

---

## La baisse persistante des taux déclenche une quête de rendement<sup>1</sup>

Entre mi-juin et mi-septembre, la trajectoire de la croissance mondiale s'est infléchie, tandis que la viabilité de la dette des États de la zone euro et l'avenir de l'union monétaire suscitaient un regain de préoccupations. Dans ce contexte de ralentissement de la croissance, de nombreuses banques centrales ont encore assoupli leur politique monétaire, abaissant les taux d'intérêt ou amplifiant leurs politiques non conventionnelles. Certaines de ces mesures ont provoqué de fortes variations du prix des actifs.

Associée aux interventions des banques centrales, la conjugaison d'une croissance faible et du rééquilibrage des portefeuilles – motivé par les préoccupations quant au risque souverain dans la zone euro – a fait chuter les rendements de certaines dettes souveraines de haute qualité à des niveaux sans précédent. Dans plusieurs pays européens, les rendements nominaux des obligations d'État à court terme sont même devenus nettement négatifs. Cette faiblesse des rendements obligataires dans les économies avancées a incité les investisseurs à rechercher ailleurs des possibilités de dégager quelque marge, ce qui s'est traduit par un rebond du prix des actions et des obligations d'entreprise. Il se peut que la recherche du rendement explique aussi, en partie, la volatilité exceptionnellement faible observée depuis plusieurs mois sur les marchés du crédit, des changes et des actions.

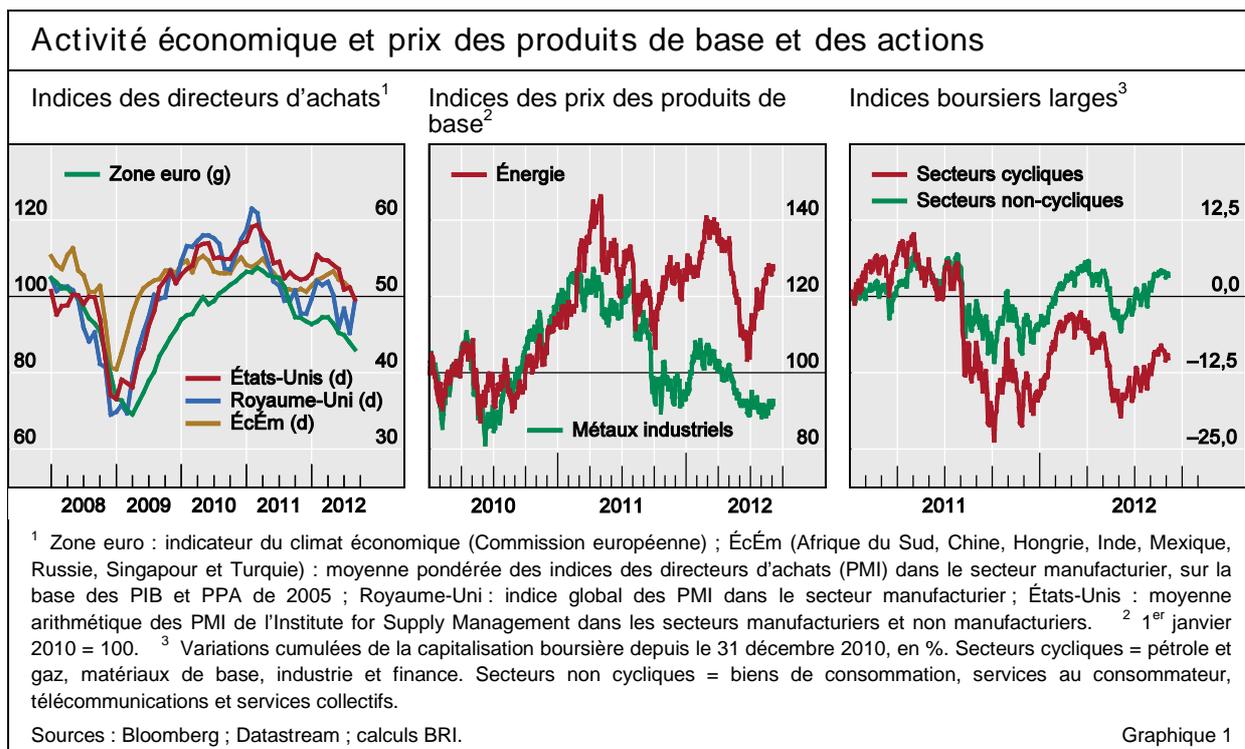
### Nouvelle dégradation des perspectives de croissance mondiale

Avec la publication de données macroéconomiques surprenantes avant tout par leur caractère négatif, il est apparu de plus en plus clairement que la croissance économique mondiale s'essouffait. Les estimations provisoires semblaient indiquer que, au deuxième trimestre, la croissance avait ralenti modérément, à 0,4 % aux États-Unis et 0,3 % au Japon. Dans la zone euro, l'économie s'était contractée de 0,2 % et au Royaume-Uni, de 0,7 %. Les enquêtes auprès des directeurs d'achats ont mis en évidence une nouvelle

Le ralentissement de la croissance s'étend...

---

<sup>1</sup> Cet article a été rédigé par le Département monétaire et économique de la BRI. Les questions concernant le texte peuvent être adressées aux auteurs : Andreas Schrimpf (andreas.schrimpf@bis.org), Vladyslav Sushko (vlad.sushko@bis.org), et Nicholas Vause (nick.vause@bis.org). Les questions relatives aux données et aux graphiques sont à envoyer à Jhuvesh Sobrun (jhuvesh.sobrun@bis.org) et Agne Subelyte (agne.subelyte@bis.org).



décélération de l'activité économique au troisième trimestre (graphique 1, cadre de gauche). Ce ralentissement a gagné l'Allemagne et plusieurs économies émergentes qui bénéficiaient auparavant d'une croissance plus robuste.

Pour les États-Unis, certains indicateurs de la conjoncture, tels que la masse salariale des secteurs non agricoles, se sont avérés légèrement meilleurs que prévu en juillet. La situation économique demeurerait néanmoins fragile, car les perspectives de croissance souffrent de l'incertitude entourant l'important resserrement budgétaire attendu au début de 2013. En Chine, la croissance a fléchi au deuxième trimestre pour atteindre le rythme le plus lent enregistré depuis trois ans, et les indices des directeurs d'achats, moins positifs qu'anticipé, faisaient craindre une poursuite du ralentissement de l'activité économique.

Ces nouvelles négatives ont eu un effet étonnamment peu marqué sur le prix des actifs sensibles à l'évolution de la croissance. Certes, les prix de métaux industriels tels que le cuivre ont reculé (graphique 1, cadre du milieu), mais les prix de l'énergie ont rebondi, conséquence du resserrement de l'offre et de l'intensification des tensions politiques internationales avec l'Iran. Les indices boursiers ont également progressé, y compris dans des secteurs cycliques (graphique 1, cadre de droite). La hausse du prix des actions résulte du niveau des bénéfices des entreprises, qui s'est avéré meilleur que prévu. Lors de la dernière campagne d'annonce des bénéfices aux États-Unis et en Allemagne, par exemple, les bénéfices des sociétés figurant dans le S&P 500 et le DAX ont dépassé les prévisions des analystes d'environ 5 % et 16 % respectivement. Les cours des actions ont, par ailleurs, vivement réagi aux annonces des banques centrales laissant prévoir de nouvelles mesures de soutien à l'économie (voir ci-dessous), ainsi qu'aux nouvelles mesures de

... mais les marchés d'actions rebondissent

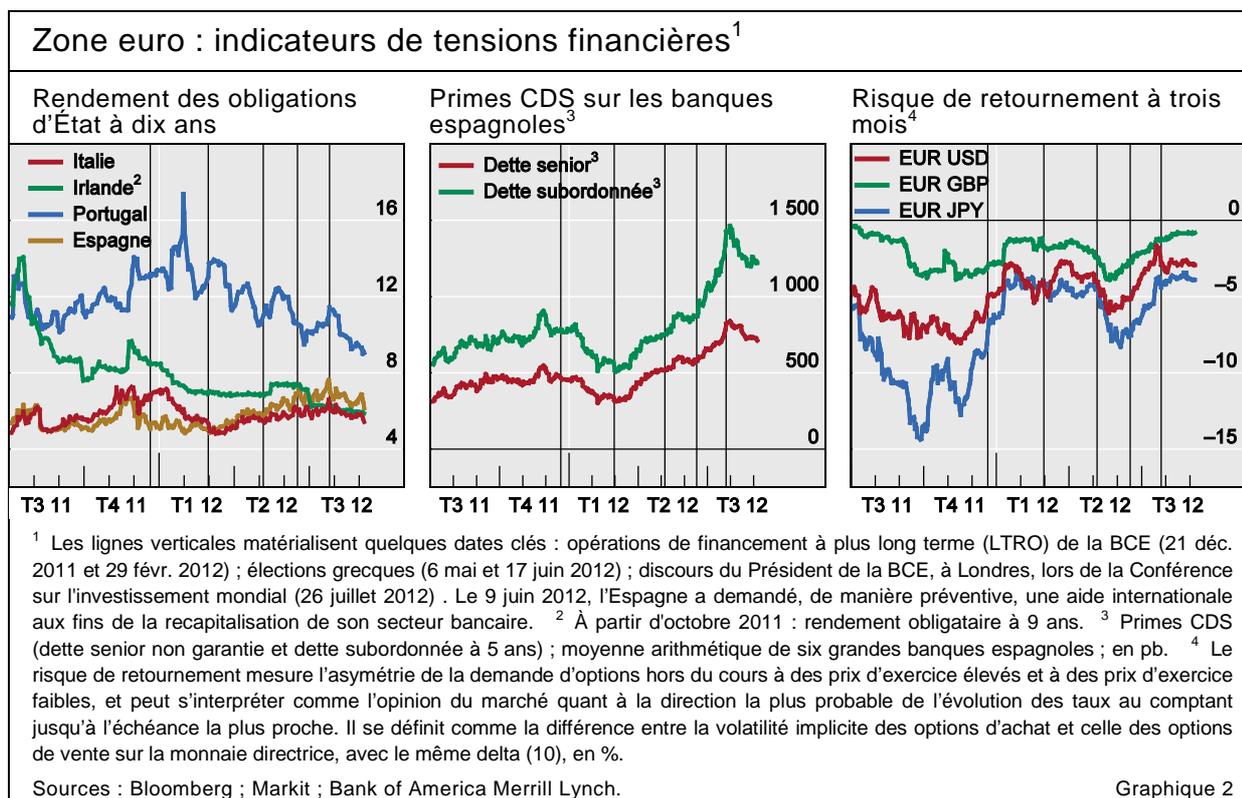
relance envisagées au cas où les perspectives économiques continueraient à se dégrader. On peut ainsi supposer que la baisse attendue des facteurs d'actualisation constitue un autre déterminant de la récente hausse du cours des actions.

## La crise de la dette dans la zone euro continue de peser sur les marchés

La crise de la dette dans la zone euro est restée au premier plan des préoccupations des investisseurs à l'échelle mondiale. Les élections en Grèce, à la mi-juin, ont conduit à la formation d'un gouvernement de coalition pro-monnaie unique, apaisant les craintes d'une sortie imminente de la zone euro. Les rendements des obligations de l'État grec sont alors retombés des sommets qu'ils avaient atteints après la restructuration de la dette. Les investisseurs restaient néanmoins inquiets, attendant les résultats de l'évaluation par la Troïka, avant la fin de l'année, du degré de conformité de la Grèce avec les conditions du soutien qui lui a été accordé.

Dans le même temps, les coûts d'emprunt de l'État espagnol ont sensiblement augmenté lorsque le gouvernement a sollicité, début juin, des financements internationaux pour l'aider à recapitaliser les banques du pays. Du fait que les investisseurs craignaient que leurs créances soient subordonnées à ces nouvelles tranches d'emprunt, on a assisté à une envolée des rendements des obligations de l'État espagnol pendant une grande partie des mois de juin et juillet (graphique 2, cadre de gauche). Même si les ministres des finances de l'UE ont confirmé, fin juillet, que les nouveaux emprunts n'auraient pas un rang de priorité supérieur à la dette existante, les

L'Espagne voit ses coûts d'emprunt monter en flèche



modalités de la recapitalisation ont pourtant imposé une décote sur certaines dettes bancaires subordonnées. Les primes CDS sur les instruments de dette subordonnée émis par plusieurs banques espagnoles ont augmenté, car cette nouvelle avait filtré prématurément, le 11 juillet. Les primes sur la dette de premier rang sont également reparties à la hausse, les investisseurs ayant pris conscience que celle-ci pourrait subir le même sort à l'avenir (graphique 2, cadre du milieu). Les écarts sur les obligations sécurisées des banques espagnoles ont, eux aussi, augmenté, reflétant en partie l'incidence de la mauvaise santé de l'économie sur la qualité des créances adossées, puisque celles-ci sont, pour l'essentiel, des prêts immobiliers.

L'incertitude quant aux conséquences du soutien financier international pour le poids de la dette souveraine espagnole a représenté un autre facteur clé de la poussée des coûts d'emprunt, encore renforcé par l'aggravation de la récession en Espagne et par le fait que de nouvelles régions espagnoles ont sollicité une assistance financière d'urgence de l'administration centrale. Sous l'effet de cette conjonction de facteurs, les rendements des obligations espagnoles à dix ans ont gagné quelque 70 pb pour atteindre un sommet à 7,6 % le 24 juillet. Le phénomène était encore plus marqué pour les obligations à plus courte échéance, dont les rendements à deux ans se sont envolés de plus de 170 pb, à 6,8 %, jusqu'à la fin de juillet.

D'autres marchés de la dette souveraine en zone euro ont également été confrontés à des pressions à la vente sur cette période. En particulier, les rendements à dix ans de la dette de l'État italien ont suivi une pente ascendante pendant une grande partie du mois de juillet, atteignant un pic à 6,6 % le 24. Une partie de cette hausse peut s'expliquer par un effet de contagion en provenance d'Espagne. Mais les facteurs intérieurs ont aussi joué un rôle ; en effet, le gouvernement italien a accordé un financement d'urgence à la Sicile et, le 13 juillet, Moody's a abaissé de deux crans la note souveraine de l'Italie. Sur les marchés des changes, les capitaux se sont détournés de l'euro, qui a vu sa valeur pondérée des échanges commerciaux baisser par rapport aux autres monnaies jusqu'à la fin de juillet.

Le président de la BCE ayant déclaré, le 26 juillet, que celle-ci était prête, dans le cadre de son mandat, à faire tout ce qui était nécessaire pour sauver l'euro, les rendements des obligations italiennes et espagnoles ont chuté, les reculs les plus vifs étant enregistrés sur les durées courtes. Ce reflux s'explique peut-être, en partie, par le fait que les intervenants de marché s'attendaient à ce que les éventuelles mesures de la BCE consistent avant tout à racheter des obligations de courte durée. La BCE a finalement révélé, le 6 septembre, les détails de son nouveau programme d'opérations monétaires en prise ferme (*Outright Monetary Transactions – OMT*). Dans le cadre de ce programme, elle procèdera à des achats discrétionnaires et stérilisés d'obligations souveraines à court terme, sous réserve que certaines conditions soient remplies et que le gouvernement concerné ait préalablement soumis une demande d'assistance internationale via le FESF ou le MES.

Cette annonce d'une orientation plus active de la BCE a profondément modifié le climat régnant sur les marchés. Ainsi, les indices boursiers larges se sont redressés sur une grande partie du mois d'août. Les rendements des

Le climat sur les marchés s'améliore...

... suite à l'annonce de nouvelles mesures

Bunds allemands et d'autres obligations d'États bien notés de la zone euro ont, eux aussi, augmenté. À ce moment là également, l'État irlandais a retrouvé son accès aux marchés de capitaux internationaux en émettant des obligations à long terme assorties de rendement inférieurs à ceux de l'Espagne. Le cours de l'euro par rapport aux autres grandes monnaies a progressé pendant la majeure partie du mois d'août. Néanmoins, au vu des contrats d'options portant sur le risque de retournement (*risk reversal*), il semble que les investisseurs continuaient à s'acquitter d'une prime pour se couvrir contre le risque d'une forte baisse de l'euro (graphique 2, cadre de droite).

## Face à la faiblesse des perspectives de croissance, les banques centrales apportent leur soutien

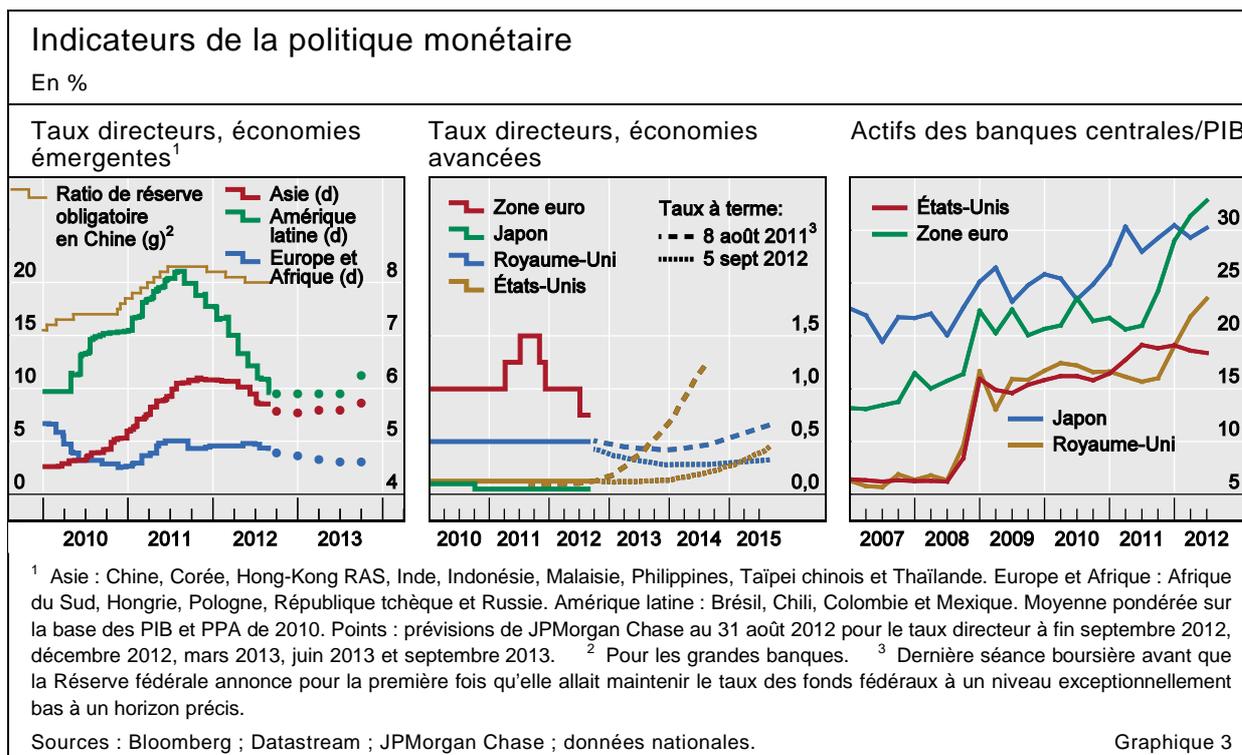
Plusieurs banques centrales abaissent encore leurs taux directeurs...

Devant l'affaiblissement des perspectives de croissance, les banques centrales ont pris de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire, tant dans les pays émergents que dans les économies avancées. Ainsi, elles ont abaissé les taux directeurs en Afrique du Sud, au Brésil, en Chine, en Colombie, en Corée, en Israël, aux Philippines et en République tchèque (graphique 3, cadre de gauche). En Chine, l'abaissement des taux a fait suite à la réduction des ratios de réserves obligatoires pour les banques, plus tôt dans l'année. Cependant, les prévisions relatives aux taux directeurs dans les économies émergentes ne laissent guère prévoir de nouvelles baisses (points du graphique 3, cadre de gauche).

Les banques centrales des économies avancées ont, elles aussi, encore assoupli leur politique monétaire. Début juillet, la BCE a abaissé de 25 pb le taux de ses opérations principales de refinancement pour le porter à 75 pb, et elle a ramené à zéro le taux de sa facilité de dépôt (graphique 3, cadre du milieu). La rémunération des soldes de la facilité de dépôt a ainsi été alignée sur celle des comptes courants des banques, atténuant l'incitation à transférer les réserves excédentaires vers la facilité de dépôt à la clôture de chaque jour ouvré. Cela étant, les banques ont maintenu inchangé le total de leurs réserves. Par ailleurs, certains fonds monétaires ont cessé d'accepter de nouveaux placements, car il leur était difficile d'offrir des rendements positifs à leurs investisseurs compte tenu des taux d'intérêt nominaux négatifs.

...pendant que d'autres poursuivent leurs politiques non conventionnelles

Les taux directeurs étant déjà proches de zéro, situation qui ne devrait pas changer avant longtemps, les banques centrales des grandes économies avancées ont prolongé ou renouvelé leurs mesures de politique monétaire non conventionnelle visant les actifs de haute qualité à long terme (graphique 3, cadres du milieu et de droite). Le 5 juillet, la Banque d'Angleterre a annoncé qu'elle allait accroître de £50 milliards son programme d'achat d'actifs (*Asset Purchase Facility* – APF) pour le porter à un total de £375 milliards, en le finançant par une expansion de ses réserves. De même, le 20 juin, la Réserve fédérale a fait part d'un deuxième programme visant à allonger la durée des titres du Trésor en portefeuille (*Maturity Extension Program* – MEP). Ce programme consiste à acquérir, à hauteur de \$267 milliards, des titres du Trésor d'une durée résiduelle comprise entre 6 et 30 ans, en utilisant le produit de la vente ou du remboursement d'un montant identique de bons du Trésor



ayant une échéance à trois ans ou moins. La Banque du Japon, quant à elle, a poursuivi ses achats réguliers dans le cadre de son programme d'achat d'actifs (*Asset Purchase Program – APP*).

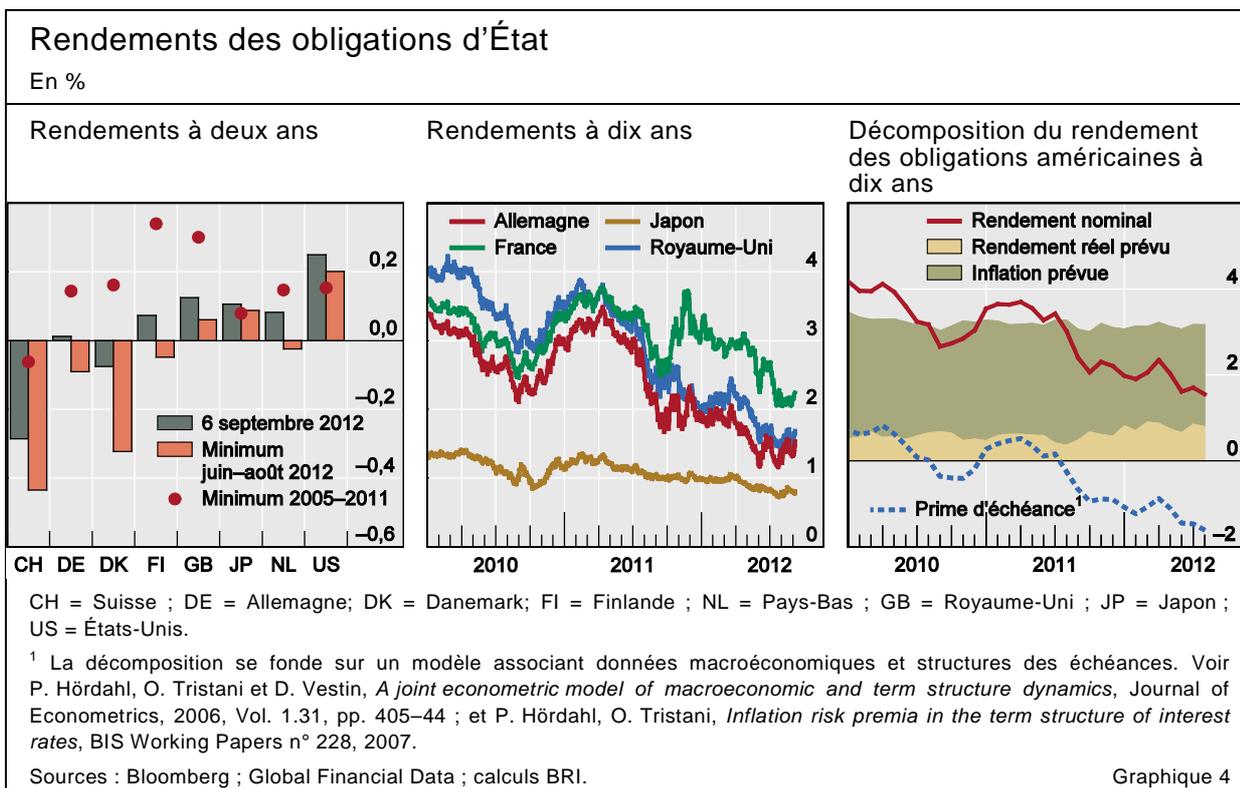
Pendant cette période, les analystes financiers ont abondamment commenté les achats d'actifs par les banques centrales. Pourtant, de façon surprenante, les annonces elles-mêmes n'ont eu qu'une incidence limitée sur les prix des actifs (voir encadré). En revanche, les rendements des obligations d'État ont vivement réagi aux nouvelles concernant la trajectoire future des taux d'intérêt à court terme. Ainsi, le rendement des bons du Trésor américain à deux ans a perdu 10 pb le 22 août, lors de la publication du compte rendu de la réunion du Comité de politique monétaire des États-Unis (*Federal Open Market Committee*). En effet, les observateurs l'ont interprété comme une indication du fait que le taux cible des fonds fédéraux pourrait demeurer faible pendant une période encore plus longue que prévu. Les rendements ont encore chuté le 31 août, lorsque le président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, a exprimé ses préoccupations quant à la situation du marché du travail américain et fait allusion, dans son allocution au symposium de Jackson Hole, aux coûts et aux avantages d'une poursuite des politiques non conventionnelles (graphique A). Ces éléments indiquent que les intervenants de marché demeuraient extrêmement sensibles aux nouvelles concernant l'orientation future des politiques.

Outre l'extension ou le renouvellement de programmes existants, certaines banques centrales ont adopté des mesures plus ciblées visant à restaurer les flux de crédit vers l'économie. Dans son discours à la Mansion House, à Londres, le 14 juin, le gouverneur de la Banque d'Angleterre a annoncé un nouveau programme de financement de prêts, le *Funding for Lending Scheme* (FLS), dont les détails techniques ont été dévoilés le

13 juillet. Ce programme va fournir aux banques des financements à des conditions qui dépendent de la performance des établissements au regard du maintien ou de l'expansion de leurs prêts aux ménages et aux entreprises non financières britanniques. Les rendements des obligations d'entreprise ont perdu 6 pb lors de la séance boursière suivante, et les rendements des fonds d'État britanniques ont eux aussi reculé, de 5 à 10 pb. Il se peut que cette dernière baisse ait reflété le fait que les participants au marché s'attendent désormais à ce que la croissance reste faible et la politique monétaire expansionniste pendant une durée plus longue que celle qu'ils prévoyaient auparavant. Dans le même temps, la Banque du Japon a annoncé son intention de fournir des prêts libellés en dollars dans le cadre d'un programme similaire. Depuis son lancement, en 2010, ce programme fournit aux établissements financiers, en fonction de leur activité de prêt effective, des ressources à long terme à des taux avantageux.

### Des rendements ultra-faibles

Sous l'effet conjugué du faible taux de croissance, des interventions des banques centrales et des réallocations au sein des portefeuilles motivées par les problèmes de risque souverain dans la zone euro, les rendements sont tombés à des niveaux sans précédent. Les rendements des titres d'État à court terme de quelques émetteurs souverains de première qualité, en particulier la Suisse et l'Allemagne, avaient déjà atteint des niveaux proches de zéro (voire négatifs) lors de précédents épisodes de tensions dans la zone euro. Cette dynamique a pris un nouvel élan lorsque la BCE a ramené à zéro le taux de rémunération de sa facilité de dépôt, le 5 juillet.



Pendant les jours qui ont suivi, les rendements des obligations à court terme des États européens les mieux notés ont plongé, atteignant des niveaux jamais été enregistrés auparavant (graphique 4, cadre de gauche). Les rendements à court terme des titres des Pays-Bas, de la Finlande et de l'Autriche, par exemple, ont fortement baissé et sont même devenus temporairement négatifs. Leur écart avec les Bunds allemands s'est considérablement resserré. Les cas les plus extrêmes ont été ceux de la Suisse et du Danemark, dont les rendements obligataires à deux ans sont passés sous la barre de, respectivement, -40 et -30 pb. Dans ces deux pays, le cours de la monnaie est lié, de fait, à l'euro. Pour tenter d'atténuer les tensions sur la couronne, la banque centrale du Danemark a pris la décision sans précédent d'abaisser jusqu'à -20 pb le taux servi sur sa facilité de dépôt. Sur les marchés primaires, l'Allemagne a vendu, à la mi-juillet, plus de €4 milliards de bons du Trésor à deux ans à un taux moyen de -6 pb. De même, lors d'adjudications en France, en Belgique et aux Pays-Bas, des titres d'État à court terme ont été vendus aux investisseurs avec des rendements négatifs.

Les rendements chutent à des niveaux sans précédent...

Dans plusieurs pays, les rendements des obligations d'État à long terme sont eux aussi tombés à des niveaux sans précédent (graphique 4, cadre du milieu). En juillet, les rendements des obligations d'État américaines à 10 ans ont atteint leur niveau le plus faible depuis 200 ans. Le graphique 4 (cadre de droite) montre une estimation de la façon dont ces rendements se décomposent entre compensation de l'inflation future, niveau réel (déduction faite de l'inflation attendue) des taux d'intérêt à court terme servis pendant la durée de vie des obligations, et prime d'échéance. La prime d'échéance est généralement positive, car elle dédommage les investisseurs pour le risque qu'ils prennent en détenant des actifs sur une longue durée. Pourtant, la prime d'échéance était, très récemment, estimée à environ -150 pb, reflétant l'effet combiné des achats obligataires des banques centrales et de la demande de titres du Trésor américain à long terme, considérés comme valeurs refuges.

## À la recherche du rendement dans un contexte de taux extrêmement faibles

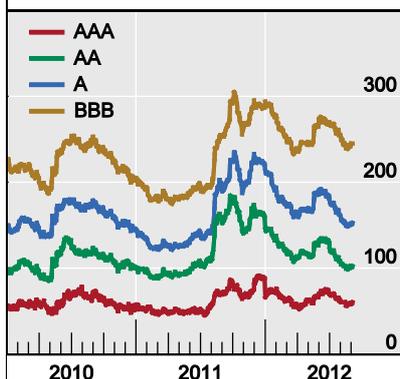
Les rendements sur les titres souverains ayant chuté à des niveaux historiquement bas, les investisseurs se sont détournés des obligations d'État de référence, en quête de placements raisonnablement sûrs offrant un rendement quelque peu supérieur. Ce rééquilibrage des portefeuilles est l'un des objectifs clés des politiques non conventionnelles (voir encadré), qui cherchent à stimuler l'appétit des investisseurs pour les placements plus risqués en diminuant l'attrait que présentent les titres d'État.

... stimulant le prix des actifs

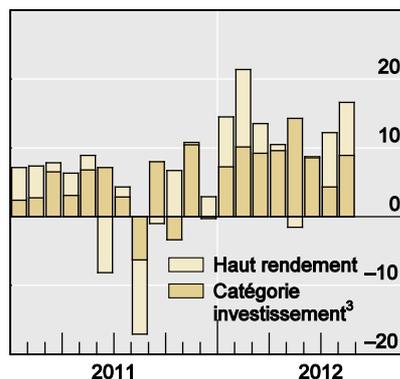
Les écarts de rendement sur les obligations d'entreprise se sont resserrés, les investisseurs ayant accru leur exposition au risque de crédit sur le secteur des entreprises, et cette catégorie d'actifs a vu affluer les investissements (graphique 5, cadres de gauche et du milieu). Entre mi-juin et mi-août, les écarts de rendement sur les obligations d'entreprise se sont ainsi

## Obligations d'entreprises et flux de portefeuille

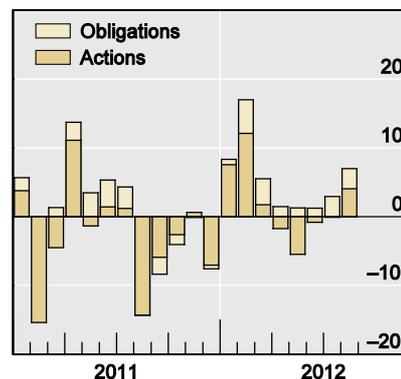
Primes sur obligations d'entreprise<sup>1</sup>



Flux vers les fonds obligataires spécialisés qualité investissement et haut rendement<sup>2</sup>



Flux vers les fonds spécialisés dans les ÉcEm<sup>2,4</sup>



<sup>1</sup> Prime des swaps sur obligations d'entreprise par rapport au Libor, en pb. <sup>2</sup> En milliards de dollars ; pour 2012, les données vont jusqu'au 29 août. <sup>3</sup> Somme des fonds spécialisés dans les obligations d'entreprise ainsi que dans les obligations à court terme, intermédiaires et à long terme, et des fonds d'obligations à rendement global. <sup>4</sup> Flux nets de portefeuille (corrigés des variations des cours de change) investis dans des fonds spécialisés dans certains pays émergents et dans des fonds spécialisés dans les pays émergents pour lesquels la décomposition par pays, ou au moins par région, est disponible : Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Singapour, Taïpei chinois, République tchèque, Thaïlande, Turquie et Venezuela.

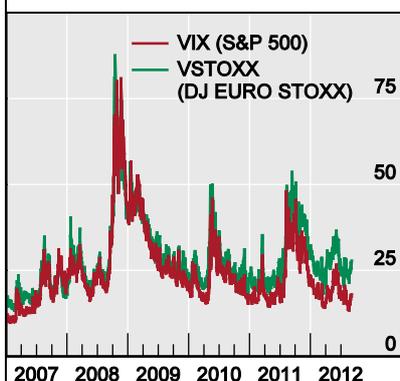
Sources : Bank of America Merrill Lynch; EPFR.

Graphique 5

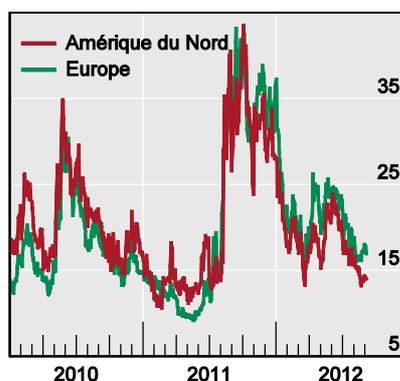
contractés de 17 pb pour les entreprises notées AAA et de plus de 30 pb pour les autres obligations d'entreprise de la catégorie Investissement (graphique 5, cadre de gauche). Du fait de la quête de rendement et de la prise de risque accrue suscitées par le contexte de taux faibles, l'émission d'obligations à haut rendement a fortement augmenté sur les marchés primaires. Les entreprises moins bien notées ont profité de ces conditions favorables pour placer de gros volumes d'obligations à haut rendement auprès des investisseurs (voir

## Volatilité sur les marchés mondiaux

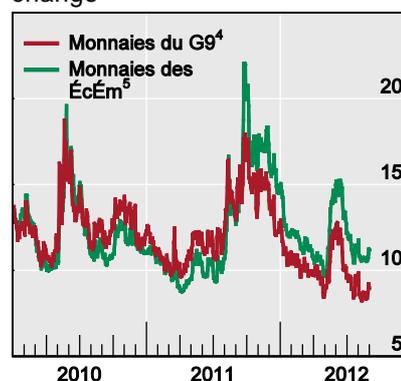
Volatilité implicite : actions<sup>1</sup>



Volatilité implicite : crédit<sup>2</sup>



Volatilité implicite : options de change<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Volatilité implicite dans le prix des options d'achat à parité sur indices boursiers, en %. <sup>2</sup> Volatilité implicite dans le prix des options 1-4 mois à parité sur indices CDS (CDX High Yield; iTraxx Crossover), en pb. <sup>3</sup> Moyenne équipondérée des volatilités implicites dans les options de change à parité à un mois, sur paires de monnaies avec le dollar, en %. <sup>4</sup> Couronne norvégienne, couronne suédoise, dollar australien, dollar canadien, dollar néo-zélandais, euro, franc suisse, livre sterling et yen japonais. <sup>5</sup> Baht thaïlandais, lire turque, peso mexicain, rand sud-africain, real brésilien, rouble russe, roupie indienne, won coréen, zloty polonais.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; JPMorgan Chase.

Graphique 6

encadré). Les fonds obligataires spécialisés dans le haut rendement ont eux aussi bénéficié d'un afflux important de capitaux (graphique 5, cadre du milieu). Les fonds obligataires axés sur les économies émergentes ont eux aussi vu affluer des investisseurs prêts à assumer des risques de crédit pour engranger un supplément de rendement (graphique 5, cadre de droite), phénomène qui s'est traduit également par le resserrement des écarts sur les titres de dette des économies émergentes.

La volatilité des actifs à risque est restée extrêmement faible malgré les préoccupations suscitées par la crise de la dette en zone euro et les médiocres perspectives de croissance (graphique 6). Le degré de volatilité était en deçà de ses niveaux récents sur les marchés du crédit, des changes et des valeurs mobilières. Le 13 août, l'indice de volatilité implicite (VIX), calculé à partir du prix des options sur les marchés d'actions américains, est tombé à sa valeur la plus faible depuis juin 2007. Les rendements réels des obligations d'État étant entrés en zone négative dans de nombreux pays, cela signifie que, en termes de valorisation, les actions sont devenues plus intéressantes que les obligations, ce qui a pu inciter certains investisseurs à accroître la proportion d'actions dans leur portefeuille. En conséquence, il se peut que les actifs habituellement perçus comme risqués aient moins souffert de la dégradation des perspectives de croissance et des tensions dans la zone euro que lors d'épisodes précédents.

La volatilité est très faible en dépit des incertitudes

## Mesures non conventionnelles : incidence sur le marché et facteurs de compensation

*Torsten Ehlers et Vladyslav Sushko*

Les achats d'actifs par les banques centrales peuvent influencer sur l'expansion du crédit et l'activité réelle de diverses façons<sup>®</sup>. La politique monétaire se transmet en premier lieu par les réactions du marché aux déclarations officielles effectives ou anticipées. La simple annonce d'achats d'actifs peut marquer l'engagement de la banque centrale en faveur de la stimulation monétaire et avoir pour effet de modérer les anticipations sur l'orientation des taux à court terme (canal de la communication). En outre, les banques centrales peuvent réduire l'échéance sur le marché en achetant des titres à plus long terme, de sorte que les rendements longs diminueront, amenant les investisseurs à rééquilibrer leurs portefeuilles en faveur d'actifs plus risqués (canal du rééquilibrage de portefeuille). Si un tel rééquilibrage prend du temps, sur des marchés marqués par l'anticipation, l'engagement de la banque centrale à procéder à des achats peut, à lui seul, déclencher des ajustements de portefeuille. En outre, si les programmes d'achat d'actifs sont anticipés, les investisseurs les intégreront avant même que le détail en soit annoncé. De ce fait, les annonces n'auront une incidence sur les rendements que si elles apportent un élément supplémentaire de « surprise » sur le marché.

Des mesures d'achat d'actifs non conventionnelles ont généralement été instaurées, dans un premier temps, durant l'étape de gestion de crise, quand la solvabilité et la liquidité des principaux établissements financiers étaient en jeu<sup>®</sup>. Pourtant, à mesure que l'attention se reporte sur la reprise économique, du moins en dehors de la zone euro, la modération des réactions du marché à la poursuite de tels achats amène à se poser des questions.

Une comparaison des variations des rendements des principaux actifs au fil du temps montre que les effets d'annonce des programmes d'achat d'actifs se sont atténués. Ainsi, les rendements des titres du Trésor, des MBS et des obligations d'entreprise n'ont guère changé le 20 juin dernier, jour où la Réserve fédérale a déclaré qu'elle allongait la durée de son portefeuille de valeurs du Trésor (graphique A). En revanche, lorsque le programme initial d'allongement de l'échéance moyenne de ces titres (MEP1) avait été annoncé en septembre 2011, parallèlement à d'autres achats de MBS, les rendements longs des valeurs du Trésor et des MBS avaient inscrit un repli immédiat. En outre, l'annonce, en 2009, du premier cycle d'achats d'actifs à grande échelle (LSAP1) avait été associée à une baisse nettement plus marquée des rendements des valeurs du Trésor pour l'ensemble des échéances, allant de 26 à 51 pb. De la même manière, la réaction des rendements des obligations d'État britanniques à l'accroissement par la Banque d'Angleterre du montant de son programme d'achat d'actifs (APF2), tout en restant importante à 5 et 10 ans, a été plus modérée que lors du lancement du programme en mars 2009.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce phénomène. Premièrement, l'effet de nouveauté et de surprise des mesures d'achat d'actifs peut s'être atténué. Dans ce cas, les variations des prix des actifs les jours d'annonce peuvent sous-estimer l'incidence globale sur les marchés, dans la mesure où les investisseurs peuvent avoir appris à les anticiper. De ce fait, un effet d'annonce plus important peut désormais venir de communications et d'innovations moins anticipées, comme lorsque la Banque d'Angleterre a annoncé son programme de financement de prêts.

Deuxièmement, les taux directeurs étant proches de zéro, les mesures d'achat d'actifs ne paraissent guère pouvoir modérer davantage les anticipations sur les taux d'intérêt en indiquant l'orientation future. Cette tendance s'observe en particulier dans les pays où la banque centrale a assorti sa politique d'achat d'actifs d'indicateurs explicites signalant que les taux sans risque à court terme resteraient bas. Ainsi, l'annonce que la Réserve fédérale maintiendrait durablement les taux d'intérêt à un bas niveau peut avoir fermement ancré les anticipations sur l'orientation des taux courts.

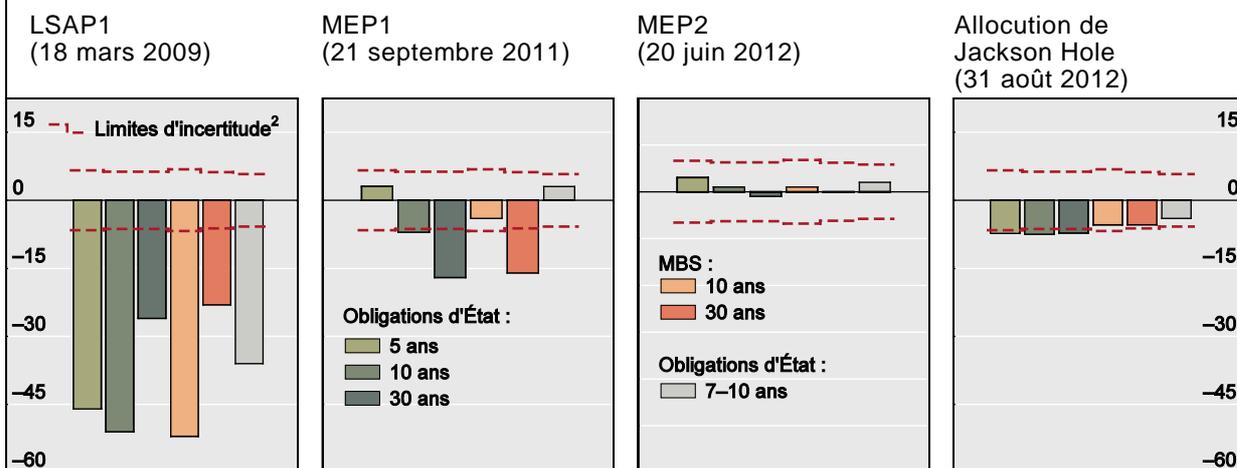
Troisièmement, malgré les achats des banques centrales, l'échéance de l'encours de la dette publique a continué de s'allonger. Ainsi, malgré les achats de la Réserve fédérale, les avoirs publics cumulés (hors Réserve fédérale) en titres du Trésor assortis d'une échéance égale ou

supérieure à un an, se sont accrus d'environ \$3 000 milliards depuis début 2009 et leur échéance moyenne est passée d'environ 50 à 60 mois. De ce fait, afin d'avoir le même effet d'échéance, les banques centrales devront peut-être allonger l'échéance de leurs avoirs en valeurs du Trésor à un rythme encore plus soutenu. L'affaiblissement de l'effet d'échéance par dollar d'achats peut aussi se manifester par un effet d'annonce moindre sur le marché.

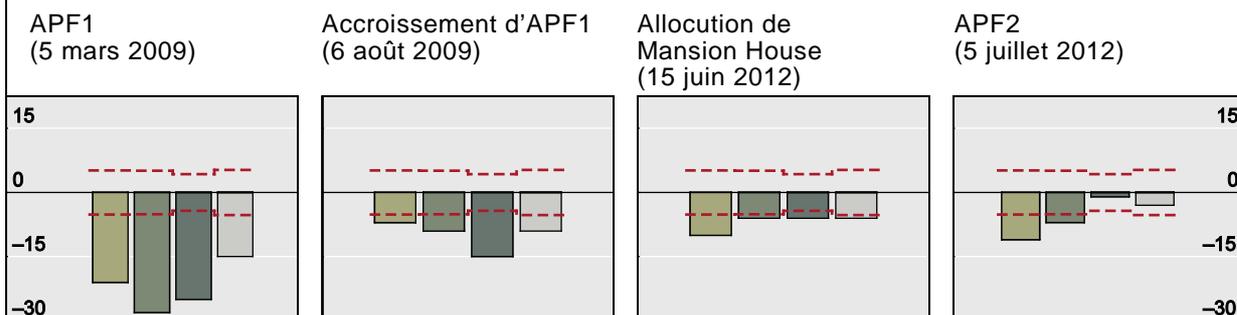
## Variations des rendements associées aux mesures et aux déclarations des banques centrales

Variation sur un jour depuis le rendement de clôture de la veille, en pb

### États-Unis<sup>1</sup>



### Royaume-Uni<sup>3</sup>



<sup>1</sup> S'agissant des achats de la Réserve fédérale, les annonces sont les suivantes : hausse des achats de la dette publique totale et de MBS pour atteindre \$1 250 milliards (18 mars 2009), programme d'allongement de l'échéance moyenne des titres du Trésor en portefeuille et réinvestissement des MBS des agences fédérales et du principal sur les titres de dette dans des MBS (21 septembre 2011), annonce d'un nouvel allongement d'échéance par des achats (ventes) de \$267 milliards de titres du Trésor à long terme (court terme) (20 juin 2012), allocation prononcée à Jackson Hole par M. Bernanke qui a exprimé ses préoccupations quant au marché du travail aux États-Unis et fait allusion aux coûts et avantages d'un assouplissement monétaire (31 août 2012). <sup>2</sup> Limites d'incertitude basées sur un intervalle de confiance de 97,5 % calculé à l'aide de l'écart type historique des variations des rendements pour chaque catégorie d'actif. <sup>3</sup> S'agissant des achats de la Banque d'Angleterre, les annonces sont les suivantes : programme d'achat d'actifs de £75 milliards et abaissement du taux directeur de 1 % à 0,5 % (5 mars 2009), accroissement du montant du programme d'achat d'actifs à £175 milliards (6 août 2009), allocation de Mansion House instaurant le programme de financement de prêts – *Funding for Lending Scheme* (15 juin 2012), et nouveaux achats d'actifs de £50 milliards (5 juillet 2012).

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Bloomberg ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique A

Enfin, le fait que les primes d'échéance soient négatives signifie que la marge d'ajustement des rendements à long terme a encore diminué (graphique 4). Le canal de rééquilibrage de portefeuille serait dès lors compromis, car, lorsque la banque centrale réduit l'échéance sur le marché des valeurs du Trésor, le recul des rendements d'autres actifs se traduit principalement par une baisse de leurs primes de risque. S'agissant des actifs à long terme, la principale composante serait la prime d'échéance. En outre, quand la solvabilité et la liquidité des principaux établissements financiers étaient en jeu en 2009, les primes de risque de crédit et de liquidité auraient été touchées, elles aussi. Cependant, les possibilités d'influer sur les composantes de la prime de risque, et donc d'abaisser les rendements sur l'ensemble des catégories d'actif, sont pour l'heure restreintes.

---

<sup>①</sup> S'agissant des effets d'annonce, voir par exemple Meaning et Zhu (2011), « Impact des programmes de rachat d'actifs engagés par la Réserve fédérale », *Rapport trimestriel BRI*, mars, et Bauer et Rudebusch (2011), « The signalling channel for Federal Reserve's bond purchases », *FRBSF Working Paper series*, n° 2011-21, décembre 2011. S'agissant du canal d'équilibrage de portefeuille, voir J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache et B. Sack, « The financial market effects of the Federal Reserve's large-scale asset purchases », *International Journal of Central Banking*, vol. 7(1), mars 2011, pp. 3-43. Quel que soit le canal de transmission, l'efficacité des achats d'actifs depuis 2009 est clairement établie ; voir par exemple S. D'Amico et T. King (2012), « Flow and stock effects of large-scale Treasury purchases: evidence on the importance of local supply », *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, working paper*, n° 2012-44, février 2012. <sup>②</sup> En outre, les mesures ayant trait aux bilans des banques centrales adoptées à la suite de la crise financière mondiale a temporairement soutenu l'activité économique et les prix à la consommation, voir L. Gambacorta B. Hofmann et G. Peersman, « The effectiveness of unconventional monetary policy at the zero lower bound: a cross-country analysis », *BIS Working Papers*, n° 384, août 2012.