

## Marchés financiers : un changement de paradigme ?

Ces derniers mois, les rendements obligataires sont restés, dans l'ensemble, nettement orientés à la hausse. Après les nouveaux creux historiques enregistrés cet été sur les principaux marchés des titres à revenu fixe, les rendements affichaient globalement, fin novembre, une forte augmentation, d'une ampleur en réalité similaire à celle de la période de mai à septembre 2013, lorsque la Réserve fédérale américaine avait perturbé les marchés en annonçant l'abandon progressif de ses achats d'actifs (le « *taper tantrum* »). Pourtant, en dépit d'un risque de durée plus élevé que jamais, les signes de tensions sur les marchés du crédit ont été rares, les écarts de rendement demeurant modérés et la volatilité, contenue.

D'abord fondée sur des nouvelles macroéconomiques positives au plan mondial, la hausse des rendements s'est vivement accélérée après l'élection présidentielle américaine. Les réactions des marchés obligataires observées autour du jour de l'élection ont été similaires à celles qui avaient entouré la première élection de Ronald Reagan, en 1980. La vigueur des marchés boursiers américains a elle aussi fait écho à cet événement, donnant à penser que les marchés anticipaient un boom aux États-Unis et une croissance des bénéfices des entreprises sous l'effet de l'évolution attendue vers une politique budgétaire plus expansionniste, une baisse des impôts et un assouplissement de la réglementation. Ainsi, les marchés ont misé davantage sur un resserrement monétaire aux États-Unis, et le dollar s'est raffermi.

La hausse mondiale des rendements et le raffermissement du dollar ont pesé sur les actifs des économies de marché émergentes (EME). Jusqu'au début novembre, les EME étaient restées à l'abri des phénomènes observés dans les économies avancées. Mais ensuite, les perceptions des investisseurs ont nettement changé. Pendant la semaine qui a suivi l'élection, les sorties des fonds obligataires et la dépréciation des monnaies ont été encore plus marquées qu'au plus fort du *taper tantrum*.

Dans les EME, les réactions des marchés du crédit et des actions ont toutefois été moins vives qu'en 2013, reflétant peut-être un contexte économique et financier différent. De fait, les fonds investis dans des titres des EME avaient déjà subi d'importantes sorties de flux (contrairement à la collecte régulière de ces dernières années), dissipant les pressions sur la valorisation des actifs. En outre, le boom attendu aux États-Unis a pu être perçu comme favorable aux EME. Des risques persistent néanmoins, d'autant plus que le degré d'incertitude politique est élevé dans plusieurs juridictions clés. Qui plus est, 10 % de la dette des entreprises des EME libellée en dollar arriveront à échéance en 2017, ce qui pourrait exercer des pressions supplémentaires sur les marchés financiers des EME.

Le coût des financements en dollar à court terme a sensiblement augmenté, avant tout en réaction aux modifications, entrées en vigueur en octobre, des réglementations concernant les grands fonds monétaires des États-Unis. Par suite

d'une diminution de 70 % des actifs gérés par ces fonds depuis octobre 2015, conjuguée à la réorientation de leurs portefeuilles au profit d'échéances plus courtes, les écarts Libor-OIS se sont considérablement élargis. Pourtant, il n'en est résulté aucune perturbation majeure, contrairement aux épisodes antérieurs de hausse comparable de ces écarts.

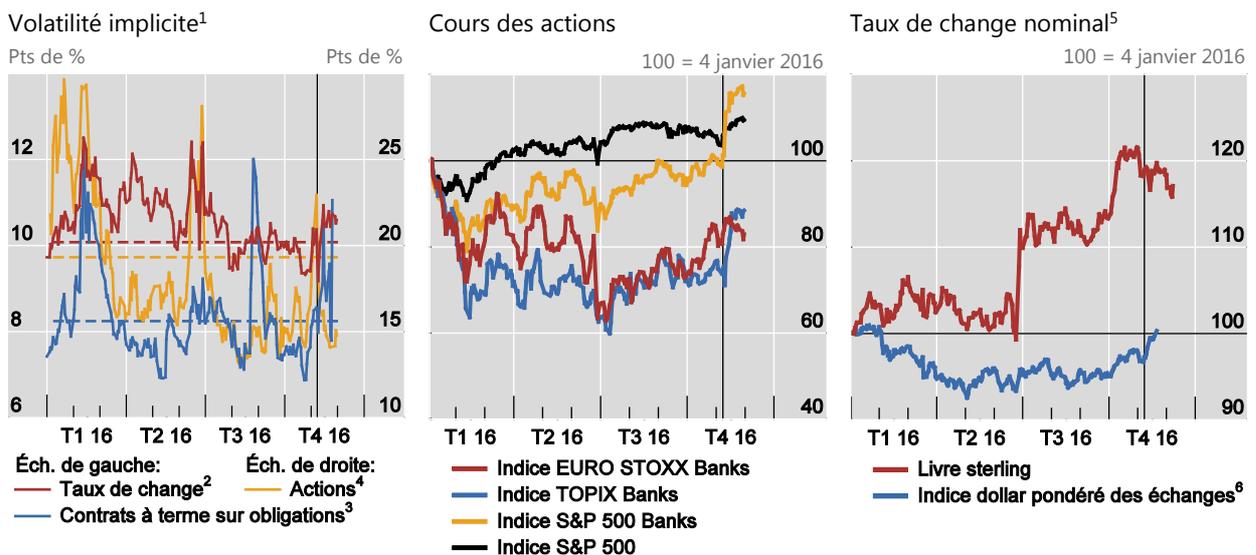
## Des marchés résilients face à une évolution majeure des perspectives

Durant les semaines précédant les élections américaines, les marchés ont continué à se remettre du choc financier du Brexit, aidés par une série de nouvelles macroéconomiques positives. La volatilité était égale ou inférieure à ses moyennes historiques (graphique 1, cadre de gauche). Les actions ont bien résisté (graphique 1, cadre du milieu), et les primes de risque de crédit sont restées faibles. Dans les économies avancées, les rendements obligataires n'ont pas cessé d'augmenter, après leurs creux historiques de l'été. Les mouvements des marchés ont reflété la croissance du PIB au troisième trimestre, d'une vigueur inattendue, et la publication d'indices PMI manufacturiers – des indicateurs de croissance avancés – signalait une expansion économique dans la plupart des pays.

Au début d'octobre, la perspective de plus en plus probable d'un « Brexit dur » a fait peser de nouvelles pressions à la baisse sur la livre sterling (graphique 1, cadre

Les élections américaines bousculent les marchés

Graphique 1

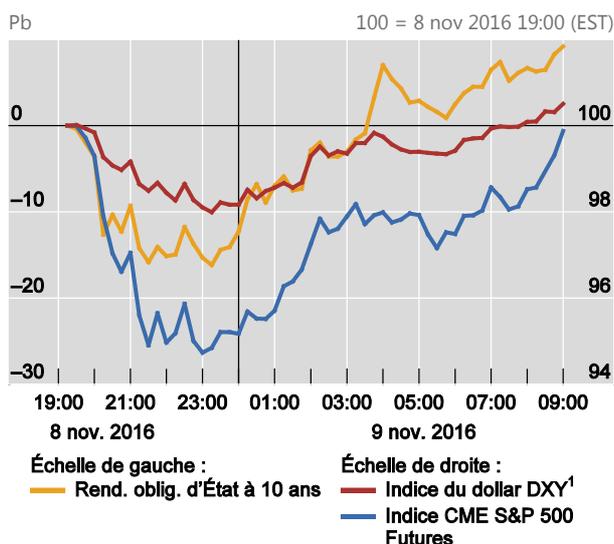
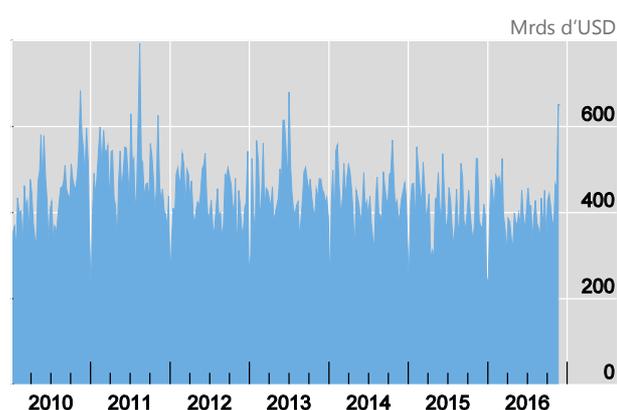


La ligne verticale marque le 8 novembre 2016, jour de l'élection présidentielle américaine.

<sup>1</sup> Lignes horizontales discontinues : moyennes arithmétiques de la période allant de 2010 à ce jour pour chaque série de volatilité implicite. <sup>2</sup> D'après l'indice JPMorgan VXY Global (indice de la volatilité implicite, pondérée des volumes, des options à parité à 3 mois sur 23 paires de monnaies avec le dollar). <sup>3</sup> Volatilité implicite des options à parité des contrats à terme sur obligations à long terme de l'Allemagne, des États-Unis, du Japon et du Royaume-Uni ; moyenne pondérée, sur la base des PIB et des taux de change à PPA. <sup>4</sup> Volatilité implicite des indices S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 et Nikkei 225 ; moyenne pondérée sur la base de la capitalisation boursière. <sup>5</sup> Une hausse dénote une dépréciation de la monnaie locale par rapport au dollar. <sup>6</sup> Indice, pondéré des échanges commerciaux, des cours du dollar : principales monnaies (DTWEXM). Une hausse indique une appréciation du dollar en termes pondérés des échanges commerciaux.

Sources : Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale ; Bloomberg ; JPMorgan Chase ; et calculs BRI.

Fortes fluctuations durant la nuit

Volume de transactions sur titres du Trésor américain<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Indique la valeur internationale générale du dollar telle que calculée par ICE à l'aide des cours fournis par 500 banques. <sup>2</sup> Volume moyen de transactions réalisé par les spécialistes en valeurs du Trésor américain, données hebdomadaires.

Sources : Banque de Réserve fédérale de New York ; et Bloomberg.

de droite), sans toutefois entraîner de répercussions majeures sur les marchés financiers mondiaux. Même le « crash éclair » du 7 octobre, où la livre a perdu 9 % face au dollar en quelques secondes avant de se redresser rapidement, n'a laissé que peu de séquelles sur l'ensemble du marché.

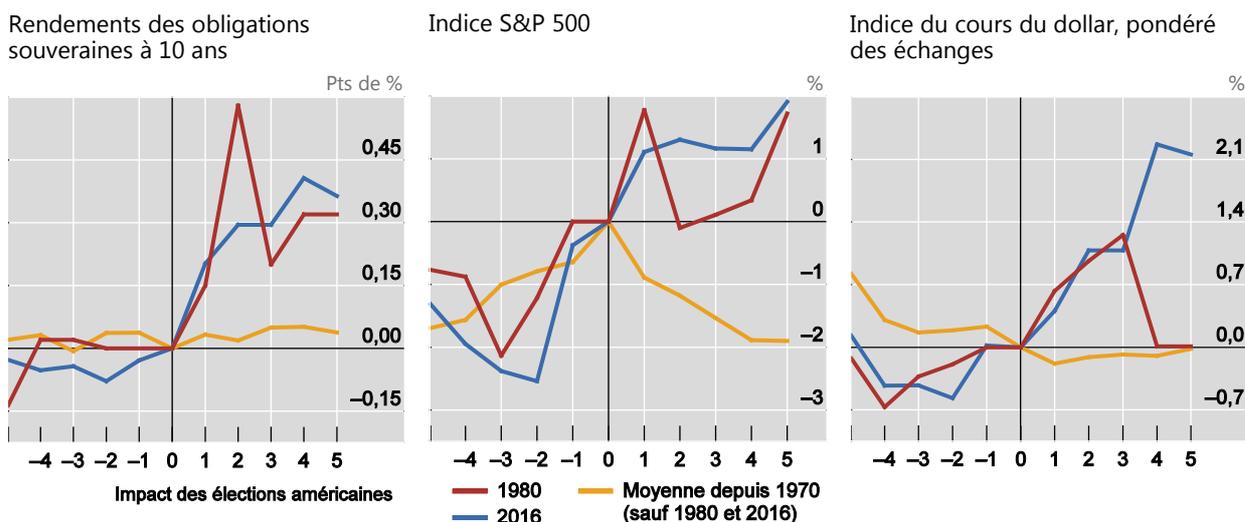
Le 8 novembre, les marchés ont été fortement secoués, surpris par un événement politique d'envergure pour la deuxième fois de l'année. Tandis que le résultat inattendu des élections américaines se dessinait pendant la nuit, les contrats à terme sur l'indice S&P 500 ont plongé de 6 %, les rendements sur les titres du Trésor à 10 ans ont perdu près de 20 points de base, et le dollar a reculé de 2 % face à un panier de devises (graphique 2, cadre de gauche). Ces mouvements initiaux ont représenté environ cinq fois l'écart type des variations journalières. Ils se sont toutefois plus qu'inversés en quelques heures, tandis que les intervenants de marché révisaient leurs positions sur l'impact de la réorientation probable de la politique économique américaine et que le futur président prononçait un premier discours au ton conciliant.

Les marchés ont fait preuve de résilience face aux amples fluctuations de la nuit et des jours qui ont suivi. La liquidité de marché est restée suffisante. Le volume des opérations sur le marché des titres du Trésor américain a augmenté, dépassant sa moyenne de long terme (graphique 2, cadre de droite). D'une manière comparable à ce qui s'était passé après le Brexit, la volatilité sur les marchés d'actions comme sur les marchés obligataires a retrouvé en quelques jours les niveaux observés avant le scrutin.

Durant les premiers jours suivant l'élection présidentielle, les marchés ont connu une soudaine inversion de tendance. Les prix des actions et les rendements obligataires aux États-Unis se sont envolés, reproduisant la dynamique qui avait suivi l'élection de Ronald Reagan en 1980 (graphique 3). On peut en déduire que les marchés anticipaient un regain de croissance et une augmentation des bénéfices des

## Les réactions des marchés américains rappellent la première élection de Ronald Reagan<sup>1</sup>

Graphique 3



<sup>1</sup> Évolution des réactions du marché durant cinq séances autour des dates des élections : 4 novembre 1980 (première élection de Ronald Reagan), 8 novembre 2016 (élection de Donald Trump).

Sources : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de Réserve des États-Unis ; Bloomberg ; et calculs BRI.

entreprises aux États-Unis sous l'effet de l'évolution attendue vers une politique budgétaire plus expansionniste, une baisse des impôts et un assouplissement de la réglementation. De fait, les promesses de campagne – lancement d'un plan de relance budgétaire de 1 000 milliards de dollars (environ 5 % du PIB) et baisse des impôts pour les particuliers et les entreprises – ont été réaffirmées, bien que ces projets demeurent encore très imprécis. Ainsi portés par un sentiment positif, les indices boursiers américains ont atteint des records fin novembre (graphique 1, cadre du milieu).

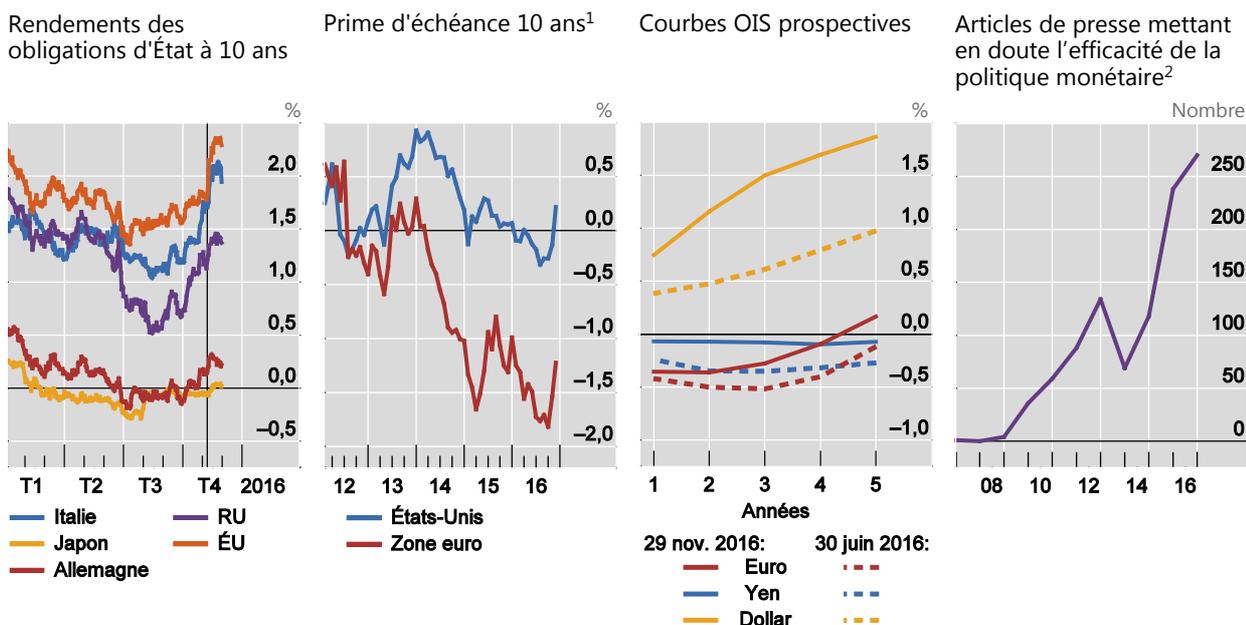
Dans la perspective d'un assouplissement de la réglementation bancaire et d'une hausse des taux d'intérêt, les actions des banques américaines étaient même en tête des vigoureuses performances du marché (graphique 1, cadre du milieu). Ces actions ont été soutenues par les anticipations d'un redressement conjoncturel et d'une hausse des marges d'intérêt nettes. Cette embellie s'est largement appuyée sur l'assouplissement attendu de la loi Dodd-Frank, pierre angulaire du renforcement de la réglementation financière qui a suivi la Grande Crise financière (GCF) aux États-Unis. Les actions des banques japonaises ont profité de l'optimisme ambiant, tandis que celles de leurs homologues européennes restaient globalement inchangées.

## Vague de liquidations sur les marchés obligataires

La forte poussée des rendements après les élections américaines a accentué une tendance qui était à l'œuvre depuis le milieu de l'année (graphique 4, premier cadre). Avant le 8 novembre, les rendements des titres du Trésor à 10 ans avaient déjà gagné près de 50 points de base sur leur creux historique de début juillet. Ils ont progressé de 20 points de base supplémentaires en réaction aux résultats des élections. Seules

## Les anticipations de resserrement de la politique monétaire poussent les rendements à la hausse

Graphique 4



La ligne verticale marque le 8 novembre 2016, jour de l'élection présidentielle américaine.

<sup>1</sup> Sur la base d'un modèle associant données macroéconomiques et structure des échéances - voir Hördahl, P., et Tristani, O., « Inflation risk premia in the term structure of interest rates », *BIS Working Papers* n° 228, mai 2007 ; zone euro : obligations de l'État français ; données préliminaires pour novembre 2016. <sup>2</sup> Nombre total annuel d'articles parus dans de grands organes de presse employant les termes « inefficace », « moins efficace » ou « limites de la politique monétaire » dans le contexte d'analyses relatives à la Banque du Japon ou à la BCE. Pour 2016, le nombre est annualisé.

Sources : Bloomberg ; Factiva ; et calculs BRI.

1 % des variations journalières des rendements au cours des 25 dernières années ont été plus amples que ce mouvement, le plus prononcé sur une journée depuis le *taper tantrum*. Et les rendements ont encore grimpé, pour gagner au total près de 100 points de base depuis l'été, une variation du même ordre que celle qui avait accompagné le *taper tantrum*.

Ce sont non seulement l'anticipation d'un resserrement de la politique monétaire mais aussi la révision à la hausse des primes d'échéance qui ont contribué à accroître les rendements des obligations (graphique 4, deuxième cadre). La probabilité implicite dans les marchés que la Réserve fédérale relève ses taux en décembre est passée d'un peu plus de 50 % au début du trimestre à près de 100 % à la fin novembre. Les marchés envisagent en outre un rythme de resserrement un peu moins progressif, même s'il demeure inférieur à la trajectoire anticipée par les membres du Comité de politique monétaire et resterait lent au regard des évolutions passées (graphique 4, troisième cadre). Par ailleurs, la forte révision des primes d'échéance a joué un rôle important. Le retournement des anticipations en novembre a poussé les primes d'échéance en territoire positif, même si elles étaient encore très faibles.

À l'exception du Japon, les rendements des obligations d'État, dans les grandes économies avancées, ont reflété la dynamique des valeurs du Trésor américain (graphique 4, premier cadre). S'éloignant de leurs creux historiques de l'été, ils ont connu des hausses comparables à celles du *taper tantrum*. À la mi-novembre, les rendements sur les obligations de l'État britannique à 10 ans avaient rattrapé tout le terrain perdu après le scrutin sur le Brexit. De même, les rendements des obligations

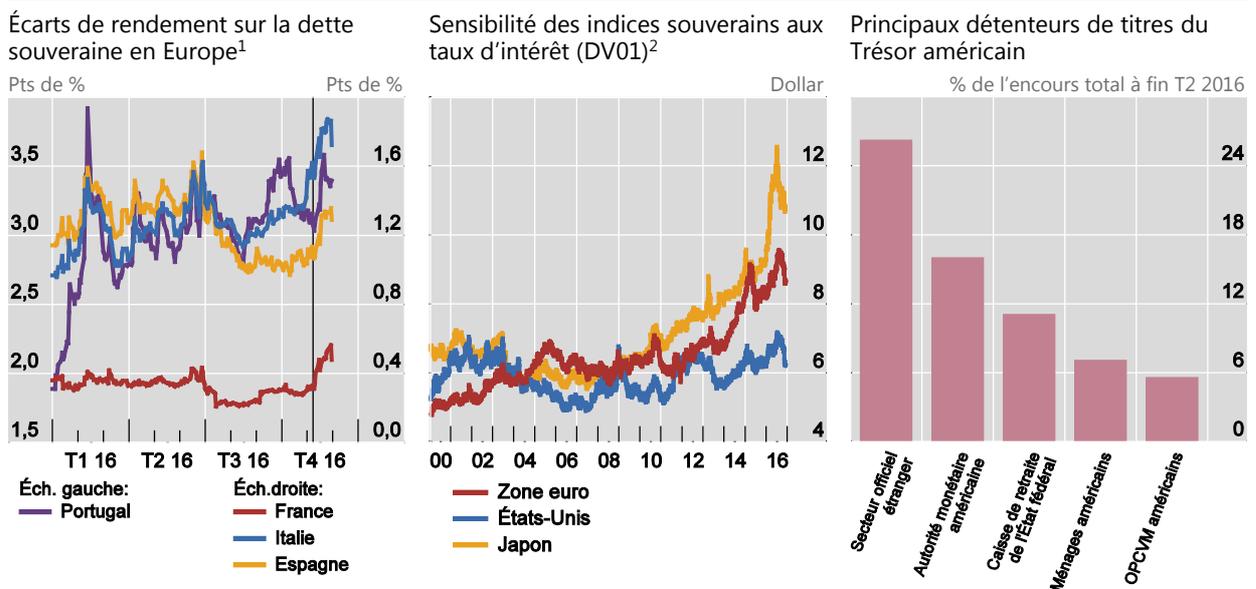
souveraines des États de la zone euro ont augmenté en moyenne de quelque 50 points de base, poussés, comme aux États-Unis, par les anticipations de politique monétaire et les primes d'échéance. Les rendements des obligations de l'État japonais à 10 ans, en revanche, ont légèrement régressé après le 21 septembre - date à laquelle la Banque du Japon a annoncé sa nouvelle politique de maîtrise de la courbe des rendements - avant de remonter en territoire positif en novembre.

Outre les retombées directes du marché des titres du Trésor américain, un autre facteur explique la hausse des rendements des obligations souveraines au Japon et dans la zone euro : les marchés ont peu à peu cessé d'anticiper une poursuite de l'assouplissement monétaire (graphique 4, troisième cadre), du fait de l'amélioration de la conjoncture macroéconomique ainsi que des obstacles politiques et économiques à la poursuite de cette politique. Depuis quelques années, les commentateurs de marché s'interrogent de plus en plus sur l'efficacité de la politique monétaire (graphique 4, quatrième cadre). Des préoccupations se sont en outre fait jour quant aux conséquences potentiellement néfastes, pour le secteur financier, de taux faibles, voire négatifs. De plus, certains analystes se demandent si les banques centrales ne risquent pas de se voir, à terme, incapables de maintenir leurs programmes d'achat d'obligations, faute de titres admissibles.

Les écarts de rendement entre obligations d'État de la zone euro se sont élargis. Ce sont la France, l'Espagne, l'Italie et le Portugal qui ont le plus souffert : leurs écarts avec les obligations allemandes à 10 ans se sont accrus de 30 à 60 points de base entre l'été et la fin novembre (graphique 5, cadre de gauche). L'accentuation des incertitudes politiques joue probablement un rôle, puisque l'Italie et la France iront

## La vague de liquidations sur le marché obligataire ne fait guère de remous

Graphique 5



La ligne verticale marque le 8 novembre 2016, jour de l'élection présidentielle américaine.

<sup>1</sup> Écart entre les rendements des obligations d'État à dix ans de différents pays et les rendements d'obligations allemandes comparables. <sup>2</sup> Variation en dollar de la valeur de l'obligation pour 1 point de pourcentage de variation du rendement ; le résultat est proportionnel au prix de l'obligation multiplié par sa sensibilité aux taux.

Sources : Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale ; Bank of America Merrill Lynch ; Bloomberg ; données nationales ; et calculs BRI.

aux urnes dans les mois à venir. L'issue du référendum du 4 décembre en Italie a encore accru les incertitudes politiques et économiques pesant sur les perspectives.

Dans les économies avancées, les marchés se sont ajustés sans heurt à la hausse rapide des rendements, malgré un risque de duration historiquement élevé. Si les portefeuilles obligataires étaient très vulnérables aux variations des taux d'intérêt, comme en témoigne la duration (graphique 5, cadre du milieu), les écarts de rendement sur obligations d'entreprises sont néanmoins restés comprimés par rapport à l'épisode du *taper tantrum*. Entre juillet et novembre, ces écarts se sont même resserrés aux États-Unis, atteignant pratiquement, fin novembre, leur plus bas niveau de l'année. Ceux des entreprises se sont légèrement élargis dans la zone euro. Toutefois, ils demeuraient encore inférieurs de 20 % à leur niveau d'après Brexit. En outre, la volatilité sur les marchés obligataires est restée contenue (graphique 1, cadre de gauche).

L'incidence limitée de la hausse des rendements peut en partie refléter le fait que les grands détenteurs d'obligations d'État sont en mesure d'absorber des pertes en valeur de marché (graphique 5, cadre de droite) et que seuls de rares signes de rétroactions négatives ont été observés au travers des activités de couverture. Par exemple, les titres du Trésor américain sont détenus à hauteur d'environ 40 % par la Réserve fédérale et le secteur officiel étranger. Les fonds de pension (troisièmes détenteurs de titres du Trésor) et les compagnies d'assurance pourraient même tirer parti d'une hausse à moyen terme, car un environnement de taux normalisé leur permettrait de fournir plus facilement les rendements promis. Cependant, les pertes de valorisation à court terme peuvent peser sur les bénéfices et les fonds propres, en fonction des normes comptables. De plus, les activités de couverture des agences paraguayennes américaines (*government-sponsored enterprises* – GSE), qui avaient contribué à perturber le marché obligataire en 1994, sont maintenant beaucoup plus restreintes. La raison en est que, dans le cadre de l'assouplissement quantitatif, les GSE ont vendu une grande partie de leurs portefeuilles à la Réserve fédérale, laquelle ne couvre pas ses titres<sup>1</sup>.

## Des économies de marché émergentes sous pression

Les économies de marché émergentes ont connu un profond revirement de la confiance des investisseurs dans le sillage des élections américaines. Jusqu'à fin octobre, les EME ont été en grande partie insensibles à la hausse des rendements dans les économies avancées. Les marchés d'actions étaient restés stables, de même que les taux de change, tandis que les écarts de rendement avaient reculé de quelque 80 points de base depuis la mi-2016. Dans le même temps, les fonds d'actions et d'obligations investissant dans les valeurs des EME avaient vu s'accroître leurs actifs sous gestion de plus de 50 milliards de dollars, les entrées étant montées en flèche début juillet. L'émission de titres de créance par les emprunteurs des EME s'était aussi poursuivie à un rythme soutenu aux deuxième et troisième trimestres<sup>2</sup>. Après les élections américaines, les monnaies des EME ont fléchi, les écarts de rendement se sont élargis et les marchés boursiers se sont essoufflés.

<sup>1</sup> Pour plus de précisions, voir T. Ehler et E. Eren (2016), « [The changing shape of interest rate derivatives markets](#) », *Rapport trimestriel BRI*, décembre.

<sup>2</sup> « [Principales tendances des flux financiers mondiaux](#) », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2016.

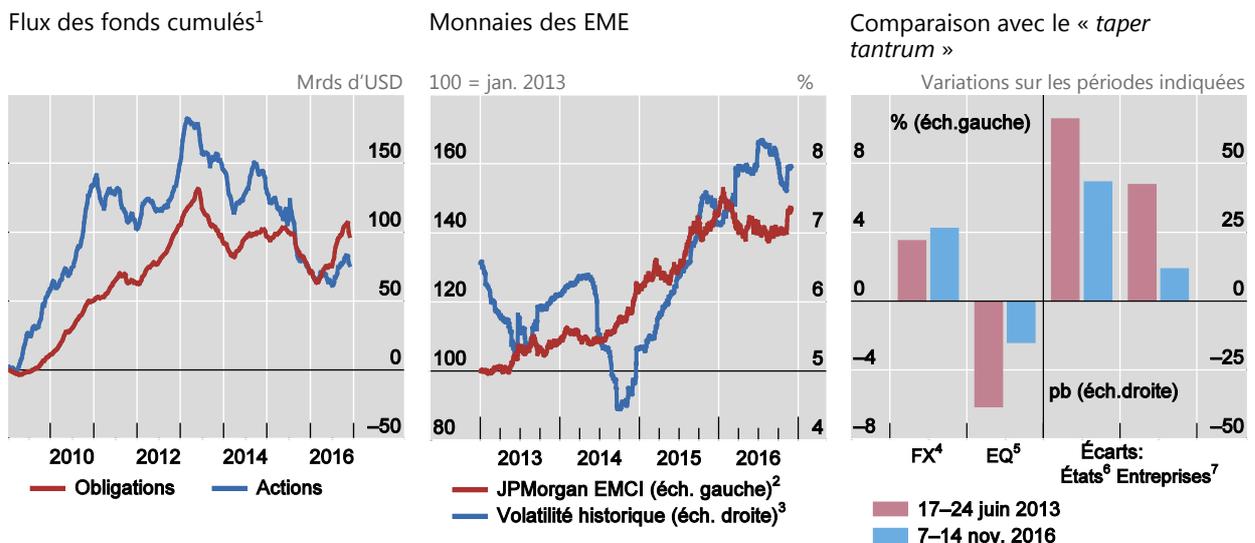
Mi-novembre, la dépréciation des monnaies et les sorties des fonds obligataires ont été encore plus prononcées qu'au plus fort du *taper tantrum*. En termes de sorties de flux hebdomadaires, la semaine qui a suivi les élections américaines a marqué un record pour les fonds obligataires des EME (graphique 6, cadre de gauche). Les marchés d'actions ont eux aussi subi une importante décollecte (graphique 6, cadre de gauche), à laquelle les taux de change ont réagi encore plus vivement que pendant la pire semaine de l'épisode du *taper tantrum* (graphique 6, cadre de droite).

Ces amples fluctuations des changes se sont produites dans un contexte de volatilité beaucoup plus prononcée et de dollar plus fort qu'en 2013. Par comparaison avec le creux post-crise financière atteint au début de l'épisode du *taper tantrum*, la volatilité des monnaies des EME était de 40 % supérieure à la fin du troisième trimestre 2016 (graphique 6, cadre du milieu). Sur les deux dernières années, l'appréciation du dollar s'était accompagnée d'une augmentation régulière de la volatilité. De mai 2014 à son pic de janvier 2016, le dollar s'était apprécié de plus de 40 % par rapport à un panier de monnaies des EME.

Les fluctuations des taux de change après les élections ont été amples mais non extrêmes si l'on tient compte du regain de volatilité sur l'ensemble du marché. Pour toutes les EME à l'exception du Mexique, la variation sur une semaine autour des élections était inférieure à trois écarts types de variations hebdomadaires (graphique 7), soit beaucoup moins qu'au plus fort du *taper tantrum*, en juin 2013, où elle avait dépassé 4,5 écarts types. En outre, après un premier choc puissant, les marchés des changes se sont stabilisés dès la deuxième semaine suivant les élections. Et bien que la pression générale à la hausse se soit maintenue sur le dollar, plusieurs monnaies des EME ont regagné du terrain durant cette semaine-là, notamment en Amérique latine. Fin novembre, malgré ces fluctuations, les niveaux de janvier 2016

## Les EME subissent des tensions

Graphique 6



FX = taux de change ; EQ = indice boursier.

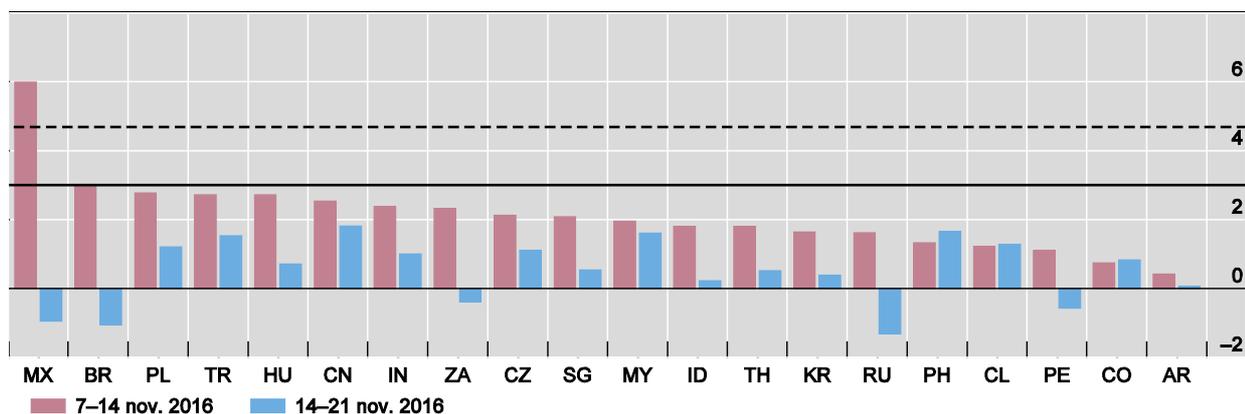
<sup>1</sup> Flux hebdomadaires cumulés depuis début 2009 ; données jusqu'au 23 novembre 2016. <sup>2</sup> Indice JPMorgan Emerging Market Currency (EMCI), au fixing. Une hausse dénote une dépréciation des monnaies des EME par rapport au dollar. <sup>3</sup> Écart type, en glissement annuel, des variations journalières en pourcentage sur un an. <sup>4</sup> Indice JPMorgan EMCI, au fixing ; une valeur positive indique une dépréciation des monnaies des EME par rapport au dollar. <sup>5</sup> Moyenne arithmétique des indices boursiers des EME. <sup>6</sup> Indice JPMorgan EMBI Global, écarts de rendement (hors garanties). <sup>7</sup> Indice JPMorgan CEMBI, écarts de rendement (hors garanties).

Sources : Bloomberg ; Datastream ; EPFR ; JPMorgan Chase ; et calculs BRI.

## L'influence des élections américaines sur les taux de change est inférieure à trois écarts types<sup>1</sup>

Variations des taux de change nominaux bilatéraux par rapport au dollar

Graphique 7



Ligne horizontale continue : trois écarts types. La ligne horizontale discontinue représente la variation du cours de l'indice JPMorgan Emerging Market Currency (EMCI), pondéré de la volatilité effective sur la période 17-24 juin 2013 (*taper tantrum*).

<sup>1</sup> Variations des taux de change nominaux par rapport au dollar sur la période correspondante, pondérées de la volatilité effective. La volatilité est représentée par l'écart type des variations de prix journalières à horizon d'un an, à la fin de la semaine précédant l'événement (4 novembre 2016 pour les élections américaines et 14 juin 2013 pour le *taper tantrum*). Un nombre positif dénote une dépréciation de la monnaie locale par rapport au dollar.

Sources : données nationales ; et calculs BRI.

n'avaient toujours pas été franchis, ni par le panier de monnaies d'EME face au dollar, ni par la plupart des taux bilatéraux.

Par contraste avec le *taper tantrum*, les réactions des marchés émergents cet automne n'ont pas été motivées en premier lieu par des signes de déséquilibres sur le front intérieur. Par exemple, entre mai et septembre 2013, les investisseurs se méfiaient surtout des pays qui présentaient une expansion rapide du crédit et un large déficit du compte courant<sup>3</sup>, alors que ces facteurs n'ont pas joué de rôle dans l'épisode récent (graphique 8, cadre du milieu et de droite). De même, les liens commerciaux avec les États-Unis ne semblent pas, dans l'ensemble, expliquer ces fluctuations en dépit des craintes de protectionnisme dans ce pays (graphique 8, cadre de gauche). La relation statistique entre l'exposition commerciale aux États-Unis et la dépréciation des changes n'a d'importance qu'en raison du peso mexicain<sup>4</sup>, qui a été le plus touché, accusant un repli de 12 % en une semaine du fait de craintes d'un changement de la politique américaine non seulement sur le front commercial, mais aussi en matière d'immigration.

Autre différence avec l'épisode de 2013, les marchés d'actions et du crédit ont eu des réactions plus modérées dans les EME, peut-être en raison d'un contexte économique et financier différent (graphique 6, cadre de droite). Le *taper tantrum* avait déclenché une soudaine fuite de capitaux des EME après une longue période de fortes entrées, qui remontait à 2009 (graphique 6, cadre de gauche). Cette fois-ci, au

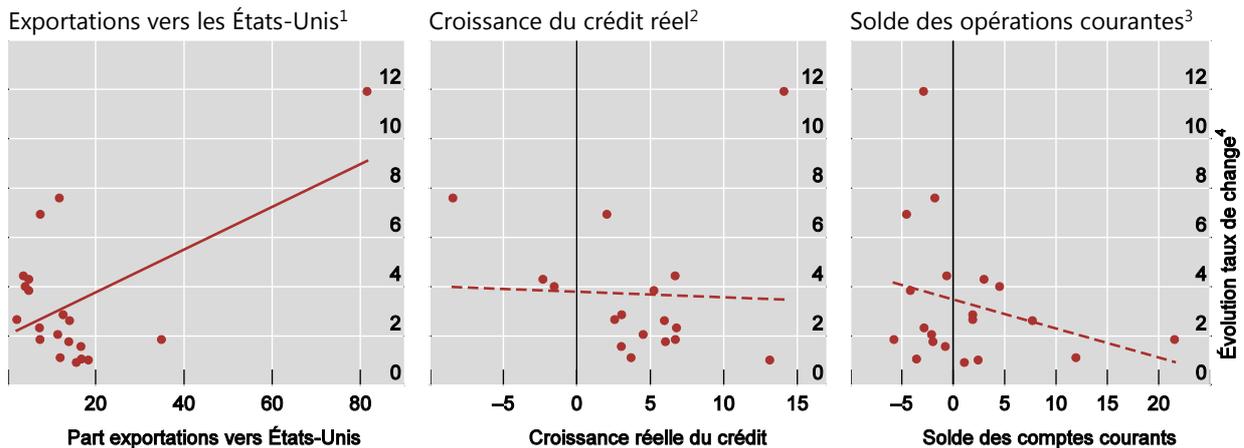
<sup>3</sup> Voir Banque des Règlements Internationaux, 84<sup>e</sup> Rapport annuel, *Encadré II.A*, juin 2014.

<sup>4</sup> Les résultats statistiques supportent l'utilisation de différentes mesures des expositions commerciales aux États-Unis, comme le poids spécifique des États-Unis dans le taux de change pondéré par les échanges ou une mesure des liens commerciaux directs ou indirects fondée sur Auer, R., Levchenko Ai. et Sauré, P. 2016, « International inflation spillovers through input linkages », BRI (non publié).

## Les fluctuations des taux de change des EME n'ont guère de facteurs communs

En % ; dernières données disponibles

Graphique 8



Une ligne de régression continue (en pointillés) dénote une relation significative (non significative) au niveau de 5 %.

<sup>1</sup> En % du total des exportations. La ligne de régression devient non significative lorsque le Mexique est exclu de l'échantillon. <sup>2</sup> Taux de croissance en glissement annuel. <sup>3</sup> En pourcentage du PIB ; données annualisées. <sup>4</sup> Une valeur positive dénote une dépréciation de la monnaie locale par rapport au dollar entre le 7 et le 14 novembre 2016.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; Bloomberg ; Datastream ; données nationales ; et calculs BRI.

contraire, les fonds des EME avaient subi des sorties massives entre 2013 et 2015 – à hauteur d'environ 60 % des entrées ayant précédé le *taper tantrum* – sous l'effet de taux de change en baisse et plus volatils, et de perspectives plus sombres pour les EME. Les dernières années avaient en outre été marquées par l'octroi de crédit à taux fixe sur des durées relativement longues, réduisant le risque d'apparition immédiate de spirales de rétroaction négative. Les réactions plus optimistes des marchés d'actions et du crédit traduisent peut-être aussi le fait que, à l'avenir, les EME pourraient bénéficier de toute anticipation de surcroît de croissance aux États-Unis.

En dépit des réactions relativement modestes des marchés d'actifs en novembre, les EME font face à de profondes incertitudes. Les fragilités sont de nature à la fois extérieure et intérieure. Au plan extérieur, dans le sillage des élections américaines, les prix des actifs dans les EME ont intégré les nouvelles perspectives potentielles – un boom aux États-Unis, un relèvement des rendements mondiaux, la hausse du dollar, et une éventuelle remise en cause du libre-échange. Le bilan des avantages et des inconvénients entre ces différents canaux peut évoluer très rapidement, en particulier dans un contexte de fortes incertitudes politiques. La dynamique de marché pourrait aussi être influencée par l'ampleur des expositions historiques des fonds investis en actifs des EME. En outre, 10 % de la dette des entreprises des EME libellée en dollar arrivera à échéance en 2017. Près de 120 milliards de dollars devront ainsi être refinancés ou remboursés, ce qui pourrait faire peser des pressions supplémentaires sur les EME. Au plan intérieur, un certain nombre d'EME pâtissent encore de déséquilibres liés aux récentes périodes de forte croissance du crédit.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Voir « Principales tendances des flux financiers mondiaux », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2016.

## Une réforme entraîne la hausse des coûts de financement en dollar

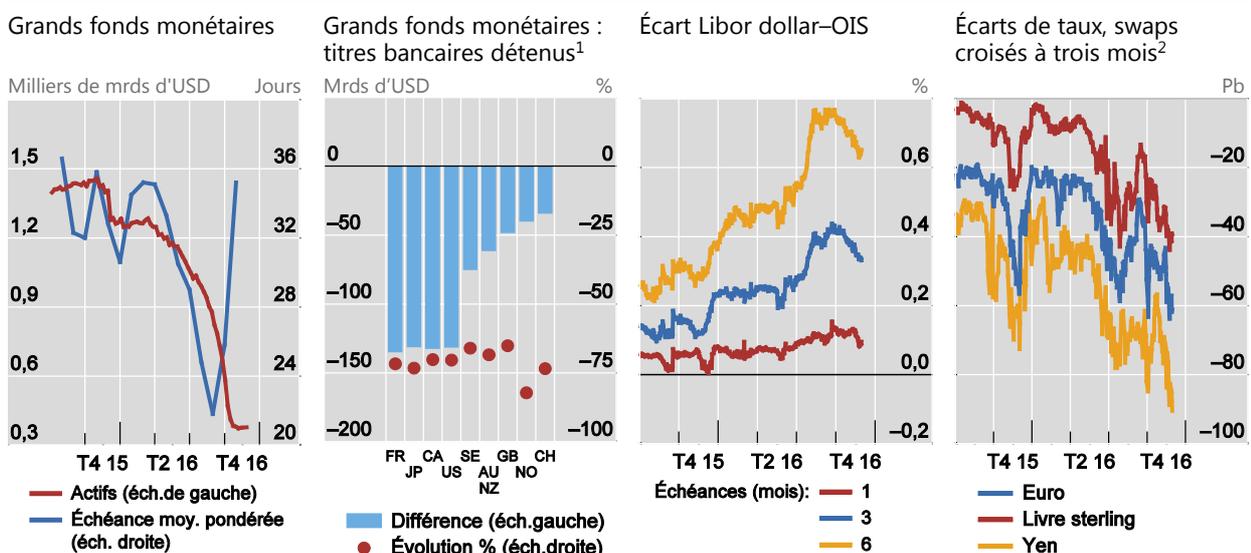
En octobre, les marchés financiers mondiaux ont conclu une année de transition vers un changement important dans l'intermédiation du financement bancaire de gros. Un ensemble de réformes réglementaires centrées sur les grands fonds du marché monétaire (*money market funds* – MMF), source majeure de financements en dollar à court terme pour les banques du monde entier, est entré en vigueur le 14 octobre aux États-Unis. En septembre 2008, les retraits massifs de fonds des MMF étaient au cœur de la phase la plus aiguë de la GCF. Aux États-Unis, les règles de la Securities and Exchange Commission exigent désormais des grands fonds institutionnels du marché monétaire – c'est-à-dire les fonds qui investissent à la fois dans des obligations publiques et privées – qu'ils adoptent le modèle de la valeur liquidative variable. En outre, ils sont maintenant autorisés à imposer des commissions de liquidité et des restrictions de remboursement en cas d'augmentation importante des sorties.

L'anticipation des nouvelles règles a réduit la taille des grands fonds monétaires de près de 75 % depuis octobre 2015. En valeur absolue, le total de leurs actifs a diminué de plus de 1 000 milliards de dollars (graphique 9, premier cadre). Parallèlement, les actifs gérés par les MMF qui investissent uniquement dans des titres d'État ou des opérations de pension, et qui ne sont pas visés par la nouvelle réglementation, ont augmenté dans les mêmes proportions.

Face à la contraction rapide de leurs actifs, les grands fonds monétaires ont réduit, à l'échelle mondiale, les financements qu'ils accordaient aux banques. La réduction a été particulièrement manifeste pour les banques au Japon, en France et au Canada. Depuis octobre dernier, le crédit fourni par ces fonds aux établissements financiers dans chacun de ces pays a baissé de près de 130 milliards de dollars. Il

La réforme des grands fonds monétaires entre en vigueur, poussant à la hausse les coûts de financement en dollar

Graphique 9



<sup>1</sup> Variation sur la période fin octobre 2015–fin octobre 2016. <sup>2</sup> Écarts des swaps croisés de base à trois mois sur le dollar.

Sources : US Securities and Exchange Commission ; Investment Company Institute ; et Bloomberg.

s'agit là d'une contraction de pas moins de 70 % des financements en dollar à court terme octroyés par les MMF (graphique 9, deuxième cadre).

Pour conserver suffisamment de souplesse en cas de vagues de retraits, les grands MMF ont aussi raccourci la durée de leurs actifs. Ils ont ainsi abaissé la durée moyenne pondérée de leurs investissements, qui est passée de près de 36 jours en octobre 2015 à près de 20 jours en août 2016 (graphique 9, premier cadre). Depuis ce creux néanmoins, la durée moyenne avait, fin octobre 2016, entièrement regagné le terrain perdu.

Ces mouvements de portefeuille ont sensiblement poussé à la hausse les coûts de financement à court terme en dollar, en particulier pour les engagements à relativement long terme (graphique 9, troisième cadre). En moyenne, l'écart Libor dollar–OIS à un mois s'établissait, en novembre cette année, à cinq points de base au-dessus de son niveau d'octobre 2015, tandis que les écarts moyens Libor–OIS à trois mois et à six mois avaient augmenté respectivement de 20 et 36 points de base. Le coût des autres sources de financement en dollar, notamment l'écart sur les swaps croisés de base (qui renchérit l'émission dans une monnaie autre que le dollar pour échanger le produit contre des dollars), a aussi augmenté, ce qui indique la persistance d'anomalies sur ce marché (graphique 9, quatrième cadre)<sup>6</sup>.

L'augmentation sensible de ces écarts Libor–OIS a eu des répercussions limitées sur les marchés financiers dans leur ensemble. Les épisodes précédents de larges écarts – durant la GCF et la crise de la dette souveraine en Europe – résultaient d'une dégradation de la solvabilité des banques et avaient conduit à un resserrement plus général des conditions financières. Par contraste, la hausse actuelle des écarts est en grande partie due à des modifications de la réglementation. Les emprunteurs qui se finançaient auprès des MMF ont cherché à collecter des ressources au travers d'autres structures et marchés. Par exemple, les banques canadiennes ont accru leurs émissions nettes de titres de créance internationaux à long terme de plus de 20 milliards d'USD depuis le début de l'année (graphique 5, « Principales tendances des flux financiers mondiaux », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2016). Cela étant, l'élargissement des écarts a eu un impact sur les coûts d'emprunt pour les entreprises et les ménages qui se sont endettés à des taux indexés sur le Libor.

<sup>6</sup> Pour une analyse plus approfondie, voir Borio, C. Sushko, V., McCauley, R. et McGuire, P., « The failure of covered interest parity: « FX hedging demand and costly balance sheets », *BIS Working Papers* n° 590, octobre 2016 ; et Avdjiev, S., Du, W., Koch, C. et Shin, H. S., « The dollar, bank leverage and the deviation from covered interest parity », *BIS Working Papers*, n° 592, novembre 2016.