mesure où elle s'accompagne d'une hausse des exportations nettes et de la production. Ce phénomène est parfois désigné sous le nom de canal des échanges. Néanmoins, les taux de change affectent aussi l'économie d'un pays par le biais du canal financier, lorsque la dette en devises pèse sur la croissance en raison de la dépréciation de la monnaie domestique.

L'impact du canal financier dépend de la sensibilité des bilans aux taux de change, tandis que le dynamisme du canal des échanges est tributaire de la réaction du commerce à l'évolution de ces taux.

Les auteurs concluent que dans le cas des EME, le canal financier contrebalance largement le canal des échanges. Dans le cas des économies avancées, où le canal des échanges prévaut, cet effet est moins sensible. Dans 13 EME sur 22, la somme du taux de change pondéré par la dette (DWER) et des élasticités au cours de change effectif nominal (NEER) est *positive*, ce qui signifie qu'une appréciation égale des deux mesures des taux de change *soutiendrait* la croissance, contrairement à ce prévoit la thèse classique. Le canal des échanges comme le canal financier jouent un rôle plus important en Asie qu'en Amérique latine. Par ailleurs, le canal financier a davantage d'impact sur les EME fortement endettées en devises.

Au-delà de ces mécanismes macroéconomiques, les dimensions structurelles des marchés des changes et des dérivés peuvent avoir des conséquences non négligeables sur le fonctionnement des marchés et la stabilité financière. Ces marchés ont connu une évolution rapide au cours des dernières années. Les autres études publiées dans l'édition de décembre 2016 du Rapport trimestriel apportent des éclairages sur ces évolutions, sur la base de la dernière **Enquête triennale de la BRI relative à l'activité mondiale sur les marchés des changes et dérivés de gré à gré, menée auprès des banques centrales**. Trois thèmes sous-jacents se font jour dans cette enquête.

Il s'agit tout d'abord de la modification de la composition et du rôle des acteurs des marchés mondiaux des changes, comme l'expliquent **dans leur étude Michael Moore, Andreas Schrimpf et Vlad Sushko**.

Les fonds spéculatifs, les utilisateurs finaux non financiers et les banques de petite taille ont été moins présents sur le marché. Moins à même d'entreposer les expositions au risque et d'effectuer des transactions pour compte propre, les banques de négoce ont revu leurs modèles stratégiques. Ce faisant, un petit nombre de banques de négoce de premier plan ont consolidé leur position en tant que fournisseurs de liquidité, attirant de nouveaux flux de clients, y compris d'autres banques.



L'impact de l'évolution du marché des changes sur la répartition des risques reste incertain, mais c'est une question de première importance. Tout changement majeur des conditions de liquidité pourrait avoir des conséquences sur le risque de marché et sur l'efficacité des stratégies de couverture des entreprises, des gérants d'actifs et d'autres utilisateurs finaux des changes.

Le deuxième thème est l'évolution du rôle des monnaies des EME. Si les volumes de transactions sur les changes ont baissé pour la première fois depuis 2001, à 5 100 milliards de dollars en avril 2016, un certain nombre de monnaies d'EME, notamment le renminbi, occupent désormais une place plus importante. Les volumes d'échanges sur le renminbi ont quasiment doublé tous les trois ans au cours des quinze dernières années et dépassent maintenant les 200 millions de dollars par jour, soit 4 % du total des échanges mondiaux.

Parallèlement, la façon dont évolue le marché des changes est très variable à travers les EME. **Dans leur étude, Robert McCauley et Chang Shu** distinguent trois trajectoires empruntées par les monnaies des EME, en fonction de l'utilisation des contrats à terme non livrables (NDF), lesquels permettent de réaliser des opérations de couverture et de spéculer sur une monnaie sans en assurer ou requérir le règlement.

La première trajectoire, illustrée par le won sud-coréen, se caractérise par une montée en puissance des NDF à la faveur d'une politique imposant des restrictions en termes de livraison extraterritoriale. S'agissant de la deuxième trajectoire, suivie notamment par le rouble libéralisé, les NDF conservent un rôle relativement mineur dans un contexte de sanctions financières et d'incertitudes politiques. La troisième trajectoire, qui ne concerne que la Chine, voit la monnaie s'internationaliser dans un cadre global de contrôle des capitaux. Dans le cas du renminbi, les *contrats à terme livrables* (DF) ont pris le pas sur les NDF extraterritoriaux.

L'évolution des marchés de dérivés des EME est étroitement liée à celle des marchés des changes, comme le soulignent **Christian Upper et Marcos Valli dans leur étude**. Les volumes moyens quotidiens de transactions sur les dérivés de change et de taux d'intérêt, mesurés en monnaie nationale, ont augmenté de 25 % entre les enquêtes de 2013 et 2016, même s'il existe de fortes disparités entre les monnaies. Le marché le plus vaste et dont la croissance est la plus rapide est celui des contrats sur le taux de change du renminbi et des taux d'intérêt associés au renminbi. Son activité a crû de 50 % depuis 2013 (55 % en monnaie locale), pour atteindre 150 milliards de dollars par jour en avril 2016.

Bien que ces montants puissent paraître élevés, ils restent relativement modestes par rapport au PIB ou aux variables permettant de rendre compte des besoins de couverture, mesurés par les échanges internationaux ou l'investissement. Selon toutes ces mesures, même les EME dont les marchés de dérivés sont relativement développés et profonds affichent des volumes d'échanges moins élevés que la plupart des économies avancées.

Enfin, le troisième thème a trait à la politique monétaire comme facteur d'orientation des changes, mais aussi des marchés de dérivés. Le marché mondial des dérivés de taux d'intérêt a été fortement influencé par les opérations de couverture et les prises de positions liées à l'évolution des attentes concernant la politique monétaire américaine, comme l'observent **Torsten Ehlers et Egemen Eren dans leur étude** sur le marché des dérivés de taux d'intérêt. Entre 2013 et 2016, les volumes d'échanges mesurés en encours notionnels ont presque doublé sur les dérivés de taux d'intérêt libellés en dollar, tandis qu'ils ont diminué de moitié sur les contrats en euro, reflétant l'environnement de taux faibles et stables en Europe. Parallèlement, les transactions sur les swaps en dollar d'échéance longue sont restées limitées, témoignant de la baisse de la demande de couverture de la part des agences paragouvernementales américaines (GSE). En raison des achats d'actifs de la Réserve fédérale, les GSE font face à un moindre risque de duration, nécessitant moins d'opérations de couverture dynamique. La conséquence est un moindre potentiel de renversement mécanique abrupt des taux d'intérêt à long terme.