

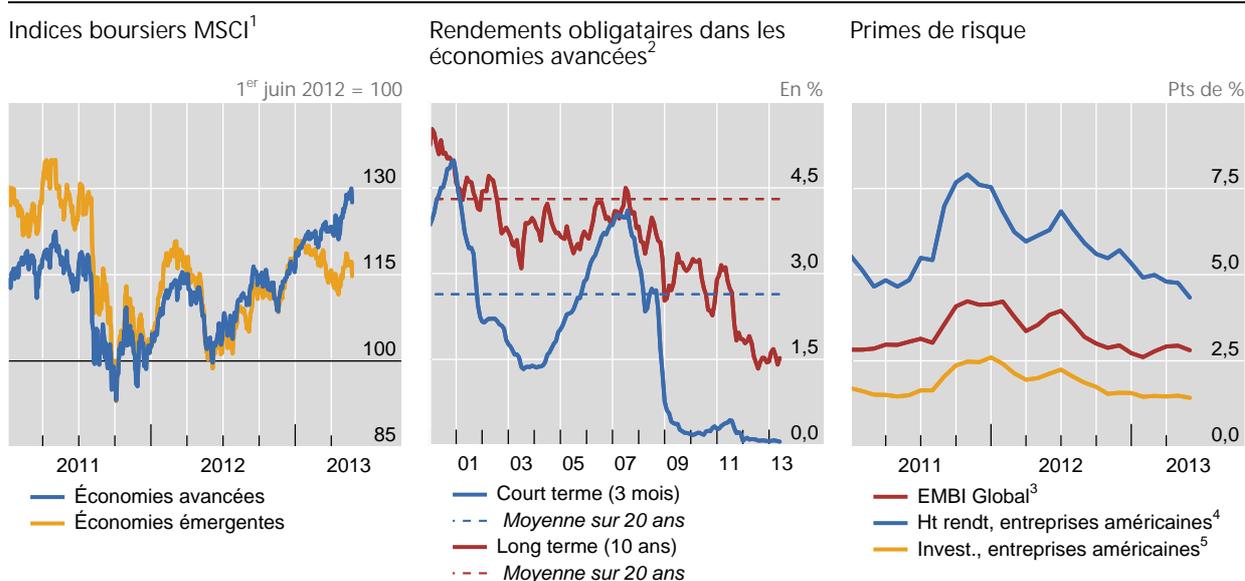
## Les marchés sous l'influence de l'assouplissement monétaire<sup>1</sup>

La reprise du marché des actifs à risques s'est prolongée sous l'effet de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire qui ont incité les intervenants de marché à faire abstraction des indices d'un ralentissement généralisé de la croissance. La cascade de mauvaises nouvelles économiques annoncées entre la mi-mars et la mi-avril n'a guère interrompu la montée du cours des actions dans les économies avancées. La nervosité suscitée par la croissance s'est davantage fait sentir sur le cours des produits de base tandis que, sur les marchés émergents, les performances des actions restaient en retrait (graphique 1, cadre de gauche). De nouvelles mesures d'assouplissement monétaire, bientôt suivies par une amélioration des perspectives américaines début mai, ont revigoré le marché, ont entraîné les principaux indices boursiers vers de nouveaux sommets.

Les grandes banques centrales ont encore assoupli leur politique monétaire, en partant des niveaux déjà accommodants qui avaient fait chuter les rendements nominaux à des niveaux sans précédent (graphique 1, cadre du milieu). Début mai, la BCE a abaissé son taux directeur, et la Réserve fédérale a émis des orientations prospectives tout en réaffirmant son engagement à poursuivre ses achats d'actifs. Le mois précédent, la Banque du Japon avait surpris les marchés en annonçant un nouveau plan ambitieux d'assouplissement monétaire. Cette nouvelle a déclenché de fortes variations de prix sur le marché des obligations d'État japonaises, tandis que les investisseurs évaluaient les effets de ces achats publics sur les rendements au regard des anticipations d'inflation.

Cette nouvelle phase d'accommodation dans les principales zones monétaires a rejailli sur les marchés financiers mondiaux. La perspective de faibles rendements sur les grands marchés obligataires a poussé les investisseurs vers les obligations européennes moins bien notées, les titres des économies émergentes et la dette d'entreprise, ce qui a encore fait baisser les primes de risque, tandis que l'activité d'émission se redressait sur les segments plus risqués du marché de la dette (graphique 1, cadre de droite). L'abondance de liquidités et la faible volatilité ont favorisé un climat propice à la prise de risque et aux opérations de portage (*carry trade*).

<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](mailto:andreas.schrimpf@bis.org)), Masazumi Hattori ([masazumi.hattori@bis.org](mailto:masazumi.hattori@bis.org)) et Goetz von Peter ([goetz.von.peter@bis.org](mailto:goetz.von.peter@bis.org)). Les questions relatives aux données et aux graphiques doivent être envoyées à Agne Subelyte ([agne.subelyte@bis.org](mailto:agne.subelyte@bis.org)) et Jhuvsh Sobrun ([jhuvsh.sobrun@bis.org](mailto:jhuvsh.sobrun@bis.org)).



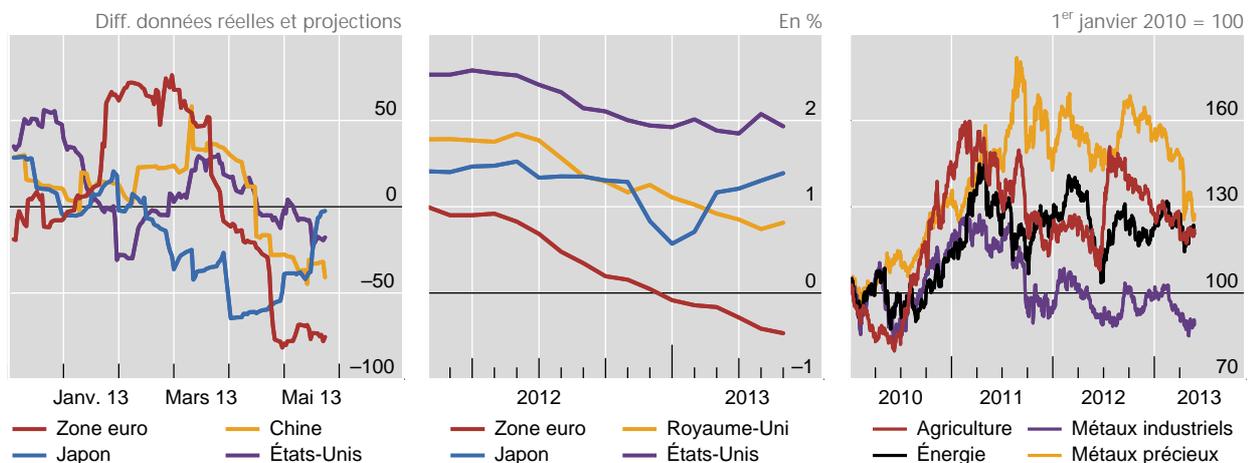
<sup>1</sup> Agrégats calculés par MSCI. <sup>2</sup> Sur la base des moyennes mensuelles des taux nominaux journaliers ; moyenne pondérée des États-Unis, du Japon, du Royaume-Uni et de la zone euro, sur la base des PIB et PPA de 2005. <sup>3</sup> Primes, hors clauses de garantie, de l'indice JPMorgan Chase EMBI Global Composite. <sup>4</sup> Primes, hors clauses optionnelles, de l'indice Bank of America Merrill Lynch US High Yield Master II. <sup>5</sup> Primes, hors clauses optionnelles, de l'indice Bank of America Merrill Lynch US Corporate Master.

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

## Les marchés d'actions se redressent, dans un climat d'incertitude quant à la croissance mondiale

Après des mois de sentiment positif sur les marchés, une série de surprises négatives, annoncées en mars, a conduit les intervenants de marché à réévaluer les perspectives de l'économie mondiale (graphique 2, cadre de gauche). Les données sur l'emploi hors agriculture aux États-Unis et d'autres indicateurs ont révélé une décélération générale de la première économie mondiale. Une évolution similaire des données américaines, ces dernières années, avait rendu les marchés sensibles au moindre signe de ralentissement. Le tassement des indices des directeurs d'achats (PMI) a incité les opérateurs à prévoir une poursuite de la contraction économique en Europe (graphique 2, cadre du milieu). Des signes de ralentissement de l'économie chinoise, conjugués à une baisse de notation, ont alimenté les préoccupations relatives à la croissance. Début mai, ces craintes ont été effacées par la révision des données américaines et une série de nouvelles positives suivies, fin mai, de signaux plus mitigés quant à la croissance mondiale.

Durant cette période, l'incertitude entourant les perspectives de croissance mondiale a davantage pesé sur les marchés d'actions et de produits de base des économies émergentes. Les cours des produits de base ont chuté, la plupart des surprises macroéconomiques ayant été négatives (graphique 2, cadre de droite). Ainsi, l'indice global des produits de base a perdu 7 % en avril, et le prix du pétrole est passé au-dessous de la barre des \$100 le baril pour la première fois depuis un an. Le cuivre a emmené la baisse des prix des métaux industriels tandis que, parmi

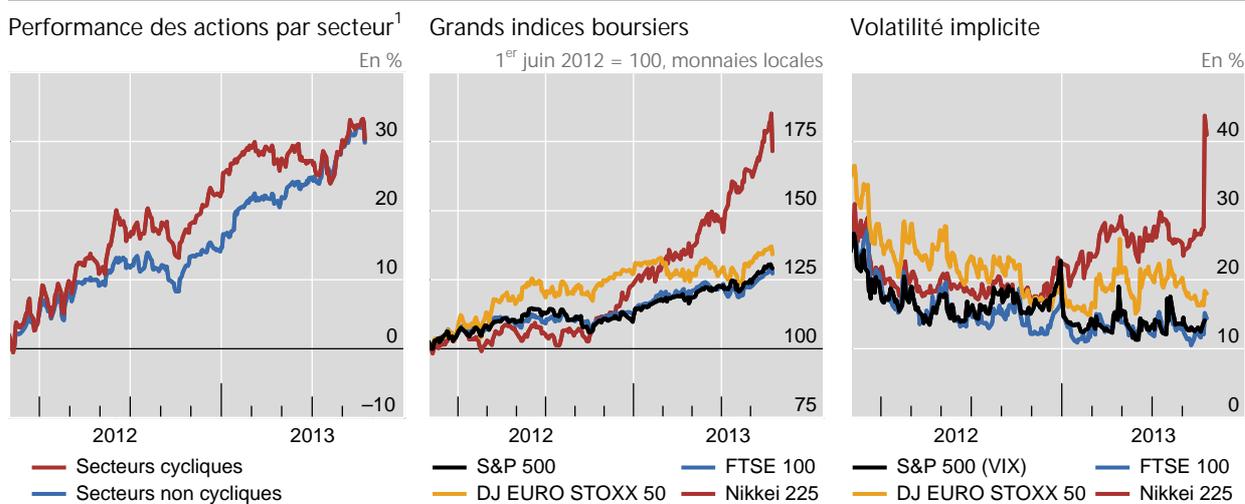
Surprises macroéconomiques<sup>1</sup>Prévisions de croissance pour 2013<sup>2</sup>Prix des produits de base<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Les indices Citigroup Economic Surprise se définissent comme la somme pondérée des surprises macroéconomiques (données effectivement publiées par rapport au point médian de l'enquête Bloomberg). Une lecture positive laisse penser que les nouvelles économiques ont, au total, dépassé les prévisions consensuelles. Les indices sont calculés quotidiennement pour une fenêtre mobile de trois mois. <sup>2</sup> Prévisions consensuelles de la croissance du PIB réel en 2013, recueillies à différentes dates des années figurant sur l'axe horizontal. <sup>3</sup> Indices S&P Goldman Sachs Commodity (GSCI).

Sources : Bloomberg ; Citigroup ; Consensus Economics ; Datastream.

les métaux précieux, l'or a accusé sa plus forte chute sur deux jours depuis 30 ans. Le regain de préoccupations liées à la croissance a également provoqué une brève correction sur certains segments des marchés d'actions. Entre la mi-mars et la mi-avril, les actions des secteurs cycliques, dont les bénéficiers sont généralement plus sensibles à la conjoncture, ont donné de moins bons résultats que les actions des secteurs non cycliques (graphique 3, cadre de gauche). Ces dernières offrent habituellement un flux de dividendes stable, activement recherché par de nombreux investisseurs dans un contexte de faibles rendements et de croissance incertaine.

Pourtant, les marchés d'actions ont été prompts à passer outre aux incertitudes, poursuivant leur hausse tandis que les investisseurs s'attendaient à ce que le piètre état des fondamentaux donne lieu à un nouvel assouplissement monétaire. L'indice S&P 500 a enchaîné rapidement plusieurs records de hausse, d'abord le 11 avril, puis à nouveau durant tout le mois de mai. De même, les places boursières européennes se sont bien tenues malgré de médiocres nouvelles économiques et des incertitudes politiques (graphique 3, cadre du milieu). Pendant toute la période, le marché japonais des actions a poursuivi son ascension, alimentée par la perspective d'une stimulation monétaire massive. Mais cette envolée a accentué la vulnérabilité de la valorisation des actions face à l'évolution du sentiment du marché, comme en témoigne la chute de 7 % enregistrée le 23 mai, après la publication d'un indice PMI décevant pour le secteur manufacturier chinois, et à la possibilité d'un ralentissement des achats d'actifs par la Réserve fédérale. Le même jour, les indices boursiers européens ont perdu entre 2 % et 3 %. Sur cette toile de fond, la volatilité est restée modérée sur de nombreux marchés, compte tenu de la diversité des issues possibles, s'agissant des mesures adoptées ou de la tenue des fondamentaux, dans différentes régions du monde (graphique 3, cadre de droite).



<sup>1</sup> Variations cumulées de la capitalisation boursière depuis le 1<sup>er</sup> juin 2012. Secteurs cycliques = pétrole et gaz, matériaux de base, industrie et finance. Secteurs non cycliques = biens de consommation, services au consommateur, télécommunications et services collectifs.

Source : Bloomberg.

## La politique monétaire sur le devant de la scène

Les banques centrales ont encore assoupli d'un cran leurs politiques monétaires déjà accommodantes. En avril, la Banque du Japon a présenté le nouveau cadre de ses politiques d'assouplissement monétaire et, en mai, la BCE a abaissé son taux directeur à 0,5 %, tandis que la Réserve fédérale réaffirmait qu'elle allait poursuivre ses achats d'actifs et que le taux des fonds fédéraux allait demeurer à un bas niveau. Au Royaume-Uni et en Suisse, l'orientation monétaire est restée inchangée. En réponse, notamment, à l'assouplissement dans les principales zones monétaires, d'autres banques centrales ont alors abaissé leur taux directeur, en particulier en Australie, en Corée, au Danemark, en Inde, en Israël, au Mexique, en Pologne et en Turquie.

Le revirement monétaire du Japon a occupé le devant de la scène des marchés financiers pendant cette période. Le 4 avril, la Banque du Japon a présenté son nouveau cadre opérationnel, destiné à laisser filer l'inflation jusqu'à 2 % sur une période d'environ deux ans (encadré 1). Immédiatement après cette annonce, les cours des actions se sont raffermis et le yen s'est déprécié. Quant aux obligations d'État japonaises, leur prix a subi de fortes fluctuations, tandis que les investisseurs tentaient de prévoir les effets à attendre de l'échelle non anticipée des futurs achats d'obligations dans différents segments de la courbe des rendements. Le 5 avril, le rendement des obligations de référence à 10 ans est tombé à 32 points de base, avant de rebondir au double de ce niveau en une seule journée de cotation. Cette poussée de volatilité des obligations d'État reflétait l'ampleur de l'incertitude entourant l'incidence future de ce virage monétaire sur le marché, exacerbée par une baisse de la liquidité. En réponse, la Banque du Japon a lancé des opérations de financement à 1 an, afin d'offrir une source stable de fonds pour soutenir la prise de risques par les intervenants ; elle a également renforcé sa communication avec les

opérateurs de marché et révisé son mode d'exécution des opérations d'achat d'obligations d'État. Elle a ainsi pu apaiser la volatilité sur le marché des obligations d'État, au moins temporairement (graphique 4, cadre de gauche).

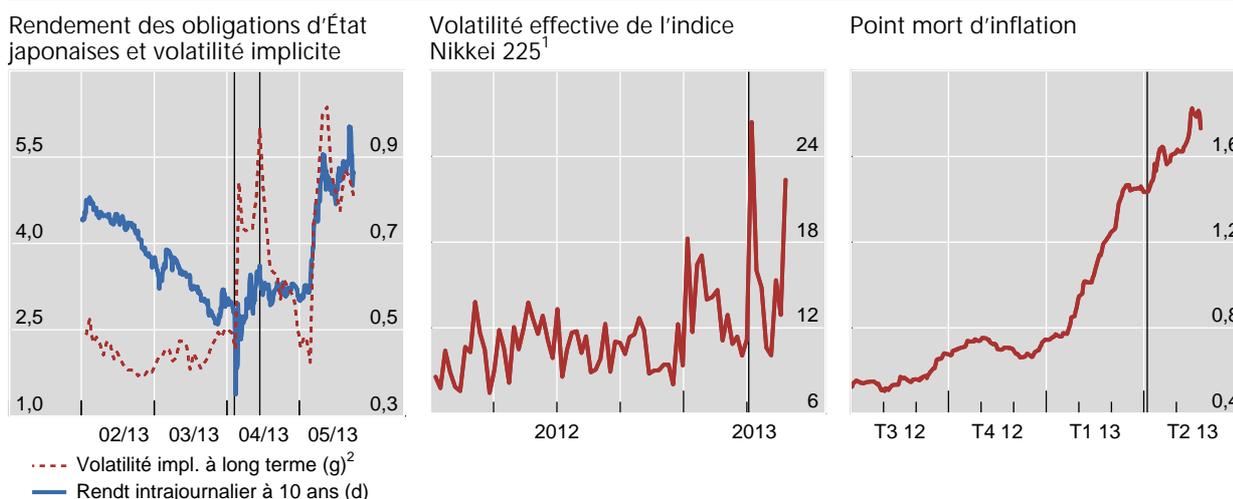
Cette nouvelle orientation monétaire a donné un coup de fouet aux cours des actions japonaises et fait bondir la volatilité de l'indice Nikkei 225 (graphique 4, cadre du milieu). La hausse des cours boursiers qui a suivi l'annonce reflétait surtout des pressions à l'achat en provenance de l'étranger, d'après les données publiées par la Bourse de Tokyo. Ces mêmes données indiquaient aussi que les investisseurs locaux étaient vendeurs nets, les motifs déclarés étant la prise de bénéfices et la réduction des pertes. Par le passé, les entrées nettes de capitaux sur le marché japonais des actions avaient également coïncidé avec des épisodes de dépréciation du yen. Il est probable que l'effet de cet afflux sur la valeur du yen a été plus que compensé par les opérations de couverture des expositions en devises et par la prise de positions directionnelles sur les marchés des produits dérivés.

À partir de la mi-mai, le marché des obligations d'État japonaises a enregistré un nouvel épisode d'intense volatilité. Les rendements ont grimpé en flèche, lorsque de nouvelles pressions à la vente, de la part des investisseurs privés, se sont heurtées à de faibles volumes de transactions (graphique 4, cadre de gauche). Après l'annonce, l'inflation attendue – telle que déduite du prix des obligations, et calculée comme la différence entre rendements nominaux et rendements d'obligations d'État japonaises indexées sur l'inflation et de même durée résiduelle – a commencé à augmenter (graphique 4, cadre de droite). Sur le marché des obligations d'État japonaises, la prudence des investisseurs à l'égard des risques d'inflation et de volatilité avait réduit le volume de transactions. Dans ce contexte, l'ascension du cours des actions japonaises dans le sillage de la dépréciation du yen et le franchissement du seuil psychologiquement important des 100 yens pour un dollar

## L'annonce de la Banque du Japon et son impact sur le marché

En %

Graphique 4



Les lignes verticales matérialisent la date des annonces de la Banque du Japon : nouveau cadre de politique monétaire (4 avril 2013, tous les cadres) ; et révision du programme d'achat des obligations d'État japonaises, suite aux consultations menées avec les intervenants de marché (18 avril 2013, cadre de gauche).

<sup>1</sup> Moyennes hebdomadaires ; volatilité effective (p.a.) estimée à partir des rendements haute fréquence sur intervalles de 5 mn.

<sup>2</sup> Volatilité implicite des options sur contrats à long terme standardisés sur obligations d'État japonaises.

Sources : Bloomberg ; Oxford-Man Institute ; calculs BRI.

ont redonné aux opérateurs l'espoir de voir des fonds supplémentaires affluer vers les marchés d'actions en provenance du marché des obligations d'État.

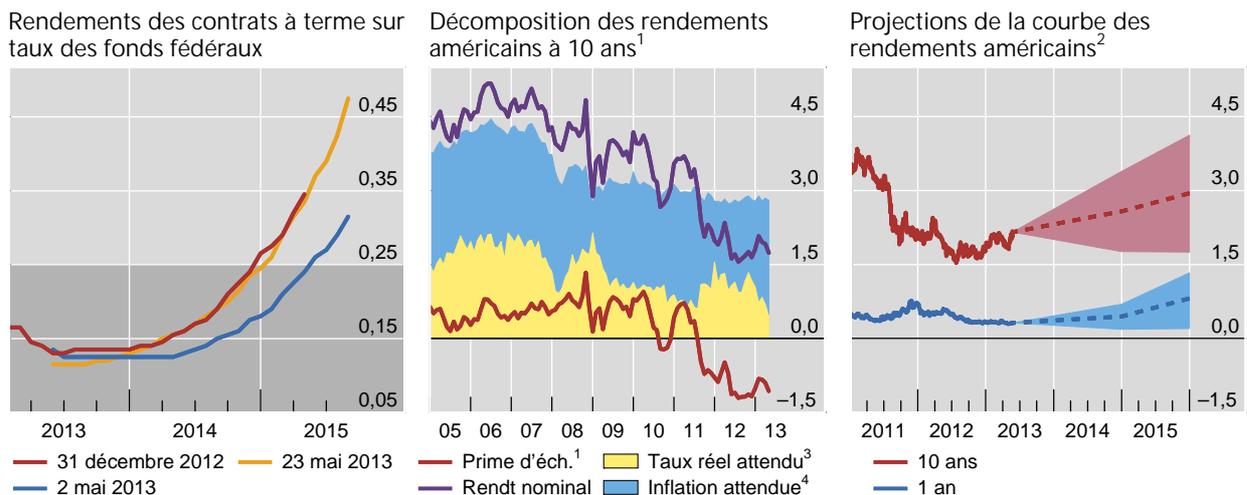
Les marchés ont également suivi avec attention la politique monétaire américaine, se concentrant sur les achats d'actifs et sur la durée pendant laquelle le taux directeur resterait proche de zéro. Les déclarations publiques de responsables de la Réserve fédérale, évoquant un calendrier possible pour une extinction progressive des achats de titres, ont fait tressaillir le marché à plusieurs reprises, illustrant bien à quel point l'humeur des marchés dépend de l'accommodation monétaire. Le 1<sup>er</sup> mai, le Comité fédéral de l'open market (FOMC) a réaffirmé son intention de continuer, d'une part, à racheter des bons du Trésor et des titres d'agences adossés à des créances immobilières et, d'autre part, à maintenir le taux des fonds fédéraux à un taux compris entre 0 et 0,25 % jusqu'à ce que la situation sur le marché du travail s'améliore sensiblement. Bien que les dépenses des ménages, les investissements des entreprises et le marché de l'immobilier se soient redressés, le FOMC estimait néanmoins que la politique budgétaire était l'un des facteurs freinant la croissance économique. À la suite de cette annonce, la courbe des contrats à terme sur les taux des fonds fédéraux a continué à s'aplatir, les prix des dérivés indiquant que les opérateurs s'attendaient à ce que le taux des fonds fédéraux sorte de sa fourchette actuelle d'ici mai 2015 (graphique 5, cadre de gauche). Fin mai, la publication de données faisant état d'une amélioration de l'emploi avait inversé cette tendance.

Les orientations prospectives et les achats de titres du Trésor ont continué à maintenir les taux américains à long terme à un niveau inhabituellement faible. Une décomposition des rendements nominaux à 10 ans semble indiquer que la baisse des taux d'intérêt à long terme est imputable, en grande partie, à une chute de la

## Anticipations relatives à la politique monétaire et rendements obligataires

En %

Graphique 5



<sup>1</sup> La décomposition se fonde sur un modèle associant données macroéconomiques et structures des échéances. Voir P. Hördahl, O. Tristani et D. Vestin, « A joint econometric model of macroeconomic and term structure dynamics », *Journal of Econometrics*, Vol. 131, 2006, pp. 405-44 ; et P. Hördahl, O. Tristani, « Inflation risk premia in the term structure of interest rates », *BIS Working Papers* n° 228, mai 2007.

<sup>2</sup> Les projections centrales sont fondées sur les taux à terme, tandis que les projections hautes et basses sont déduites des volatilités implicites dans les options sur swaps. <sup>3</sup> Rendement réel moyen attendu sur la durée de l'obligation. <sup>4</sup> Inflation moyenne attendue sur la durée de l'obligation.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; calculs BRI.

prime d'échéance, qui dédommage les investisseurs pour le risque afférent à la détention d'actifs de longue durée (graphique 5, cadre du milieu). Les niveaux attendus pour l'inflation et les taux d'intérêt réels à court terme sont restés stables pour cet horizon 10 ans. Sous l'effet des politiques monétaires non conventionnelles et de la quête de qualité, la prime d'échéance est passée d'environ +60 à -90 points de base depuis la mi-2011. Pour ce qui est de l'avenir, une prime d'échéance négative pourrait exacerber l'impact de la hausse des taux d'intérêt sur le prix des obligations, alors que la détention publique de titres négociables du Trésor américain n'a jamais été aussi élevée.

Les titres du Trésor américain à long terme ont vu leur taux évoluer à nouveau, après la publication, début mai, de données meilleures que prévu sur le marché du travail américain. Les rendements américains à 10 ans ont grimpé de quelque 40 points de base entre le 2 et le 22 mai, entraînant une perte au cours du marché d'environ 3,5 % pour les détenteurs d'obligations. Si l'on en juge par les taux à terme à la mi-mai, les opérateurs s'attendent à ce que le rendement des titres du Trésor à 10 ans approche les 3 % d'ici la fin 2015, alors que le segment court de la courbe reste plombé par les orientations prospectives (graphique 5, cadre de droite). On peut en déduire que, selon les anticipations, la pente de la courbe des rendements devrait s'accroître encore à court terme.

Le 2 mai, au lendemain de l'annonce de la Réserve fédérale, la BCE a abaissé son taux directeur de 25 points de base pour l'amener à 0,50 %, après l'avoir laissé inchangé pendant 10 mois (graphique 6, cadre de gauche). Cette baisse avait été déjà presque entièrement intégrée dans les taux, compte tenu de la croissance médiocre et du faible taux d'inflation. La zone euro enregistrant un recul de sa production depuis cinq trimestres consécutifs, la hausse annuelle des prix à la consommation s'est ralentie à 1,2 % en avril. Le Conseil des gouverneurs s'est, en outre, engagé à poursuivre les opérations de refinancement avec attribution intégrale aussi longtemps que ce serait nécessaire pour éviter qu'un manque de liquidités ne freine la croissance du crédit, soit au moins jusqu'à la mi-2014.

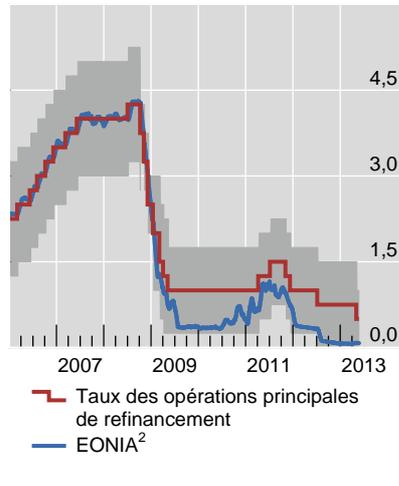
La fragmentation des marchés de la dette parmi les pays de la zone euro a été un facteur important de la décision de la BCE. Alors que l'hétérogénéité des conditions de financement entre banques de la zone euro avait diminué depuis 2012, la BCE a estimé que la répercussion des taux directeurs sur les taux de prêt des banques demeurerait insuffisante sur certains marchés. Le coût des emprunts immobiliers des ménages et des prêts aux entreprises non financières est demeuré, en Espagne, en Italie et dans certains petits pays périphériques, largement supérieur aux taux facturés par les banques en Allemagne et en France (graphique 6, cadre du milieu). La dernière enquête sur les prêts indiquait également que les critères d'octroi de crédit continuaient de se resserrer, quoiqu'à un rythme plus lent, à la périphérie de la zone euro, et l'enquête auprès des petites et moyennes entreprises semblait indiquer un taux élevé de rejets de demandes de prêt. Face à cette évolution, la BCE a mené des consultations avec la Banque européenne d'investissement pour explorer des pistes possibles en vue de développer un marché de titres adossés à des prêts aux entreprises non financières.

## Conditions financières en Europe

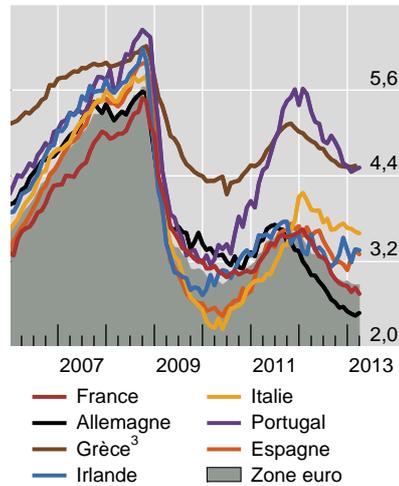
En %

Graphique 6

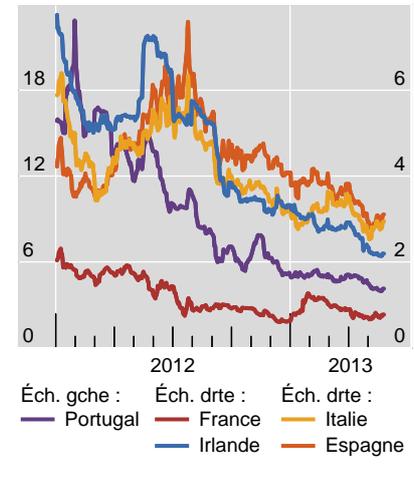
Taux des opérations principales de refinancement de la BCE



Taux des prêts bancaires<sup>1</sup>



Rendement des obligations d'État à 5 ans



<sup>1</sup> Taux composites des nouveaux prêts commerciaux accordés, toutes échéances et volumes confondus, aux ménages pour le financement d'un bien immobilier, et aux entreprises non financières ; moyennes non pondérées. <sup>2</sup> Moyenne mobile sur 30 jours. <sup>3</sup> Pour la Grèce : taux composites des encours de prêt, toutes échéances et volumes confondus, aux ménages pour le financement d'un bien immobilier, et aux entreprises non financières ; moyennes non pondérées.

Sources : BCE ; Markit ; calculs BRI

## Répercussions sur les marchés obligataires et monétaires mondiaux

Cette nouvelle phase d'accommodation dans les principales zones monétaires s'est ressentie sur les marchés financiers du monde entier.

Les soutiens de banque centrale ont raffermi les marchés financiers dans toute la zone euro. Les prix des actifs se sont bien tenus malgré l'afflux de nouvelles négatives qui semblaient repousser la reprise économique à un horizon encore plus lointain. Les cours des actions de la zone euro sont revenus à leur sommet de janvier, leur niveau le plus élevé depuis août 2011. Les rendements des obligations souveraines ont poursuivi leur tassement progressif : les rendements des obligations espagnoles et italiennes à 5 ans sont ainsi passés sous la barre des 3 % lors d'adjudications réussies (graphique 6, cadre de droite). Les primes CDS sur la dette des entreprises européennes ont, elles aussi, diminué bien que les nouvelles macroéconomiques aient surpris à la baisse. Dans ce climat rassurant, la contagion induite par la crise financière chypriote sur les autres marchés a été étonnamment modérée (encadré 2).

Les marchés obligataires européens ont également bénéficié de l'assouplissement monétaire mené dans d'autres pays. La perspective d'une baisse des rendements avec l'entrée en vigueur du nouveau régime monétaire au Japon a conduit les marchés à anticiper que les fonds japonais en quête de rendement aillent s'investir dans des titres étrangers comparables aux obligations d'État

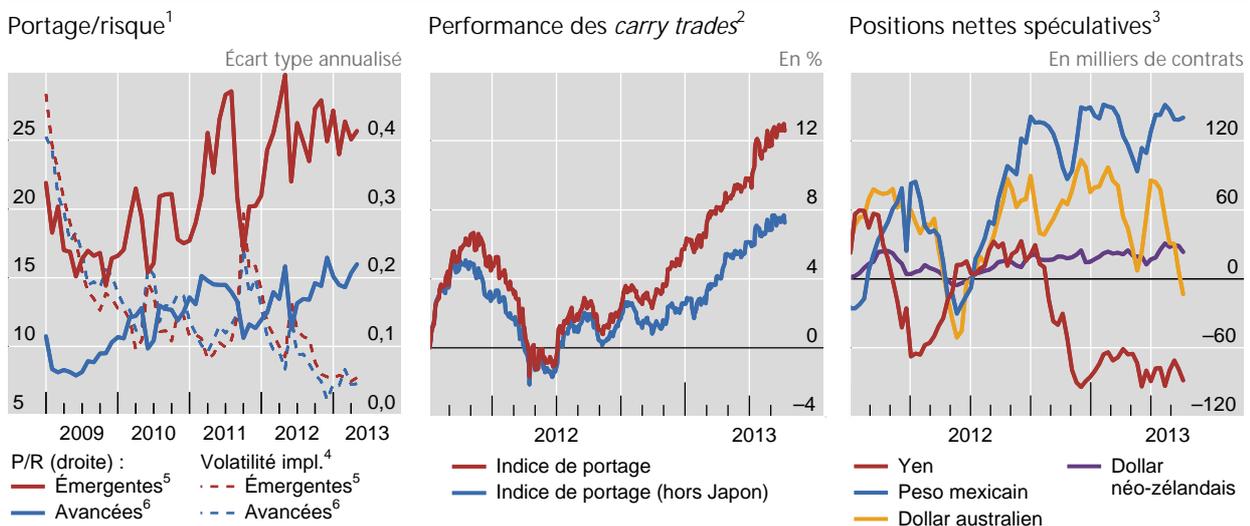
japonaises. Ce sont les obligations souveraines européennes très bien notées et offrant un surcroît de rendement par rapport aux bunds allemands qui ont enregistré les plus fortes révisions de prix. Les obligations d'État françaises et belges à 10 ans, en particulier, ont connu un rebond, avec un resserrement des écarts de rendement de quelque 20 points de base dans les jours qui ont suivi l'annonce de la Banque du Japon.

Les nouvelles mesures de stimulation monétaire et l'abondance de liquidités dans les zones des monnaies de réserve ont contribué à un regain d'activité spéculative sur les marchés monétaires. La stratégie du portage de devises (*carry trade*) – qui consiste à financer des positions dans une monnaie à fort rendement par des positions dans des monnaies à plus faible rendement – a été activement utilisée. Le ratio portage/risque – qui mesure le rendement *ex ante*, ajusté des risques, d'investissements libellés en devises – était élevé ces derniers mois, en particulier pour plusieurs monnaies des économies émergentes (graphique 7, cadre de gauche). Si les différentiels de taux d'intérêt au niveau mondial se sont rétrécis par rapport à la période 2003–2007, ils sont encore relativement élevés. Cet environnement de persistance des différentiels de taux d'intérêt conjuguée à une faible volatilité des changes renforce l'attrait des *carry trades* depuis la mi-2012, en particulier pour les investisseurs ayant un ratio d'endettement élevé (graphique 7, cadre du milieu).

Le yen est redevenu une monnaie de financement attrayante, compte tenu de sa récente tendance à la baisse. Dès la fin de l'année dernière, notamment par

## Rendement des *carry trades* et positionnement des investisseurs

Graphique 7



<sup>1</sup> Le ratio portage/risque (P/R) est une mesure de l'attrait *ex ante* des opérations de portage de devises (*currency carry trades*). Il se définit comme le différentiel de taux d'intérêt (déduit du déport) divisé par la volatilité de change implicite. Le graphique montre la moyenne du ratio portage/risque sur plusieurs paires de monnaies des économies avancées et émergentes. <sup>2</sup> Variations cumulées depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2012. Performance d'un indice de portage multidevises, dans lequel les positions longues en monnaies à haut rendement sont financées par des positions courtes en monnaies à rendement plus faible. L'indice est construit à l'aide d'une méthode de tri des monnaies au sein des portefeuilles, telle que décrite dans J. Gyntelberg et A. Schrimpf, « Stratégies d'investissement multidevises en périodes de tensions », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2011. L'univers d'investissement se compose des monnaies de 30 économies avancées et émergentes (ligne rouge), et du même ensemble de monnaies, moins le yen (ligne bleue). <sup>3</sup> Les valeurs positives (négatives) indiquent des positions nettes longues (courtes). <sup>4</sup> Volatilité implicite des options de change à 1 mois. <sup>5</sup> Moyenne arithmétique du ratio portage/risque pour l'Afrique du Sud, le Brésil, le Chili, la Corée, Israël, le Mexique, les Philippines, la Pologne, la Thaïlande et la Turquie. <sup>6</sup> Moyenne arithmétique du ratio portage/risque pour l'Australie, le Canada, la Norvège, la Nouvelle-Zélande et le Royaume-Uni.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; US Commodity Futures Trading Commission ; calculs BRI.

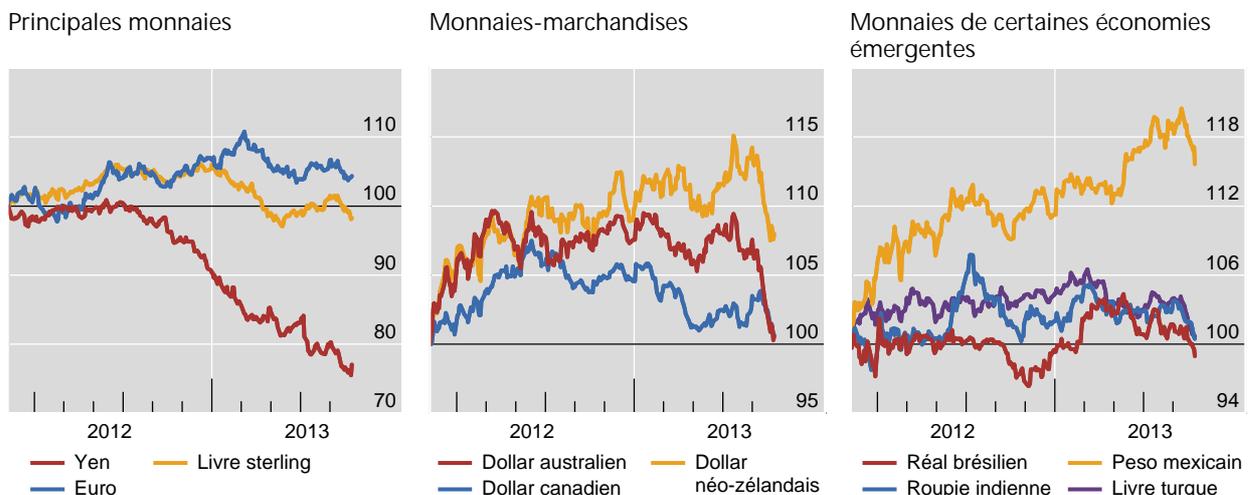
anticipation sur les mesures attendues, la valeur extérieure du yen, en baisse, était devenue un sujet de première importance sur les marchés monétaires. Depuis que la Banque du Japon a dévoilé les modalités précises de son nouveau cadre de politique monétaire, le yen a continué de se déprécier, perdant quelque 10 % de sa valeur face au dollar jusqu'à fin mai (graphique 8, cadre de gauche). À l'inverse, les monnaies de certaines économies émergentes, tenues pour de bonnes cibles, comme le peso mexicain, se sont fortement appréciées par rapport au dollar (graphique 8, cadre de droite). Compte tenu de ces incitations, les données de positionnement observables sur les marchés à terme ont mis en évidence une accumulation notable de positions courtes spéculatives sur le yen, et un volume élevé de positions longues sur des monnaies liquides à rendement plus élevé (graphique 7, cadre de droite). On a constaté également un accroissement des positions longues en dollars australiens et néo-zélandais ; cependant, ces monnaies n'ont pas subi les mêmes pressions à la hausse ces derniers mois et, dans le cas de l'Australie, les positions longues ont été inversées après la baisse des taux opérée début mai par la Banque de réserve d'Australie.

En dehors des États-Unis, de la zone euro et du Japon, les autorités monétaires ont abaissé leurs taux directeurs face à l'affaiblissement de la croissance et de l'inflation, et afin d'atténuer les tendances à l'appréciation de leur monnaie. La principale exception a été le Brésil, où un retour de l'inflation a poussé la banque centrale à relever son taux Selic de 25 points de base pour le porter à 7,5 % le 17 avril ; il s'agissait du premier relèvement en deux ans. Dans les autres pays, les banques centrales ont, dans l'ensemble, assoupli leur politique monétaire. Le 7 mai, la Banque de réserve d'Australie a abaissé son taux directeur à 2,75 %, une réduction de 25 points de base en partie motivée par la vigueur de la monnaie. Après cette baisse, le dollar australien a perdu beaucoup de terrain contre le dollar des États-Unis (graphique 8, cadre du milieu). En réponse aux pressions poussant à l'appréciation de sa monnaie, la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande est intervenue sur le marché des changes. En mars et en avril, les banques centrales du Mexique et de Corée ont, quant à elles, retranché respectivement 50 et 25 points de

### Taux de change nominaux bilatéraux vis-à-vis du dollar<sup>1</sup>

En dollars par unité de monnaie locale ; 1<sup>er</sup> juin 2012 = 100

Graphique 8



<sup>1</sup> Une hausse dénote une appréciation de la monnaie locale.

Source : Bloomberg.

base à leur taux directeur. Elles ont explicitement cité l'évolution des taux de change parmi les facteurs ayant motivé leur décision. En avril et en mai, la banque centrale de Turquie a poursuivi une double stratégie : abaisser le taux directeur en deux étapes, jusqu'à 4,5 %, afin de freiner les afflux de capitaux spéculatifs et les pressions à la hausse sur le taux de change ; et relever le taux de réserves obligatoires afin de modérer la croissance du crédit intérieur. La Banque de réserve d'Inde a, quant à elle, abaissé son taux directeur à 7,25 %, sa troisième réduction successive de 25 points de base, une décision motivée par un essoufflement de la dynamique de croissance plutôt que par un niveau trop élevé de sa monnaie.

## Assouplissement de la politique monétaire au Japon

Le 4 avril, la Banque du Japon a présenté officiellement son nouveau cadre d'orientation stratégique d'assouplissement quantitatif et qualitatif visant à lutter contre la déflation.

Outre le changement d'objectif opérationnel, passé du taux au jour le jour à la base monétaire, ce cadre souligne l'importance de la communication. Dans un souci de clarté et de simplicité, il donne la priorité à l'objectif numéro 2, à savoir une stabilité des prix de 2 % à atteindre dans les meilleurs délais, à horizon d'environ 2 ans ; il prévoit de doubler la base monétaire en 2 ans ; de doubler le portefeuille d'obligations d'État japonaises (JGB, *Japanese government bonds*) sur la même période tout en en doublant la durée moyenne ; et enfin, de doubler les fonds cotés en bourse (EFT, *exchange-traded funds*) toujours sur 2 ans.

La Banque du Japon compte accroître la base monétaire de 60 000 milliards à 70 000 milliards de yens par an pour la porter à 270 000 milliards de yens d'ici fin 2014, soit près de 60 % du PIB nominal. Elle se donne comme objectif de comprimer les taux d'intérêt pour toutes les échéances en renforçant ses avoirs en JGB de 50 000 milliards par an et en portant leur durée résiduelle, qui est actuellement de moins de 3 ans, à environ 7 ans. Elle augmentera, en outre, ses actifs à risque en achetant 1 000 milliards de yens de fonds cotés en bourse et 30 milliards de yens de fonds de placement immobilier (J-REIT, *real estate investment trusts*) par an (graphique A). Selon la banque centrale, les aspects « qualitatifs » de l'assouplissement monétaire désignent les effets des pressions baissières exercées par l'allongement de la durée sur l'ensemble de la courbe des rendements et la compression attendue des primes de risques sur les actifs à risque.

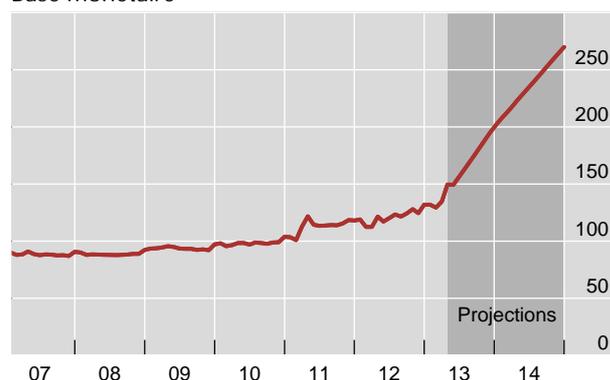
Les effets de ce nouveau cadre d'orientation devraient se faire sentir par le biais de trois canaux. Premièrement, la Banque du Japon prévoit que ses achats d'actifs financiers feront baisser les taux d'intérêt pour toutes les échéances ainsi que les primes de risque incluses dans le prix des actifs (canal des taux d'intérêt). Deuxièmement, elle anticipe que ces changements encourageront les établissements financiers et les investisseurs institutionnels à rééquilibrer leurs portefeuilles en faveur des prêts et/ou des actifs à risque (effet de rééquilibrage des portefeuilles). Enfin et surtout, elle compte bien que sa claire détermination à réaliser au plus tôt l'objectif de stabilité des prix et à poursuivre, à cette fin, ses achats massifs d'actifs orientera fortement les anticipations des agents économiques (canal des anticipations), de façon à entraîner une hausse des anticipations d'inflation et partant, une baisse des taux d'intérêt réels.

### Bilan de la Banque du Japon

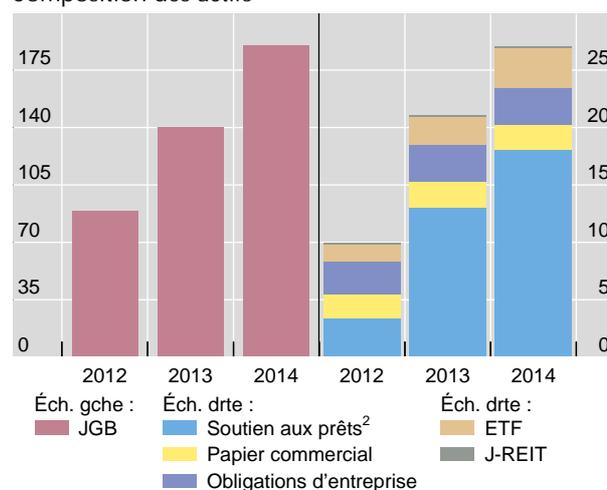
En milliers de milliards de yens

Graphique A

Base monétaire



Composition des actifs<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Les chiffres pour 2013 et 2014 sont des projections. <sup>2</sup> Programme conçu pour procurer des prêts en regard d'une sûreté collective, dans le but de soutenir les efforts déployés par les établissements financiers privés pour consolider les bases de la croissance économique et dynamiser l'activité de prêts des banques.

Sources : Banque du Japon ; Bloomberg.

## Réactions du marché à la crise bancaire chypriote

En mars, l'insolvabilité des deux premières banques chypriotes a accéléré les négociations des autorités de l'île avec l'Europe pour l'obtention d'une assistance financière. Les deux banques, dont l'activité était, dans une large mesure, fondée sur des dépôts extraterritoriaux, avaient subi de lourdes pertes sur leurs portefeuilles de titres d'État grecs et sur les prêts immobiliers commerciaux et les prêts au logement accordés aux emprunteurs de Grèce et de Chypre. Les dépôts auprès de la Bank of Cyprus et de la Cyprus Popular Bank (*Laiki*) totalisaient €45,5 milliards, auxquels s'ajoutait €0,1 milliard de titres de dette de premier rang et €0,5 milliard de titres subordonnés convertibles. Le plan de sauvetage final prescrit la restructuration de la Bank of Cyprus et la liquidation de Laiki, 100 % des pertes devant être supportées par les actionnaires et les porteurs d'obligations, et, en partie, par les déposants ayant des fonds non assurés supérieurs à €100 000. Les mesures se sont accompagnées de la fermeture des banques chypriotes pendant 10 jours, puis de restrictions sur les retraits et de mesures de contrôle des capitaux.

Le difficile processus qui a conduit à fixer les modalités du plan a amené les acteurs du marché à comprendre que la résolution de crises bancaires dans la zone euro pourrait passer par une répartition accrue de la charge. Une première version du plan de sauvetage, qui datait du 16 mars, et la volonté des dirigeants politiques d'imposer une taxe de 6,75 % sur les dépôts bancaires **assurés** avaient provoqué de grandes tensions, qui se sont atténuées dès qu'une nouvelle version, qui épargnait les dépôts de petite taille a été signée le 25 mars. Entre ces deux dates, l'indice bancaire Stoxx Europe 600 a perdu 7,6 %, et la fermeture des banques a stoppé la fuite des dépôts amorcée en janvier et qui se chiffre désormais à €3,9 milliards (8 %).

Le plan chypriote de recapitalisation interne n'a eu, toutefois, que peu d'effets de contagion et les conditions de liquidité sont restées stables sur l'ensemble des marchés. Hormis Chypre, les banques de tous les pays de la zone euro ont enregistré des entrées totalisant €85 milliards en mars. On a observé une légère retarification de la dette bancaire, les rendements des indices d'obligations de premier et deuxième rang s'orientant en hausse dans la zone euro. Les primes des contrats dérivés sur défaut (*credit default swaps* – CDS) pour la dette bancaire de premier rang et subordonnée ont augmenté plus notablement, signe, peut-être, que les récentes évolutions avaient sensibilisé les acteurs des marchés de dérivés. Si la spéculation sur les États potentiellement vulnérables a porté les rendements de l'obligation slovène à 10 ans à un niveau proche de 7 %, la pression des marchés sur d'autres pays situés à la périphérie de la zone euro a été modérée.

Plusieurs facteurs ont pu contribuer à cette relative réserve du marché, le premier étant que les intervenants ont pu concevoir la crise chypriote, et la nature de la recapitalisation interne de ses banques, comme un phénomène atypique et de faible ampleur. Dans le même temps, le risque perçu de pertes extrêmes a été limité par la poursuite de l'orientation accommodante et de mesures de soutien, telles les opérations de refinancement à long terme de la BCE et sa volonté d'acheter, au besoin, des obligations d'État dans le cadre de son programme de rachat des dettes souveraines (*Outright Monetary Transactions facility*). La résilience de la dette bancaire sur le marché au comptant tenait aussi au fait qu'une grande part des titres était détenue par les investisseurs institutionnels dont les allocations d'actifs sont généralement ajustées plus graduellement. Conjuguée à des volumes d'émissions nettes de titres de dette bancaire négatifs dans de nombreux pays de la zone euro ces deux derniers trimestres, la différence de composition et de comportement des intervenants peut, en partie, expliquer la relative réserve du marché au comptant par rapport au marché des CDS.