

Solidité des perspectives économiques et inflation faible encouragent la prise de risque

La politique monétaire est redevenue le principal sujet de préoccupation des marchés financiers mondiaux. Fin juin, les intervenants ont vu dans les discours du Président de la BCE et du Gouverneur de la Banque d'Angleterre des signes semblant indiquer un début de resserrement généralisé dans les grandes économies avancées hors États-Unis. Les rendements des obligations d'État à long terme ont bondi, avant de se détendre face au niveau modéré des chiffres d'inflation et à des déclarations de banques centrales perçues comme plus accommodantes. En outre, la faiblesse de l'inflation constatée a conduit les marchés à anticiper un durcissement encore plus progressif de la politique monétaire américaine qu'au début juin.

Les marchés mondiaux se sont redressés, stimulés par le recul des anticipations de resserrement monétaire aux États-Unis et par des nouvelles macroéconomiques positives. Les marchés boursiers américains ont atteint de nouveaux sommets en août et les actions des économies de marché émergentes (EME) ont fait la course en tête. Les écarts de rendement sur les obligations d'entreprises ont touché ou approché leur plus bas niveau depuis le début 2008. La volatilité, aussi bien effective qu'implicite, est restée modérée dans toutes les classes d'actifs et notamment dans celle des obligations. L'indice MOVE - qui mesure la volatilité implicite des obligations du Trésor américain - a connu de nouveaux creux historiques. Mi-août, la volatilité a légèrement augmenté en raison de la montée des risques politiques aux États-Unis et des tensions géopolitiques croissantes liées à la Corée du Nord. Elle est toutefois redescendue à de bas niveaux début septembre, même si les tensions politiques restaient d'actualité.

Les incertitudes quant aux trajectoires futures de la politique monétaire, ainsi que l'incertitude accrue quant à la politique économique américaine, ont fortement pesé sur le dollar. Les nouvelles macroéconomiques s'avérant décevantes aux États-Unis mais meilleures qu'escompté dans le reste du monde, le dollar s'est déprécié par rapport aux monnaies de toutes les grandes économies avancées et émergentes. C'est vis-à-vis de l'euro qu'il a perdu le plus de terrain, en raison de l'amélioration des perspectives dans la zone euro et des signaux en termes de politique monétaire.

La faiblesse des mesures de la volatilité et la dépréciation du dollar ont encouragé la prise de risque. Les investisseurs ont montré un appétit particulier pour les actifs des EME, les opérations de portage (carry trade) leur procurant des

rendements attrayants. Les investisseurs en Bourse ont utilisé des montants records de dette de marge pour renforcer leurs placements, même si les ratios cours/bénéfices indiquaient que les valorisations des actions étaient peut-être excessives par rapport au passé. Enfin, des signes de quête du rendement ont été observés sur les marchés obligataires : les volumes d'émissions ont augmenté sur les marchés des prêts à effet de levier et des obligations à haut rendement, tandis que les clauses contractuelles se sont détendues.

L'amélioration des perspectives et l'inflation modérée soutiennent les marchés

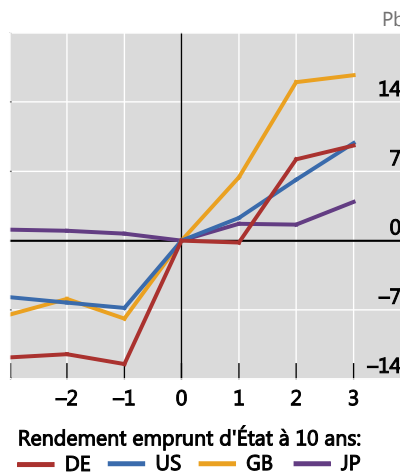
La politique monétaire a occupé le devant de la scène fin juin. Les intervenants ont vu dans le discours prononcé par le Président de la BCE le 27 juin le signal d'une prochaine réduction des achats d'actifs effectués par la banque centrale dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif. En trois jours, le rendement de l'obligation d'État allemande à 10 ans s'est accru de plus de 20 points de base (graphique 1, cadres de gauche et du milieu). Le 28 juin, le Gouverneur de la Banque d'Angleterre a fait allusion à de possibles hausses des taux, entraînant une augmentation de 25 points de base des rendements britanniques à 10 ans.

Les rendements obligataires à long terme ont augmenté dans le monde entier en anticipation de la fin de la politique monétaire exceptionnellement accommodante menée dans les grandes économies avancées hors États-Unis. La perspective d'un resserrement simultané a ébranlé les marchés.

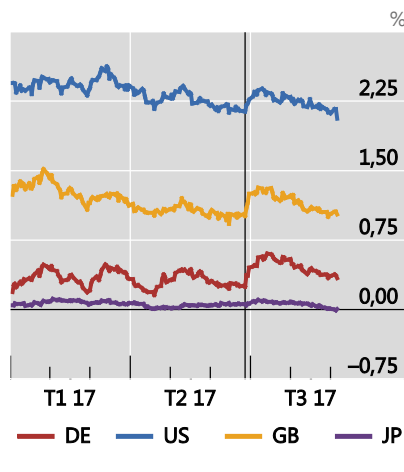
La politique monétaire sur le devant de la scène

Graphique 1

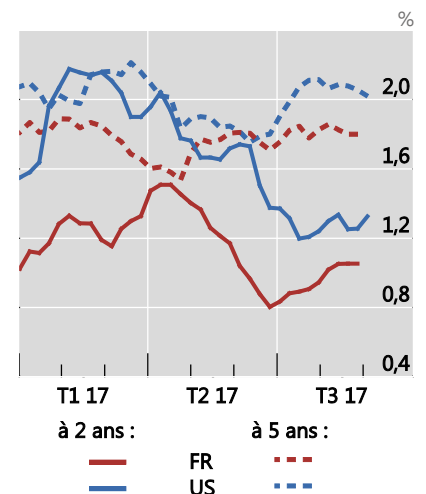
Variation des rendements obligataires aux alentours du Forum de la BCE à Sintra¹



Rendement des emprunts d'État à 10 ans



Anticipations du point mort d'inflation fournies par les obligations indexées sur l'inflation



La ligne verticale du cadre du milieu indique le 27 juin 2017 (Forum de la BCE sur les banques centrales à Sintra).

¹ Le 27 juin 2017 correspond à la valeur zéro sur l'axe des abscisses ; les autres valeurs sur cet axe correspondent au nombre de jours avant/après le 27 juin 2017.

Sources : Bloomberg ; et calculs BRI.

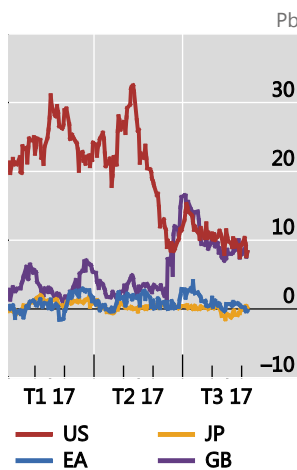
La hausse mondiale des rendements s’est interrompue lorsque les investisseurs ont pris acte des nouvelles annonces des banques centrales et qu’aucune hausse de l’inflation ne s’est manifestée. Les tensions sur les marchés de l’emploi ne s’étant pas accompagnées de tensions sur les salaires, l’inflation IPC a été très modeste aux États-Unis et dans la zone euro en juillet (1,7 % et 1,3 % respectivement), entraînant de faibles anticipations d’inflation (graphique 1, cadre de droite), notamment aux États-Unis, où celles-ci ont été de surcroît affectées par la diminution des perspectives d’une relance budgétaire de grande ampleur. Au Japon, l’inflation est demeurée proche de zéro et les anticipations d’inflation ont peu évolué après le 20 juillet, lorsque la Banque du Japon a allongé le délai pour atteindre son objectif d’inflation.

Dans ce contexte, les acteurs du marché ont tablé sur un resserrement plus progressif, surtout aux États-Unis. Dans la zone euro et au Japon, les anticipations de relèvement des taux, qui avaient légèrement augmenté après le discours du Président de la BCE, sont restées très basses (graphique 2, premier cadre). En juin, les cours du marché avaient déjà laissé supposer un rythme plus progressif que lors des épisodes précédents de resserrement monétaire aux États-Unis et au Royaume-Uni (graphique 2, deuxième cadre). Si les événements de la fin juin avaient fait un peu

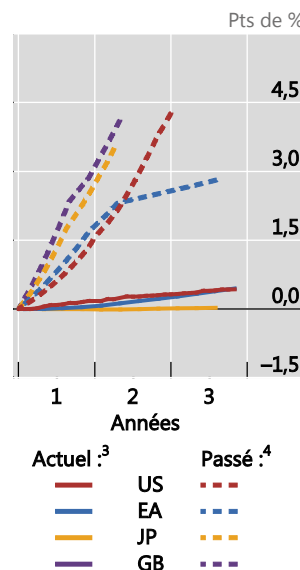
Repli des anticipations de resserrement monétaire malgré des perspectives économiques favorables

Graphique 2

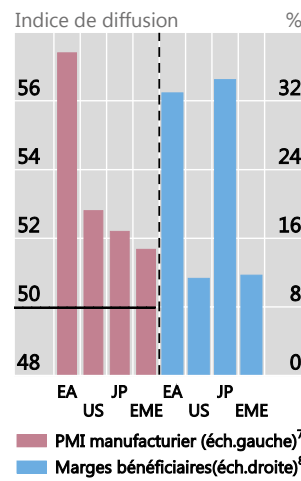
Pente de la courbe des rendements¹



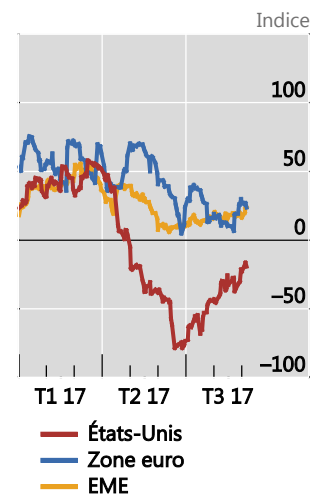
Rythme du resserrement monétaire attendu par rapport aux épisodes passés²



Indices PMI et marges bénéficiaires^{5, 6}



Indice de surprise économique⁹



EA= zone euro.

¹ Différence entre les taux des swaps indiciaires au jour le jour à un an et à un mois. ² Contrats à terme sur les fonds fédéraux à 30 jours (États-Unis) ; Euribor 3 mois (zone euro) ; Tibor euro-yen 3 mois (Japon) ; contrats à 90 jours sur la livre sterling (Royaume-Uni). ³ Au mercredi 6 septembre 2017. ⁴ À compter du début du durcissement monétaire. Phases de normalisation (moyenne par épisode, le cas échéant) : pour la zone euro, 1999–2000 et 2005–08 ; pour le Japon, 1989–90 ; pour le Royaume-Uni, 1988–89, 2003–04 et 2006–07 ; pour les États-Unis, 1987–89, 1994–95, 2004–06 et 2015–17. ⁵ Une valeur de 50 indique que le nombre d'entreprises déclarant une expansion et une contraction de l'activité est égal ; une valeur supérieure à 50 indique une expansion. ⁶ Valeurs pour juillet 2017. ⁷ Pour les EME, moyennes pondérées à partir des taux de PIB et de change à PPA de BR, CN, IN, MX, RU et TR. ⁸ Progression des marges bénéficiaires entre juillet 2016 et juillet 2017. Pour les EME, pays inclus dans l'indice MSCI EM. ⁹ Indice Citi Economic Surprise.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; calculs BRI.

remonter les anticipations de relèvement des taux, l'« inflation manquante » s'est traduite par un nouvel aplatissement des courbes des rendements. Ainsi, la probabilité implicite d'une hausse des taux dans un délai d'un an est passée de 60 % début juillet à environ 30 % début septembre. Les rendements des obligations à long terme ont régulièrement diminué, atteignant, aux États-Unis, des points bas sans précédent depuis novembre 2016.

Malgré la modération de l'inflation dans les économies avancées, les perspectives macroéconomiques mondiales étaient positives. Cet environnement correspond à ce que les observateurs du marché appellent « le scénario Boucles d'Or », celui dans lequel l'économie « n'est ni trop chaude, ni trop froide, mais juste à la bonne température ».

L'indice des directeurs d'achats (PMI), l'un des indicateurs avancés de l'activité économique, signalait une poursuite de l'expansion dans les économies avancées (graphique 2, troisième cadre). Au Japon, les marges bénéficiaires ont rapidement augmenté. Au deuxième trimestre, l'économie a progressé à un rythme annualisé de 4 %, le plus rapide en plus de deux ans, soit beaucoup plus qu'anticipé.

Dans la zone euro, les perspectives économiques étaient particulièrement favorables. Alors que le taux de chômage était au plus bas depuis neuf ans, l'indice PMI du secteur manufacturier a atteint son plus haut niveau depuis 2011. La confiance dans l'économie a même dépassé ses niveaux d'avant la crise. Les marges bénéficiaires des entreprises européennes se sont aussi fortement étoffées (graphique 2, troisième cadre), même si leur rentabilité est restée inférieure à celle de leurs homologues aux États-Unis ou dans les EME. Ces perspectives positives ont été renforcées par les progrès de l'assainissement des bilans bancaires (encadré A) et la diminution de l'incertitude politique après les élections présidentielles et législatives en France.

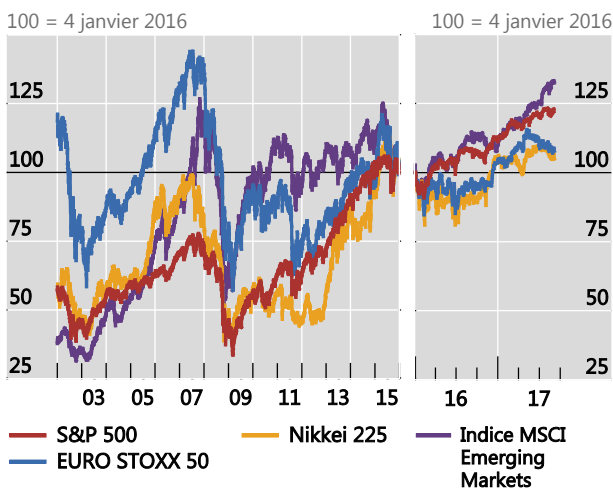
Aux États-Unis, les données macroéconomiques étaient solides, mais l'économie s'est moins bien comportée qu'escompté par les marchés. En juillet, le taux de chômage américain a chuté à son niveau de 2001. Simultanément, l'indice Citi Economic Surprise a touché un point bas depuis 2011, ce qui signifie que les données économiques n'étaient pas en phase avec les attentes du marché (graphique 2, quatrième cadre). Cependant, la hausse des marges bénéficiaires, meilleures qu'anticipé, a soutenu les marchés boursiers.

Les investisseurs ont aussi été agréablement surpris par les nouvelles macroéconomiques en provenance des EME. Sur ces marchés, les bénéfices des entreprises ont augmenté. Et, si les perspectives n'étaient pas aussi optimistes que pour les économies avancées, les indices PMI indiquaient toutefois une expansion macroéconomique pour de grandes EME. En Chine, la croissance a surpris par sa résistance, à environ 7 % au deuxième trimestre, ce qui a fortement stimulé la confiance du marché.

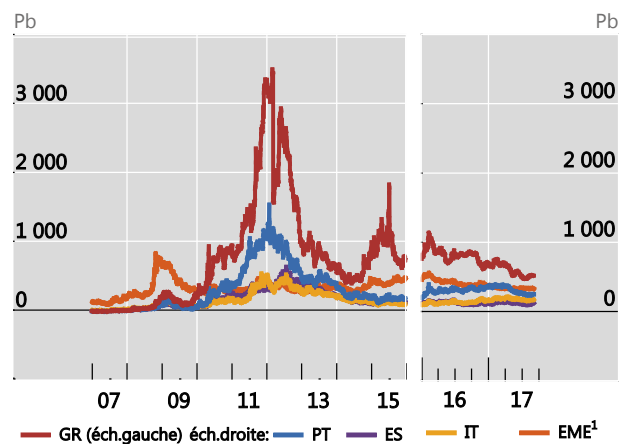
Les inquiétudes des intervenants quant aux risques d'instabilité financière en Chine ont également diminué. En début d'année, d'importantes sorties de capitaux ainsi qu'une forte baisse des réserves de change avaient perturbé le marché, dans le contexte d'une expansion persistante du crédit agrégé et de ratios crédit/PIB élevés¹. Depuis, l'expansion du crédit agrégé a ralenti, alors même que les prix des

¹ Pour une analyse plus approfondie de l'évolution du crédit et des indicateurs avancés de crise financière concernant la Chine, voir la partie du présent Rapport trimestriel intitulée « Principales tendances des flux financiers mondiaux ».

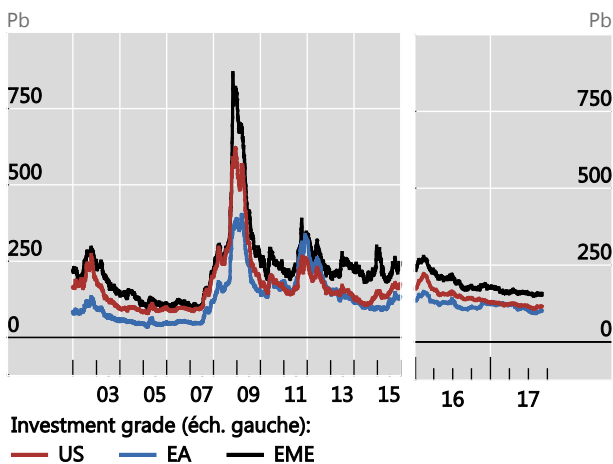
Cours des actions



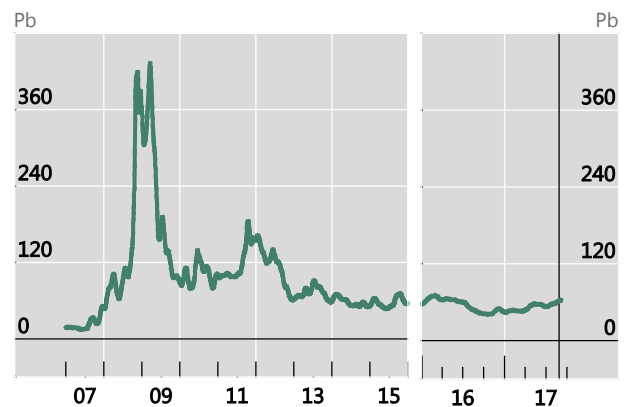
Écarts de rendement sur dette souveraine



Écarts de rendement sur obligations d'entreprise²



CDS 5 ans de la République de Corée³



EA= zone euro. La ligne verticale dans le cadre inférieur droit correspond au 29 août 2017 (missile nord-coréen tiré au-dessus du Japon).

¹ Indice JPMorgan EMBI Global, z-spread to worst. ² Écarts, corrigés des clauses optionnelles, par rapport aux titres du Trésor. ³ CDS 5 ans sur dette senior non garantie.

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Bloomberg ; Datastream ; JPMorgan Chase ; Markit ; et calculs BRI.

logements continuaient d'augmenter, du fait, notamment, des promoteurs immobiliers (encadré B). Les entrées nettes de capitaux en Chine sont devenues positives et les réserves de change se sont stabilisées².

Le contexte de solidité macroéconomique mondiale et la baisse des anticipations de relèvements des taux d'intérêt aux États-Unis ont soutenu les marchés d'actions (graphique 3, cadre supérieur gauche). Les indices boursiers américains ont battu de nouveaux records début août, et les actions des EME ont fait la course en tête. Les actions européennes et japonaises, bien qu'elles aient baissé ces derniers mois,

² Voir « BIS international banking statistics at end-March 2017 », *Statistical release*, juillet 2017.

affichent tout de même des hausses d'environ 11 % et 14 %, respectivement, depuis le début septembre 2016.

Les marchés de la dette sont restés dynamiques. Les écarts de rendement sur obligations souveraines ont continué de se resserrer lentement dans la zone euro. Ils sont demeurés pratiquement stables dans les EME, mais inférieurs à leur moyenne des cinq années précédentes (graphique 3, cadre supérieur droit). En juin, l'Argentine a profité des conditions favorables pour lancer une obligation en dollar à 100 ans assortie d'un rendement d'environ 8 %. La Grèce, pour sa part, est revenue sur les marchés des capitaux en juillet, avec un emprunt en euro à 5 ans affichant un rendement de 4,6 %. D'autres émetteurs peu actifs ou nouveaux, comme l'Irak et le Bélarus, ont également eu recours au marché, tandis que le Tadjikistan préparait le lancement d'une obligation de référence à 10 ans en dollar.

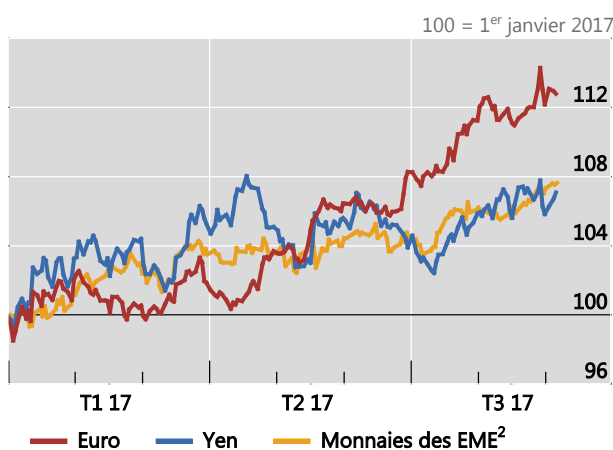
Les écarts de rendement des obligations d'entreprises étaient faibles et en baisse. Mi-août, ils se situaient à leur plus bas niveau depuis début 2008, ou à peine quelques points de base au-dessus. Ils sont toutefois demeurés bien supérieurs aux niveaux d'avant la Grande crise financière (graphique 3, cadre inférieur gauche).

L'humeur généralement positive du marché a été perturbée, à partir de la mi-août, par des événements politiques. S'ils ont dominé l'actualité, ceux-ci n'ont toutefois pas pesé fortement sur les marchés. Dans un premier temps, les marchés boursiers se sont écartés de leurs sommets en raison de la montée des risques politiques aux États-Unis et des tensions géopolitiques croissantes liées à la Corée du Nord. Ceci n'a toutefois pas duré. Le lancement d'un missile à longue portée au-dessus du Japon par la Corée du Nord, et le fait que le pays a mené quelques jours plus tard son plus important essai nucléaire, n'ont pratiquement pas eu d'effet sur les contrats dérivés sur défaut de la Corée du Sud ni sur le cours de sa monnaie face au dollar (graphique 3, cadre inférieur droit).

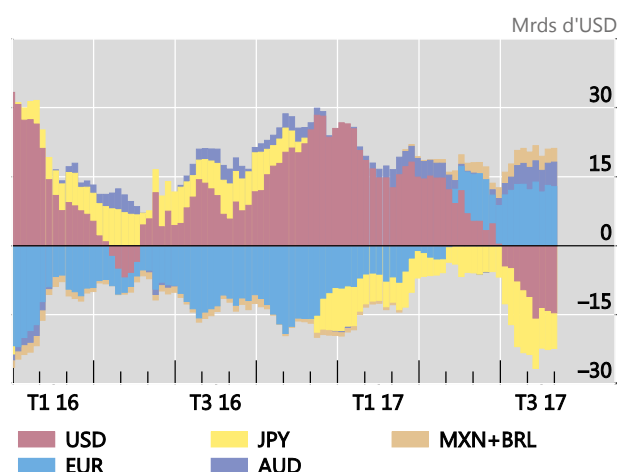
L'instabilité des perspectives mondiales se reflète sur les marchés des changes

Les anticipations fluctuantes concernant l'orientation future des politiques monétaires et la variation des perspectives macroéconomiques relatives des grandes régions économiques, conjuguées aux risques politiques, ont fortement pesé sur le dollar. La trajectoire attendue du resserrement de la politique de la Réserve fédérale s'est infléchie et l'économie américaine a déçu les attentes du marché, de sorte que le billet vert s'est déprécié par rapport aux devises de toutes les grandes économies avancées (graphique 4, cadre de gauche). Le dollar a peu fluctué face au yen, les perspectives concernant la politique de la Banque du Japon n'ayant guère évolué. En outre, les positions spéculatives déclarées par la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) en dollar par rapport à d'autres devises sont devenues courtes nettes au début du troisième trimestre (graphique 4, cadre de droite), ce qui indique que le marché anticipait une poursuite de la dépréciation du dollar.

C'est vis-à-vis de l'euro que la dépréciation du dollar a été la plus prononcée : elle a atteint près de 7 % depuis mi-juin. Elle s'explique essentiellement par les remarques du Président de la BCE, en juin, sur le retour des forces reflationnistes dans la zone euro. Ce repli du billet vert s'est interrompu début août, en partie en raison des craintes qu'une monnaie forte ne porte préjudice à l'économie de la zone euro. Néanmoins, le dollar est reparti à la baisse face à l'euro fin août.

Taux de change nominal¹

Les positions spéculatives sur le dollar deviennent courtes nettes



¹ Par rapport au dollar. Une hausse indique une appréciation de la monnaie locale ² Indice JPMorgan Emerging Market Currency (EMCI).

Sources : Commodity Futures Trading Commission (CFTC) ; Bloomberg ; calculs BRI.

Il s'est également replié contre la plupart des monnaies des EME. À l'exception des monnaies d'Europe centrale et orientale, qui ont tendance à suivre l'euro, les ajustements du cours du dollar par rapport aux devises des EME n'ont pas été très importants et la volatilité est restée faible.

La volatilité est-elle exceptionnellement faible ?

Le dynamisme des marchés et la chute du dollar se sont accompagnés d'une volatilité modérée dans toutes les grandes classes d'actifs (graphique 5, cadre de gauche). La volatilité des marchés obligataires a été extrêmement faible partout dans le monde. L'indice MOVE, qui mesure la volatilité implicite sur le marché obligataire américain, a touché un nouveau creux historique en août. Simultanément, l'indice VIX, mesure de la volatilité implicite sur les marchés d'actions américains, a affiché des niveaux peu élevés, proches de ceux de 2005. Si la volatilité est restée faible par rapport aux niveaux de référence historiques, elle s'est légèrement accrue, atteignant quelques pics à la suite des événements politiques d'août.

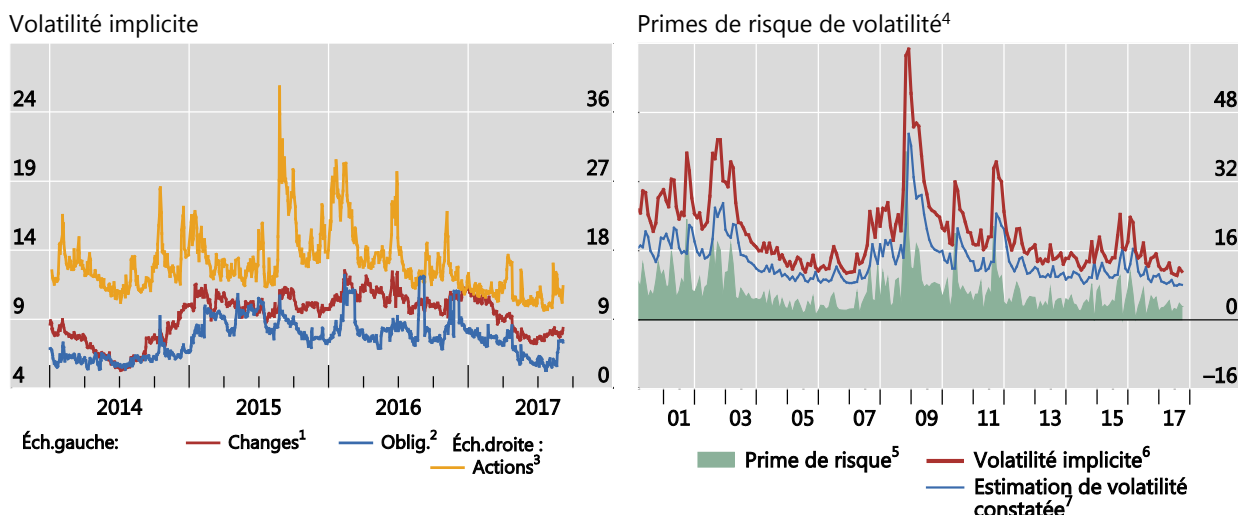
La faiblesse des anticipations de volatilité et le bas niveau de la prime de volatilité semblent avoir contribué au déclin général du VIX. C'est ce que suggère une décomposition du VIX en variance conditionnelle des rendements boursiers (volatilité qui serait attendue de la volatilité des rendements boursiers effectifs dans le passé récent) et prime de risque de variance des cours boursiers (montant supplémentaire que les investisseurs sont prêts à payer pour se protéger de la volatilité) (graphique 5, cadre de droite)³. Ces deux facteurs, ainsi que le VIX lui-même, sont revenus à leur

³ Voir Lombardi, M. et Schrimpf, A. (2014), « Notions de volatilité et prime de risque », *Rapport trimestriel BRI*, septembre. Pour la méthodologie, voir Bekaert, G., Hoerova, M. et Lo Duca, M. (2013), « Risk, uncertainty and monetary policy », *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, pp. 771-88.

Faible niveau de la volatilité implicite et des primes de risque de volatilité

En points de pourcentage

Graphique 5



¹ Indice JPMorgan VXY Global. ² Volatilité implicite dans les options à parité des contrats à terme sur obligations à long terme de DE, GB, JP et US ; moyenne pondérée, sur la base des PIB et PPA. ³ Volatilité implicite des indices S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 et Nikkei 225 ; moyenne pondérée sur la base de la capitalisation boursière. ⁴ Moyennes mensuelles des données journalières. ⁵ Estimation égale à la différence entre volatilité implicite et volatilité effective projetée ; voir Bekaert, G., Hoerova, M. et Lo Duca, M. (2013), « Risk, uncertainty and monetary policy », *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, pp. 771-88. ⁶ VIX, indice de volatilité implicite du S&P 500 calculé par le Chicago Board Options Exchange. ⁷ Estimation prospective de la volatilité effective ; voir Anderson, T., Diebold, F., Bollerslev, T. et Labys, P. (2003), « Modeling and forecasting realized volatility », *Econometrica*, vol. 71, mars, pp. 579-625.

Sources : Bloomberg; Oxford-Man Institute, <http://realized.oxford-man.ox.ac.uk/>; calculs BRI.

plus bas niveau depuis plusieurs années, tout en restant supérieurs à leurs points bas historiques d'avant la crise.

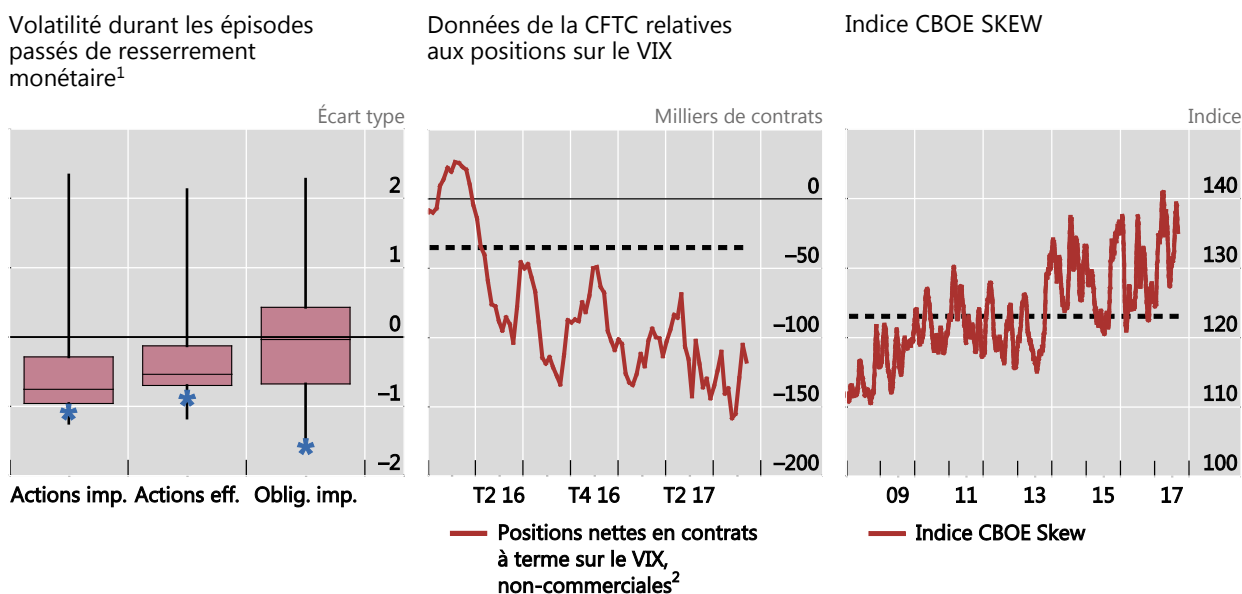
La faible volatilité du marché boursier caractérise les cycles de resserrement monétaire depuis le début des années 1990. Pendant ces épisodes, le VIX comme la volatilité effective du marché boursier sur 30 jours tendent à se situer la plupart du temps entre un demi et un écart type au-dessous de leur moyenne de long terme (graphique 6, cadre de gauche). Ce phénomène peut s'expliquer en partie par le fait que la volatilité est généralement plus faible lorsque les marchés se redressent et que les épisodes de durcissement monétaire ont généralement lieu lorsque les marchés boursiers sont orientés à la hausse. Dans ce contexte, le VIX moyen au cours des 90 jours ayant précédé le 5 septembre n'était pas inhabituel.

En revanche, la volatilité récente des marchés obligataires est extrêmement faible par référence au passé, conformément au niveau extrêmement bas des rendements obligataires et aux anticipations de resserrement progressif des taux. Ainsi, l'indice MOVE est anormalement bas depuis quelques mois, malgré le relèvement du taux cible des fonds fédéraux en juin. Cette situation contraste avec les épisodes précédents de durcissement monétaire, où la volatilité implicite du marché obligataire était proche de sa moyenne de long terme (graphique 6, cadre de gauche).

L'ampleur des positions spéculatives courtes nettes sur contrats à terme du VIX indiquait des anticipations selon lesquelles la volatilité resterait faible. Les positions courtes nettes sur contrats à terme du VIX déclarées par la CFTC – qui parient contre une hausse de la volatilité – ont atteint des records fin juillet (graphique 6, cadre du

Le faible niveau de volatilité est normal pour les actions mais inhabituel pour les obligations durant les épisodes de resserrement monétaire

Graphique 6



Les lignes en pointillés des cadres du milieu et de droite indiquent les moyennes à long terme des séries correspondantes (2007–période récente).

¹ Les astérisques bleues représentent la moyenne des 90 jours précédant le 5 septembre 2017 ; Actions imp. = VIX ; Actions eff. = S&P 500 ; Oblig. imp. = indice MOVE de Merrill Lynch ; les rectangles roses représentent trois épisodes : février 1994–avril 1995, juillet 1999–juin 2000 et juillet 2004–juillet 2006. Données standardisées à partir des moyennes historiques et écarts-types par rapport à 1990. ² Une valeur négative indique que la position nette agrégée est courte.

Sources : Commodity Futures Trading Commission (CFTC) ; Bloomberg ; calculs BRI.

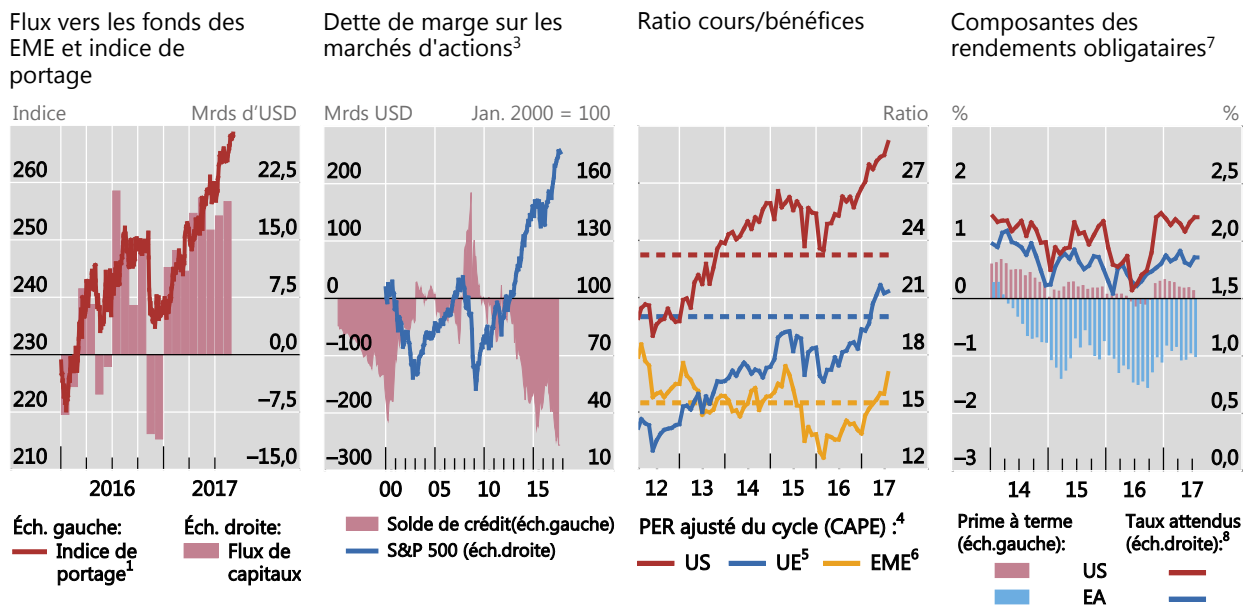
milieu). Elles ont ensuite diminué en août, parallèlement à la légère hausse du VIX, mais sont restées trois fois supérieures à leur moyenne des dix dernières années.

Durant la même période, les marchés ont pris en compte le risque d'un net déclin des prix des actifs. L'indice CBOE SKEW – qui mesure les risques extrêmes du S&P 500 – était élevé par rapport à ses valeurs passées (graphique 6, cadre de droite). Cela laisse penser que les investisseurs intégraient une forte probabilité d'importantes chutes des cours des actifs.

Appétit pour le risque

Comme cela arrive souvent en période de faible volatilité et de baisse du dollar, une phase de prise de risque est apparue.

Dans le contexte de persistance des différentiels de taux d'intérêt et de dépréciation du dollar, le rendement des opérations de portage a vivement augmenté et les fonds en actions et en obligations des EME ont connu d'importantes entrées durant la période (graphique 7, cadre de gauche). L'évolution des positions spéculatives signalait aussi un regain de l'activité de portage sur le trimestre, avec de forts volumes de positions courtes nettes dans des monnaies de financement comme le yen ou le franc suisse, et de positions longues nettes dans les monnaies des EME et en dollar australien (graphique 4, cadre de droite).



Les lignes en pointillés du troisième cadre indiquent les moyennes à long terme du ratio CAPE (décembre 1982–période récente pour UE et États-Unis ; janvier 1982–période récente pour les EME). EA = zone euro.

¹ L'indice Bloomberg EM-8 Carry Trade mesure le rendement total cumulé d'une position de portage détenue jusqu'à l'échéance (*buy-and-hold*) qui est longue en 8 devises des EME (BRL, IDR, INR, HUF, MXN, PLN, TRY et ZAR) et totalement financée par des positions courtes en dollar. On suppose que l'investissement se fait en titres du marché monétaire à 3 mois et que chacune des huit monnaies des EME est assortie d'une même pondération dans le panier de monnaies. ² Données mensuelles ; pour août 2017, données hebdomadaires jusqu'au 30 août (après application d'un facteur d'ajustement). ³ Solde créditeur : somme des soldes créditeurs disponibles sur comptes au comptant et des soldes créditeurs des comptes sur marge, moins la dette de marge. ⁴ Pour chaque pays/région, le ratio CAPE correspond au cours des actions de l'indice MSCI corrigé de l'inflation (en monnaie locale) divisé par la moyenne mobile à 10 ans des résultats publiés corrigés de l'inflation. ⁵ Économies européennes avancées incluses dans l'indice MSCI Europe. ⁶ Moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA des pays suivants : BR, CN, HK, IN, KR, MX, PL, RU, SG, TR, TW et ZA. ⁷ Décomposition du rendement nominal à 10 ans fondée sur un modèle associant données macroéconomiques et structures des échéances ; voir Hördahl, P. et Tristani, O. (2014), « Inflation risk premia in the euro area and the United States », *International Journal of Central Banking*, septembre. Les rendements sont exprimés en termes coupon zéro. Zone euro : obligations d'État françaises. ⁸ Différence entre le rendement nominal des obligations à 10 ans à coupon zéro et la prime à terme estimée pour les obligations à 10 ans.

Sources : Barclays ; Bloomberg ; Datastream ; EPFR ; New York Stock Exchange; calculs BRI.

Les investisseurs en Bourse ont également utilisé des montants records de dette de marge pour renforcer leurs placements. De fait, l'encours de la dette de marge était notablement plus élevé que pendant la bulle Internet et supérieur d'environ 10 % à son pic antérieur de 2015 (graphique 7, deuxième cadre).

Si les volumes de dette de marge ont atteint de nouveaux records, les références traditionnelles, comme le ratio moyen cours/bénéfices à long terme, indiquaient une possible surévaluation des cours des actions. Aux États-Unis, l'évolution récente du marché a fait encore augmenter le ratio cours/bénéfices corrigé des variations cycliques (ratio CAPE), qui se situait déjà au-dessus de sa moyenne de long terme. Le même phénomène s'est produit en Europe et dans les EME, mais à moins grande échelle (graphique 7, troisième cadre). Cependant, au vu des rendements obligataires exceptionnellement bas, les valorisations des actions ne sont peut-être pas si atypiques si on les considère dans le cadre des modèles d'actualisation des dividendes. De fait, les primes d'échéance estimées sur les rendements obligataires sont demeurées anormalement faibles, bien inférieures à leur moyenne historique aux États-Unis et de plus en plus négatives dans la zone euro (graphique 7, quatrième cadre). Ceci laisse penser que les marchés d'actions restent vulnérables au risque d'un

redressement soudain des rendements obligataires, dans le cas où les primes d'échéances retrouveraient des niveaux plus normaux.

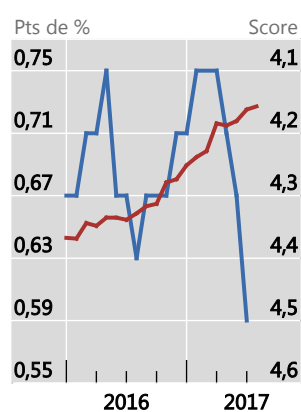
Des signes de quête du rendement ont également été observés sur les marchés obligataires : les volumes d'émissions ont augmenté dans les segments des prêts à effet de levier et des obligations à haut rendement, tandis que les clauses contractuelles se détendaient. Selon S&P Global Market Intelligence, l'encours mondial des prêts à effet de levier a atteint un nouveau point culminant, à plus de 1 000 milliards de dollars. Durant la même période, la part des émissions ne comportant pas de clauses contractuelles (« covenant-lite ») est passée à près de 75 %, contre 65 % un an auparavant (graphique 8, cadre de gauche). Les prêts covenant-lite ne comportent que peu, ou pas, de restrictions sur leur utilisation par l'emprunteur et, de ce fait, indiquent sans doute une attitude moins discriminatoire des bailleurs de fonds, mais ils pourraient encourager une prise de risque excessive par les emprunteurs. D'après Moody's, la proportion de ces prêts sur le marché des obligations à haut rendement s'est également accrue, alors que la qualité des clauses contractuelles diminuait, revenant à son plus bas niveau depuis que Moody's a commencé à recueillir ces données, en 2011.

Tandis que les écarts de rendement sur obligations d'entreprises se resserraient, les bilans des sociétés se détérioraient. L'endettement des sociétés non financières aux États-Unis, au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, en Europe, n'a cessé de s'alourdir au cours des dernières années (graphique 8, premier cadre). Même en tenant compte des importants encours de trésorerie des entreprises américaines, leur endettement est au plus haut depuis le début des années 2000, et à un niveau proche

Appétit pour le risque sur les marchés de la dette

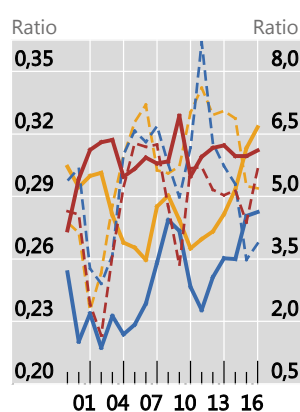
Graphique 8

Diminution des clauses contractuelles



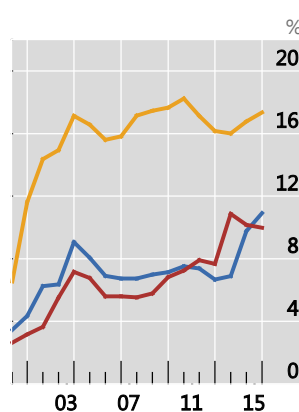
Éch.gauche: Éch.droite(inversée):
 — Part "covenant-lite" — Indice de qualité des clauses¹

Ratios d'endettement et de couverture des intérêts



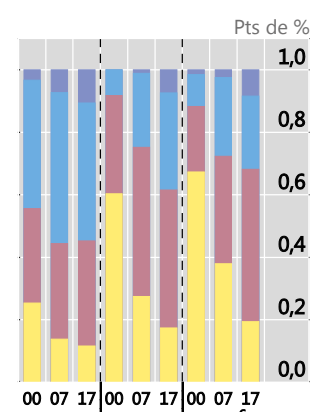
Levier (éch.gauche):² Couverture d'intérêt (éch.droite):³
 — EA⁴ — GB — UE⁶

Pourcentage d'entreprises « zombies »⁵



— EA⁴ — GB — UE⁶

Ventilation des notations



Notes:⁷ A BBB BB & B C

¹ Moyenne mobile sur trois mois ; un score plus élevé indique des clauses contractuelles moins strictes. ² Passifs agrégés à long et court terme/total des actifs agrégés. ³ Calculé en divisant le résultat agrégé avant frais financiers et impôts par les frais financiers agrégés. ⁴ BE, DE, ES, FR, IT et NL. ⁵ Une entreprise « zombie » est une société cotée dont le ratio résultat avant frais financiers et impôts/charges est inférieur à un, la société ayant au moins 10 ans. ⁶ AT, BE, DE, DK, ES, EE, FI, FR, GR, IE, IT, LU, NL et PT. ⁷ A = Aaa-A3 ; BBB = Baa1-Baa3 ; BB et B = Ba1-B3 ; C = Caa1-C.

Sources : Bloomberg; Moody's Analytics CreditEdge; S&P Global Market Intelligence; <https://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2017-07-13/junk-bonds-work-with-less-of-a-safety-net-for-investors>; calculs BRI.

de celui du début de la décennie 1990 : à cette époque, le ratio d'endettement des entreprises reflétait le boom des rachats avec effet de levier de la fin des années 1980. En outre, le ratio de couverture des intérêts a nettement diminué, malgré le niveau extrêmement faible des taux d'intérêt. Certes, le ratio de couverture des intérêts agrégés est demeuré bien supérieur à 3, mais un nombre croissant d'entreprises – appelées « zombies » – se sont retrouvées avec des charges d'intérêt dépassant leur résultat avant frais financiers et impôts (graphique 8, troisième cadre)⁴. La proportion de ces entreprises a augmenté, tout spécialement au Royaume-Uni et dans la zone euro. Dans le même temps, la ventilation des notations s'est dégradée (graphique 8, quatrième cadre). La proportion d'entreprises de catégorie *investment grade* a reculé de 10 points aux États-Unis, de 20 points dans la zone euro et de 30 points au Royaume-Uni entre 2000 et 2017⁵. Le nombre relatif d'entreprises notées A ou au-dessus a particulièrement baissé, tandis que la proportion des plus mauvaises notations (C et au-dessous) s'est accrue. Tout ceci laisse penser que, dans l'éventualité d'un ralentissement économique ou d'un ajustement à la hausse des taux d'intérêt, le niveau élevé du service de la dette et du risque de défaut pourrait poser problème aux entreprises et, de ce fait, entraver la croissance du PIB.

⁴ Le nombre d'entreprises zombies ne peut être calculé pour 2016 en raison de l'absence de déclarations, surtout de la part des plus petites entreprises.

⁵ Les entreprises de la catégorie *investment grade* sont celles ayant une notation d'au moins BBB.

Comment les marchés ont-ils réagi aux difficultés des banques en Europe ?

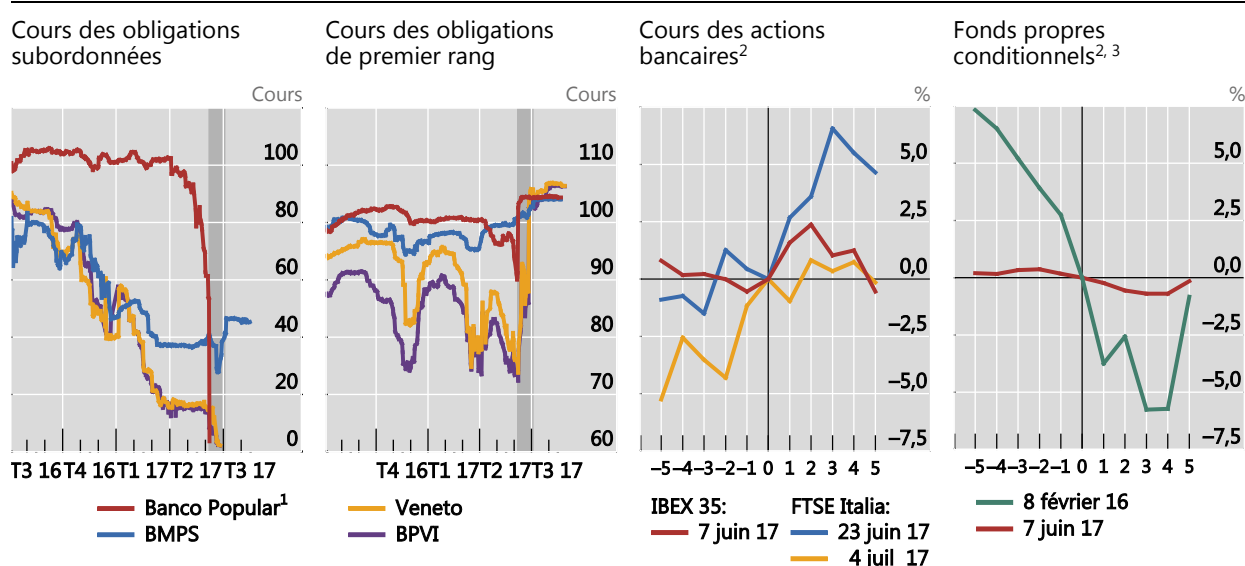
Bilyana Bogdanova et Mathias Drehmann

Quatre défaillances ou recapitalisations bancaires sont survenues en Italie et en Espagne entre juin et juillet 2017. Cet encadré est consacré à ces événements et aux répercussions qu'ils ont eues sur les conditions de marché pour les banques en Europe.

Les investisseurs n'avaient pas totalement anticipé la défaillance de Banco Popular Español. Le 7 juin, la banque espagnole a été la première à faire l'objet d'une résolution en vertu de la Directive de l'Union européenne sur le redressement et la résolution des banques (BRRD). L'établissement a été acquis le lendemain par son compatriote Banco Santander (pour un montant symbolique). Les cours des actions et de la dette subordonnée de la banque s'étaient affaiblis avant sa défaillance. Fin mai cependant, soit quelques jours seulement avant le lancement du processus de résolution qui allait faire disparaître l'établissement, sa dette subordonnée AT1 cotait encore 0,70 euro par rapport au pair (graphique A, premier cadre). Les prix de la dette de premier rang, de leur côté, avaient peu diminué et sont même repartis à la hausse après le 7 juin (graphique A, deuxième cadre).

Pas d'effet de contagion des défaillances bancaires en Europe

Graphique A



Les zones grisées dans les deux premiers cadres représentent la période comprise entre le 7 juin et le 4 juillet 2017.

¹ Pour la dette subordonnée, instrument de fonds propres conditionnels AT1. ² Variation en pourcentage sur la période indiquée. Le chiffre zéro illustre les dates suivantes : 8 février 2016 (déclaration de Deutsche Bank concernant sa capacité de paiement sur ses obligations AT1) ; 7 juin 2017 (approbation par le Conseil de résolution unique (CRU) du dispositif de résolution pour Banco Popular Español) ; 23 juin 2017 (décision de résolution du CRU concernant Banca Popolare di Vicenza, BPVI et Veneto Banca) ; et 4 juillet 2017 (approbation par la Commission européenne d'une recapitalisation préventive de Banca Monte dei Paschi di Siena, BMPS). ³ Indice Markit iBoxx Liquid Developed Markets AT1 Contingent Capital.

Source : Bloomberg.

Dans le cas des banques italiennes, en revanche, les difficultés duraient depuis plusieurs mois et les marchés avaient déjà intégré une forte dépréciation de la dette avant que ne soient annoncées les interventions officielles. Le 23 juin, les autorités européennes ont décidé que Banca Popolare di Vicenza (BPVI) et Veneto Banca seraient liquidées dans le cadre de la procédure italienne habituelle d'insolvabilité, et bénéficieraient en parallèle d'une aide publique visant à faciliter leur sortie du marché. Les cours des actions et de la dette subordonnée, qui étaient déjà très bas

depuis la fin 2016, ont été ramenés à zéro, tandis que les détenteurs d'obligations de premier rang et les déposants ont été préservés (graphique A, premier et deuxième cadres)^①. De leur côté, les discussions relatives au traitement dont devait faire l'objet Banca Monte dei Paschi di Siena (BMPS) étaient en cours depuis la fin décembre 2016, date à laquelle la banque italienne avait échoué à lever des capitaux privés et la cotation de ses actions avait été suspendue. En juin, les détenteurs d'obligations subordonnées avaient déjà anticipé une grande partie des pertes auxquelles ils allaient faire face et les cours de ces titres ont augmenté après l'approbation par la Commission européenne de la recapitalisation préventive de la banque le 4 juillet (graphique A, premier cadre). Les prix des instruments de dette de premier rang ont également crû à compter du début juin, lorsqu'il est apparu que ces instruments ne seraient pas dépréciés (graphique A, deuxième cadre).

La diminution des incertitudes qui a fait suite à ces événements a semblé soutenir les perspectives d'autres banques en Europe (graphique A, troisième cadre). Les cours des actions des banques espagnoles ont légèrement progressé durant quelques jours après l'annonce de la reprise de Banco Popular par Banco Santander. Si l'autorisation de la recapitalisation préventive de BMPS le 4 juillet n'a guère eu d'impact dans la mesure où elle s'est révélée conforme aux attentes du marché, les actions des banques italiennes se sont nettement appréciées après la liquidation de Veneto Banca et BPVI. Globalement, l'indice FTSE Italia All Share Banks a enregistré une hausse de 10 % entre le début juin et la fin juillet, surperformant l'indice STOXX Europe 600 Banks, qui a gagné près de 5 %.

Bien que la période ait été marquée par la toute première conversion d'instruments AT1, aucun signe de contagion n'a été observé sur le marché des instruments convertibles sous condition après la défaillance de Banco Popular (graphique A, quatrième cadre). L'indice Developed Markets AT1 CoCo a peu réagi par rapport au début 2016, lorsque les marchés s'étaient inquiétés d'une suspension potentielle par Deutsche Bank du paiement de ses coupons. Après s'être replié durant la semaine marquée par la défaillance de Banco Popular, l'indice est remonté de 2 % entre le début juin et la fin juillet. En outre, les banques européennes ont continué d'émettre des instruments de fonds propres conditionnels ; leurs ventes ont atteint environ 15 milliards d'euros entre avril et août 2017.

^① Si les pertes ont été couvertes par la dépréciation d'obligations dans les trois cas, les petits investisseurs détenteurs de dette de rang inférieur peuvent demander une indemnisation sous réserve de remplir certains critères d'éligibilité.

Immobilier : l'influence des promoteurs sur les prix du marché

Michael Chui, Anamaria Illes et Christian Upper

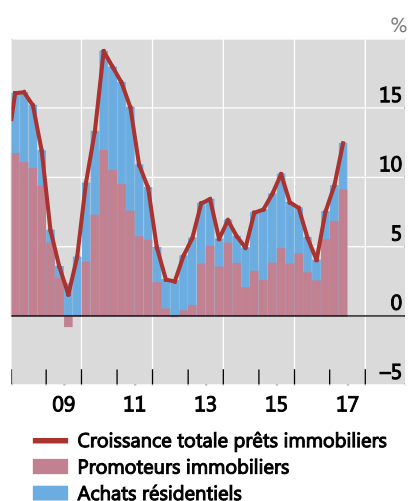
Le début de la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis et le durcissement des mesures macroprudentielles dans un certain nombre de pays émergents d'Asie ont semblé contribuer à ralentir la croissance du crédit dans ces économies durant l'année écoulée. Cependant, les prix immobiliers sont restés fermes. Dans certaines juridictions telles que la Chine ou Hong Kong RAS, les prix des logements ont continué d'augmenter, parallèlement au redressement des emprunts effectués par les promoteurs immobiliers au travers de prêts bancaires et titres de créance^①. Cet encadré montre comment les promoteurs immobiliers ont contribué à la hausse des prix des biens et dans quelle mesure la croissance rapide de leurs activités pourrait devenir une source d'inquiétude pour les autorités.

En proposant des dispositifs de financement aux acheteurs potentiels, les promoteurs ont soutenu la demande de logements. Ainsi, bien qu'entre 2009 et 2015 l'Autorité monétaire de Hong Kong (HKMA) ait pris sept séries de mesures macroprudentielles visant à limiter les emprunts hypothécaires, les promoteurs immobiliers ont, au cours des deux dernières années, offert des dispositifs de financement de plus en plus attrayants aux acheteurs potentiels, en vue de doper leurs ventes. Souvent, ces offres n'incluent pas d'évaluation de la capacité de remboursement des emprunteurs. Peu d'informations sont disponibles quant à la manière exacte dont ces dispositifs sont financés. Cependant, les prêts visant à financer le développement immobilier sont devenus le premier facteur du redressement de la croissance totale des prêts immobiliers sur cette période (graphique B, cadre de gauche)^②. Pour protéger la stabilité du secteur bancaire, la HKMA a, en juin 2017, durci les limites fixées aux montants maximum que les banques peuvent prêter en termes de coût et de valeur foncière des projets de construction ; par ailleurs, elle a commencé, en août, à mettre en œuvre des pondérations de risque plus élevées concernant les expositions aux promoteurs immobiliers.

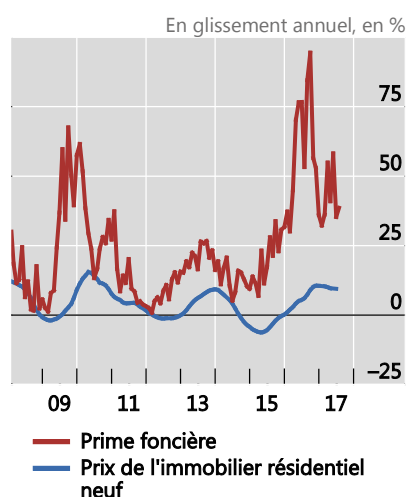
Croissance des prêts immobiliers, prime foncière et financement obligataire des promoteurs immobiliers

Graphique B

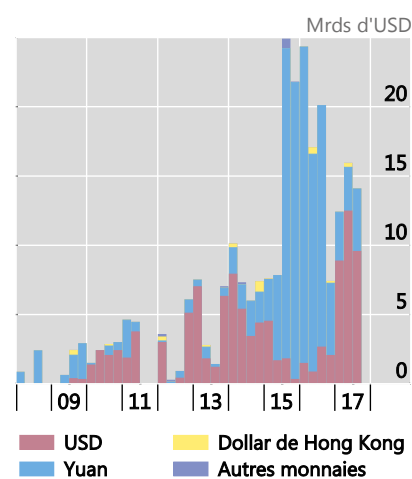
Contribution à la croissance des prêts immobiliers à Hong Kong RAS



Prime foncière¹ pour usage résidentiel et prix immobiliers dans les villes chinoises



Émissions brutes d'obligations par les promoteurs immobiliers chinois²



¹ Pour les 100 plus grandes villes ; calculée selon la formule $100 \% \times (\text{prix d'adjudication} - \text{offre initiale}) / \text{offre initiale}$. ² 106 sociétés chinoises cotées en bourse à Shanghai, Shenzhen et Hong Kong.

Sources : Autorité monétaire de Hong Kong ; Thomson Reuters Eikon ; WIND.

Les prêts aux acheteurs potentiels, ainsi que la concurrence intense entre les promoteurs, ont soutenu les prix fonciers. La demande de logements restant solide, les entreprises peuvent se permettre d'enchérir fortement sur les terrains, puisque les coûts pourront être répercutés sur les acheteurs de logement. La prime foncière (c'est-à-dire la différence entre le prix d'adjudication et l'offre initiale) payée par les promoteurs pour des terrains dans les grandes villes chinoises est assez élevée depuis la mi-2015. Par le passé, cette prime a eu tendance à constituer un indicateur avancé de l'inflation des prix résidentiels (graphique B, cadre central).

La croissance des promoteurs immobiliers à l'étranger pourrait conférer une dimension internationale au phénomène. Ainsi, Singapour a indiqué que des promoteurs essentiellement sous contrôle étranger avaient été très actifs dans les adjudications foncières au premier semestre 2017. Les entreprises ont payé en moyenne 29 % de plus pour des terrains à vocation résidentielle que pour des sites comparables vendus au cours des cinq dernières années. Pour partie en réponse à cette surenchère, l'Autorité monétaire de Singapour a averti que « le risque de voir les prix immobiliers remonter de façon non soutenable n'était pas négligeable »^③.

Les offres élevées de promoteurs qui, finalement, ne rencontrent pas une forte demande pourraient préparer le terrain à un ajustement brutal du marché. Les marges bénéficiaires risqueraient ensuite de fondre, et les propriétaires pourraient voir la valeur de leur bien diminuer fortement. Dans ce contexte, en 2015, un ministre singapourien a mis en garde les résidents susceptibles d'investir dans les grands projets alors en cours de construction à la frontière avec la Malaisie contre le risque d'une offre excédentaire. Les promoteurs (dominés par quelques entreprises chinoises) prévoient de bâtir au total 336 000 nouveaux logements, soit un peu plus que le stock complet de résidences privées à Singapour en 2015.

Bien évidemment, les emprunts en devises pourraient exposer les promoteurs qui ne disposent pas des revenus équivalents à des asymétries de devises, à moins que ce risque ne soit couvert. Concernant les 106 entreprises chinoises cotées, dont un grand nombre sont actives hors de Chine, les données de marché montrent que les émissions brutes d'obligations ont fortement augmenté depuis 2012, atteignant des pics trimestriels de 25 milliards de dollars environ fin 2015 et début 2016. Depuis lors, leurs émissions ont quelque peu ralenti (graphique B, cadre de droite)^④. La part de la dette libellée en dollar, initialement très élevée, a chuté en 2015 et 2016, avant de repartir nettement à la hausse en 2017. Les directives du Conseil d'État, entérinées le 18 août dernier, et qui visent à freiner les investissements apparemment démesurés des entreprises chinoises à l'étranger dans une série de secteurs dont l'immobilier, doivent être considérées au regard de cette situation.

① Dans une certaine mesure, cette situation rappelle la période précédant les crises bancaires espagnole et irlandaise, auxquelles avaient en grande partie contribué les prêts aux promoteurs immobiliers. Voir Banque d'Espagne (2010), « Exposición de las entidades de depósito españolas al sector inmobiliario », *Informe de Estabilidad Financiera*, mars ; et Whelan, K. (2013), « Ireland's economic crisis: the good, the bad and the ugly », *Journal of Macroeconomics*, vol. 39, juin, pp. 424-40. ② Selon la définition de la HKMA, les prêts immobiliers se divisent en deux principales catégories : (i) les prêts visant au financement du développement immobilier et à l'investissement dans les biens (y compris les biens non achevés) et (ii) les prêts aux particuliers visant à l'achat d'un logement pour leur propre usage, ou à des fins d'investissement. ③ Remarques du Directeur général de l'Autorité monétaire de Singapour, R. Menon, dans le cadre de la conférence de presse à l'occasion du Rapport annuel 2016-2017, Singapour, 29 juin 2017. ④ Par exemple, en termes de capitalisation boursière, les entreprises immobilières chinoises représentent environ 50 % du total sectoriel de l'indice JPMorgan Chase Corporate Emerging Market Bond.