

## Les marchés précipitent le resserrement des conditions financières<sup>1</sup>

Les annonces de la Réserve fédérale américaine, en mai, laissant prévoir un abandon progressif de l'assouplissement quantitatif, ont eu des répercussions sur les marchés financiers mondiaux. Elles ont, en effet, déclenché une envolée des rendements des obligations de référence qui s'est propagée à l'ensemble des catégories d'actifs et des régions du monde, amenant les observateurs à parler d'une « vague de liquidation ». Pendant cet épisode, les marchés d'actions, dans les économies avancées comme émergentes, ont accusé des pertes abruptes et considérables. De plus, dans les économies émergentes, le désengagement des investisseurs a provoqué une forte dépréciation de plusieurs monnaies. Ce vent de liquidation s'est calmé, début juillet, lorsque la Réserve fédérale, la BCE et la Banque d'Angleterre ont réaffirmé aux marchés que la politique monétaire demeurerait accommodante jusqu'à ce que la reprise soit bien ancrée. Cependant, comme la hausse des taux d'intérêt à long terme se poursuivait, les marchés ont, de fait, précipité le resserrement des conditions financières à l'échelle mondiale.

Ces déclarations ont fait suite à une longue période d'accommodation monétaire exceptionnelle dans les économies avancées, où les perspectives économiques redevenaient positives. Elles ont surpris les marchés, venant leur rappeler que l'ère des primes d'échéance négatives ne pouvait pas durer indéfiniment. Malgré un regain temporaire de volatilité sur les marchés, les actions ont fini par se remettre des pertes encourues pendant la phase de liquidation. De plus, les rendements, malgré leur hausse, sont restés faibles par rapport à leurs niveaux historiques, perpétuant ainsi l'attrait relatif des catégories d'actifs à plus haut rendement. La compression des écarts de rendement s'est maintenue, suscitant une forte activité d'émission d'obligations et d'octroi de prêts relativement risqués, phénomène qui n'est pas sans rappeler l'exubérance d'avant la crise financière.

Le resserrement des conditions financières emmené par les marchés a provoqué de profondes secousses sur les marchés émergents, qui traversaient une passe vulnérable. Pour ces économies, en effet, les perspectives se dégradaient, avec la résorption des déséquilibres hérités d'une période de croissance rapide du crédit et du PIB. Ce resserrement importé a ainsi amplifié les tensions qui s'exerçaient sur les marchés locaux, et mis en lumière la vulnérabilité de pays dépendant de capitaux étrangers inconstants. L'intensification des tensions

<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 : Nikola Tarashev ([nikola.tarashev@bis.org](mailto:nikola.tarashev@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 Alan Villegas ([alan.villegas@bis.org](mailto:alan.villegas@bis.org)).

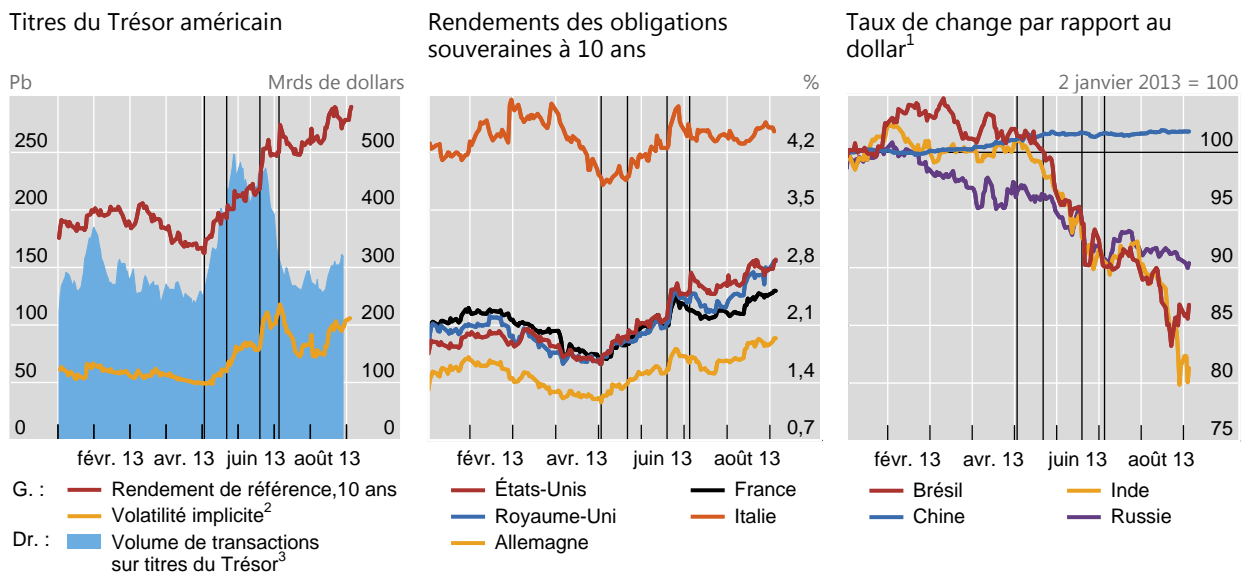
géopolitiques attisant encore la situation, les pressions à la baisse sur les monnaies et sur le cours des actions ont persisté sur plusieurs marchés émergents, même après l'apaisement de la vague de liquidation dans les économies avancées.

## Les marchés mondiaux dérapent sur les anticipations de politique monétaire

Les intervenants de marché ont commencé à intégrer dans leurs prix la fin de l'assouplissement quantitatif le 3 mai, lorsque de bonnes nouvelles sur le front de l'emploi ont confirmé les perspectives positives pour l'économie américaine. Il s'est ensuivi une vague de ventes sur le marché obligataire, qui a fait remonter les rendements des bons du Trésor américain et provoqué, de fait, un resserrement monétaire anticipé (graphique 1, cadre de gauche). Et même si la hausse des taux directs demeurerait une perspective assez lointaine, la volatilité a fait son retour, et les transactions sur le marché des bons du Trésor ont atteint des volumes sans précédent, en présence d'avis contradictoires quant aux perspectives d'abandon de divers instruments de politique monétaire<sup>2</sup>.

### Obligations souveraines et taux de change

Graphique 1

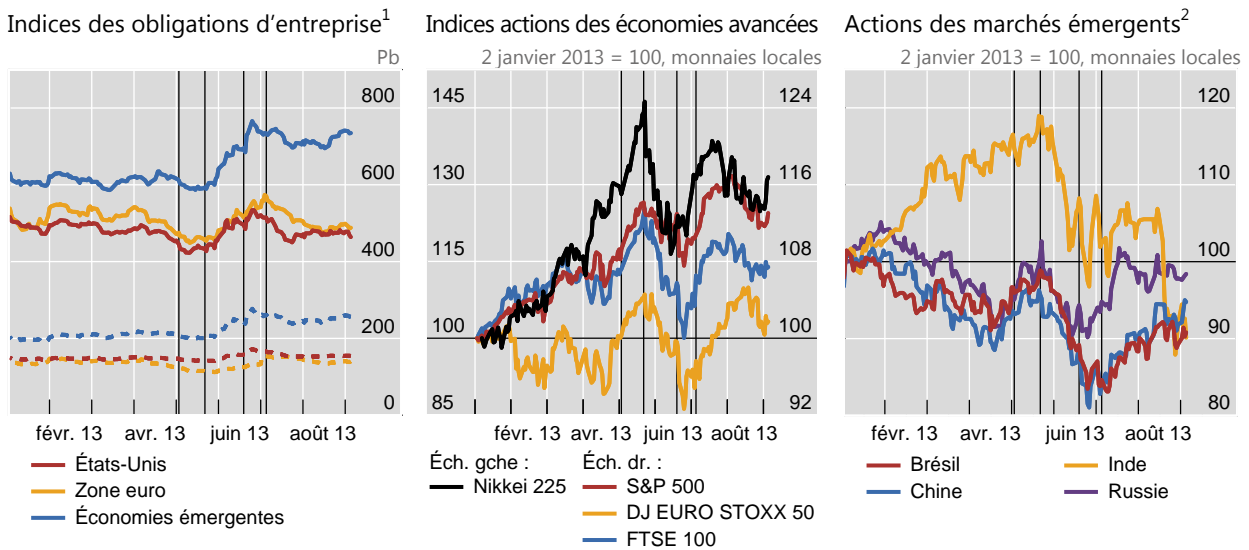


Les lignes verticales noires matérialisent les dates suivantes : 3 mai, 22 mai, 19 juin et 5 juillet 2013.

<sup>1</sup> Dollars des États-Unis par unité de monnaie nationale. Une baisse dénote une dépréciation de la monnaie nationale. <sup>2</sup> Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE) : indice de la volatilité, à horizon 1 mois, des rendements des titres du Trésor, fondé sur une moyenne pondérée de contrats d'options sur titres du Trésor à 2, 5, 10 et 30 ans. <sup>3</sup> Volume quotidien de transactions sur valeurs du Trésor américain à court, moyen et long terme, déclaré par l'ICAP ; moyenne mobile centrée sur 10 jours.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

<sup>2</sup> Les titres américains à long terme détenus par des résidents étrangers ont diminué de \$77,8 milliards en juin ; les ventes nettes de bons du Trésor américain ont représenté \$40,8 milliards de ce total.



Les lignes verticales noires matérialisent les dates suivantes : 3 mai, 22 mai, 19 juin et 5 juillet.

<sup>1</sup> Écarts, corrigés des clauses optionnelles, sur les obligations à haut rendement (traits pleins) et sur les obligations de la catégorie investissement (pointillés). <sup>2</sup> Calculs MSCI.

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Bloomberg ; Datastream.

Les ventes massives sur le marché obligataire américain a eu, dans le monde entier, des répercussions sur de nombreuses catégories d'actifs, tant dans les économies avancées que sur les marchés émergents. Ainsi, les rendements sur les obligations souveraines à long terme en Europe se sont, eux aussi, orientés à la hausse, à partir du 3 mai (graphique 1, cadre du milieu), de même que les rendements japonais correspondants. Les titres adossés à des créances immobilières ont promptement emboîté le pas, des perspectives de refinancement moins attrayantes ayant allongé la durée de ces instruments, ce qui a eu pour effet d'accentuer leur sensibilité aux taux d'intérêt. Dans le même temps, la hausse des rendements dans les économies avancées a déclenché une dépréciation persistante des monnaies des principaux marchés émergents par rapport au dollar (graphique 1, cadre de droite).

Les marchés des obligations à haut rendement et des actions se sont ralliés au mouvement de retrait trois semaines plus tard. Le 22 mai, en effet, le président de la Réserve fédérale a déclaré que le Comité de politique monétaire pourrait envisager de ralentir le rythme des rachats d'actifs afin que l'orientation de la politique monétaire reste en phase avec l'évolution du marché du travail et de l'inflation. Dès cette annonce, les indices des obligations à haut rendement se sont nettement orientés à la baisse dans les économies avancées des deux côtés de l'Atlantique, de même que sur les marchés émergents (graphique 2, cadre de gauche). Au même moment, dans les économies avancées, les indices boursiers ont vu la fin d'une embellie qui durait depuis six mois : la volatilité était de retour, car les opérateurs de marché, échaudés par des années de rendements médiocres, ont révisé leur évaluation d'un paysage financier en rapide évolution (graphique 2, cadre du milieu). Les indices boursiers des marchés émergents, quant à eux, ont chuté après avoir obtenu des performances sans grand relief plus tôt dans l'année (graphique 2, cadre de droite).

Ensuite, les marchés mondiaux ont suivi des tendances globalement similaires jusqu'au 19 juin, lorsque le président de la Réserve fédérale a souligné que le ralentissement envisagé des rachats d'actifs resterait soumis à l'objectif d'une baisse du taux de chômage à 7 % d'ici la mi-2014. La volatilité sur les marchés et les rendements obligataires ont immédiatement réagi en poursuivant leur hausse, et les cours des actions, en reculant vivement. En l'espace d'une semaine, cependant, l'orientation à la baisse s'était atténuée sur les marchés d'actions, et les grands indices étaient repartis sur une trajectoire ascendante. Parallèlement, un net relâchement des pressions à la hausse a été observé sur les primes de risque des obligations d'entreprise, aux États-Unis et sur les marchés émergents, ainsi que sur les rendements des obligations souveraines de la zone euro. Par contraste, la vague de liquidation sur les marchés des bons du Trésor américain et des obligations d'entreprise de la zone euro s'est poursuivie jusqu'au début de juillet, lorsque les grandes banques centrales ont uni leurs voix pour rassurer les marchés en affirmant que l'orientation monétaire resterait accommodante jusqu'à ce que la reprise s'installe.

Pour atténuer le resserrement, induit par le marché, des conditions de financement, les banques centrales des deux côtés de l'Atlantique ont émis des orientations prospectives quant à la trajectoire future de la politique monétaire. La Réserve fédérale indiquait depuis quelque temps qu'elle allait poursuivre sa politique de faible taux d'intérêt aussi longtemps que les conditions macroéconomiques le justifieraient. Le 4 juillet, la Banque d'Angleterre et la BCE ont, elles aussi, adopté la méthode des orientations prospectives en annonçant explicitement qu'une hausse des rendements obligataires ne serait pas conforme aux intentions de politique monétaire ni aux données fondamentales alors en vigueur. Rompant clairement avec ses anciennes pratiques de communication, la BCE a annoncé que les taux directeurs resteraient à leurs niveaux actuels, voire plus bas, pour une durée assez longue, qui dépendrait de l'évaluation des conditions économiques. Un mois plus tard, le nouveau gouverneur de la Banque d'Angleterre a confirmé l'orientation annoncée en précisant que – sauf évolution défavorable imprévue<sup>3</sup> – son taux directeur ne dépasserait pas 0,5 % tant que le taux de chômage ne serait pas repassé sous la barre des 7 %. D'après ses propres prévisions, il faudrait attendre jusqu'en 2016 pour cela.

Lorsque les orientations annoncées par les banques centrales ont finalement mis un terme à deux mois de turbulences sur les marchés mondiaux, les rendements obligataires ainsi que la valorisation des actions et des monnaies avaient considérablement évolué (graphiques 1 et 2). Entre le 3 mai et le 5 juillet, le rendement des titres du Trésor américain à 10 ans a augmenté de 100 points de base, à 2,74 %. Il s'agissait là d'une poussée semblable à celle qui, pendant les deux derniers mois de 2010, avait anticipé le resserrement monétaire, mais plus modeste que les hausses de taux enregistrées pendant les épisodes de resserrement en 1994 et en 2004. De plus, les augmentations, en mai et juin, des rendements souverains à 10 ans au Japon, en Allemagne et au Royaume-Uni se chiffrèrent à, respectivement, environ 30, 50 et 75 points de base. Et, même si la vague de liquidation n'a concerné qu'une partie de cette période, les indices à haut rendement des économies avancées ont vu leurs primes de risque s'accroître de 60 à 90 points. Par

<sup>3</sup> La Banque d'Angleterre a précisé qu'elle ajusterait son orientation si celle-ci constituait une menace tangible pour la stabilité financière, si les propres prévisions d'inflation de la Banque à un horizon de 18 à 24 mois atteignaient ou dépassaient 2,5 % par an, ou si les anticipations du public quant à l'inflation à moyen terme ne restaient pas suffisamment ancrées.

contraste, les marchés d'actions parvenus à maturité ont suivi des mouvements désordonnés : l'EuroStoxx50 et le FTSE 100 ont accusé des pertes de 6 % et 2 %, tandis que le Nikkei gagnait 4,5 %, et le S&P, 1 %.

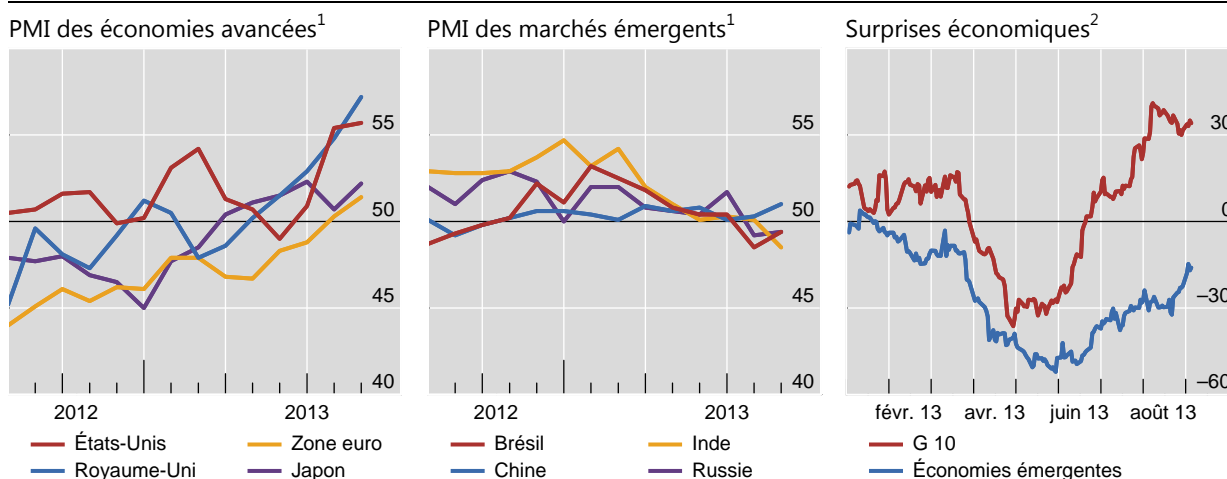
Sur les marchés émergents, les pertes ont été beaucoup plus lourdes. Ainsi, le rendement sur l'indice composite à haut rendement des marchés émergents a progressé de 130 points de base, et les indices actions des pays BRIC ont perdu entre 3 et 13 % de leur valeur en monnaie locale entre le 3 mai et le 5 juillet. Sur la même période, les monnaies du Brésil, de l'Inde et de la Russie se sont dépréciées d'environ 10 % par rapport au dollar. De même, dans ces deux derniers pays, les rendements des indices obligataires libellés en dollar ont bondi de plus de 100 points de base, dépassant la hausse des rendements sur les obligations en monnaie locale.

## La vague de liquidation sur le marché obligataire : vue d'ensemble

Les annonces relatives à la trajectoire future de la politique monétaire américaine sont intervenues dans le contexte d'une amélioration des perspectives de croissance dans les économies avancées, en net contraste avec le ralentissement sur les marchés émergents. Aux États-Unis, la reprise a suivi un rythme modéré, le chômage ne reculant que lentement. Dans le même temps, les révisions à la hausse des prévisions de croissance ont neutralisé les dernières craintes d'une récession à triple creux au Royaume-Uni. La zone euro, quant à elle, a émergé de six trimestres de contraction ; l'Allemagne et la France ont entraîné la croissance de la zone vers des chiffres modestes mais positifs, à 0,3 %, au deuxième trimestre, un taux de croissance qui ne devrait s'affaiblir que légèrement au troisième trimestre et se

### Contexte macroéconomique

Graphique 3



<sup>1</sup> Indice des directeurs d'achats (*Purchasing Managers' Index* - PMI) tiré de l'enquête mensuelle auprès des entreprises privées. Les valeurs supérieures à 50 (inférieures à 50) indiquent une expansion (une contraction). <sup>2</sup> L'indice Citigroup Economic Surprise se définit comme la somme pondérée des surprises suivant l'annonce de données (différence entre données effectivement publiées et médiane de l'enquête Bloomberg). Une valeur positive indique que les nouvelles économiques ont, au total, été meilleures que les prévisions consensuelles. L'indice est calculé quotidiennement sur une fenêtre mobile à trois mois.

Sources : Bloomberg ; Citigroup ; Datastream ; HSBC ; Markit.

maintenir l'année prochaine. De plus, les intervenants ont repris confiance grâce aux indices PMI du secteur manufacturier aux deuxième et troisième trimestres, laissant prévoir une expansion dans la plupart des économies avancées (graphique 3, cadre de gauche). En revanche, les indices PMI des économies émergentes ont subi, dans l'ensemble, une dégradation (graphique 3, cadre du milieu). En outre, le solde des surprises économiques dans les grandes économies avancées est entré en territoire positif pour la première fois depuis mars, mais il est resté négatif sur les marchés émergents (graphique 3, cadre de droite).

C'est l'interaction entre l'amélioration des perspectives économiques et les changements attendus de la politique monétaire qui a façonné le comportement récent des marchés obligataires dans les économies avancées. Ces deux facteurs se sont renforcés mutuellement pour relever les primes d'échéance intégrées aux prix des obligations. Même si, en conséquence, les écarts de rendement ont augmenté, ils sont néanmoins demeurés inférieurs à leurs niveaux de 2012, reflétant une quête persistante du rendement.

## Déterminants de la hausse des rendements obligataires

Un examen de la hausse des rendements obligataires américains entre mai et juillet révèle que l'un de ses facteurs clés a été l'incertitude quant à l'orientation future de la politique monétaire. La vague de liquidation a surtout influé sur les rendements obligataires des durées longues, tandis que le segment court de la courbe des rendements est resté ancré grâce au maintien par la Réserve fédérale de sa politique de bas taux d'intérêt (graphique 4, cadre de gauche). La courbe des contrats à terme sur fonds fédéraux s'est, elle aussi, déplacée vers le haut, signe que le marché estimait qu'une sortie du taux directeur de sa fourchette actuelle de 0-0,25 % allait très probablement se produire dès le deuxième trimestre de 2014 (graphique 4, cadre du milieu). Une décomposition modélisée du rendement des titres du Trésor américain, qui met en lumière les différents déterminants de son évolution, indique que la récente poussée était en grande partie une réaction à la hausse de la prime d'échéance (graphique 4, cadre de droite)<sup>4</sup>. Ce résultat reflétait les hésitations des marchés face à la question de savoir dans quelle mesure une amélioration des perspectives économiques influencerait sur les taux directeurs futurs. Il concordait aussi avec les incertitudes entourant l'incidence d'une réduction des achats, par la Réserve fédérale, des titres du Trésor à long terme sur le prix de ces titres.

Par comparaison, les vagues de liquidation de 1994 et 2003-04 sur les marchés obligataires étaient d'une nature différente : les rendements nominaux à long terme avaient alors augmenté parallèlement aux taux directeurs, ou par anticipation sur la hausse des taux d'intérêt réels futurs et de l'inflation. Aux deuxième et troisième trimestres 2013, au contraire, les anticipations d'inflation sont demeurées largement inchangées (graphique 4, cadre de droite).

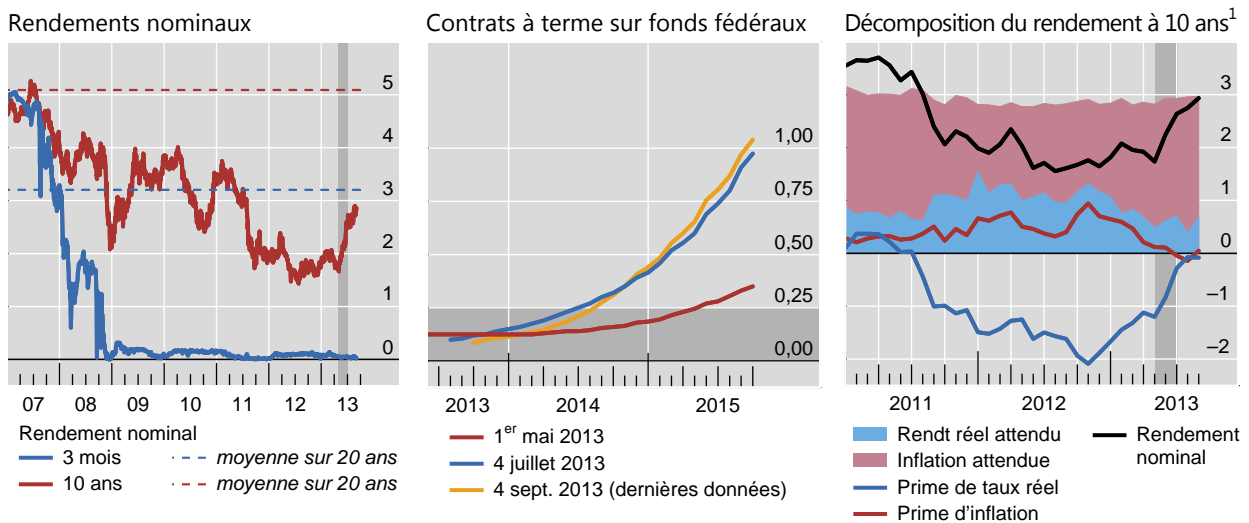
En dépit de leur récente poussée, les rendements obligataires sur les marchés parvenus à maturité sont restés historiquement bas. D'une part, les rendements des obligations souveraines dans les principales économies mondiales suivaient une

<sup>4</sup> Dans leur récent article sur *Liberty Street Economics* (<http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org>), Tobias Adrian et Michael Fleming constatent, eux aussi, que la hausse de la prime d'échéance explique la majeure partie de la récente vague de liquidation sur le marché obligataire.

## Taux d'intérêt américains

En %

Graphique 4



Dans les cadres de gauche et de droite, les zones grisées représentent la période de liquidation sur le marché obligataire (3 mai au 5 juillet 2013).

<sup>1</sup> Décomposition fondée 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 et O. Tristani, « Inflation risk premia in the term structure of interest rates », *BIS Working Papers*, n° 228, mai 2007.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

tendance à la baisse depuis 2007. D'autre part, les écarts sur les valeurs d'investissement, aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, ont diminué, respectivement, de 75, 110 et 190 points de base entre mai 2012 et début septembre 2013, dépassant leurs creux de 2010 et atteignant des niveaux que l'on n'avait pas vus depuis la fin 2007. Sur les mêmes marchés, les indices des obligations à haut rendement ont suivi une évolution similaire, les écarts perdant 230 à 470 points de base sur la même période.

### Marchés du crédit : la quête persistante du rendement

La récente vague de liquidation n'a guère entamé l'attrait relatif des titres assortis d'un risque plus élevé, qui s'est affirmé au second semestre de 2012 et a persisté jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2013. Les rendements historiquement faibles sur les principaux marchés obligataires ont joué un rôle important dans le retour des investisseurs vers les rendements supérieurs qu'offrent les actifs à risque. En principe, cependant, il est probable que deux autres facteurs aient également été à l'œuvre. Alors que les incertitudes entourant l'orientation monétaire rendaient plus difficile la tarification du risque de taux, la demande du marché a pu se tourner vers des titres moins sensibles à ce risque, et notamment des titres assortis d'une prime de risque de crédit, réduisant la durée, toutes choses égales par ailleurs. De plus, dans la mesure où les conditions monétaires se resserrent seulement lorsque la reprise économique gagne du terrain, les titres exposés à la fois au risque de taux et au risque de crédit présenteraient des avantages en termes de diversification.

L'attrait des titres plus risqués s'est manifesté sous la forme d'une compression persistante des écarts de rendement (graphique 5, cadre de gauche). La vague de

liquidation sur le marché obligataire, en mai et juin, a inversé ce processus, mais de façon temporaire seulement dans les économies avancées. Après avoir atteint des sommets à la mi-2012, les écarts de rendement, dans ces économies, ont perdu plus de 30 % pour atteindre environ 350 points de base au début de septembre 2013. Bien qu'encore largement supérieurs à leur creux d'avant la crise, en 2006, ils sont revenus à leurs niveaux de la fin 2007.

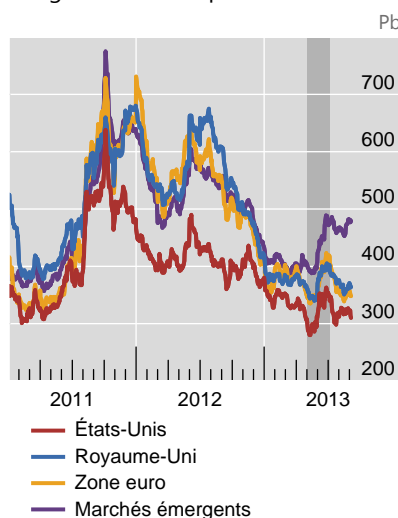
Les récentes émissions d'emprunt reflètent aussi l'intérêt des investisseurs pour les segments plus risqués. Par exemple, sur le total des émissions des entreprises européennes, la part des obligations à haut rendement a dépassé 15 % au premier trimestre de 2013, contre environ 12,5 % en 2012. De plus, les banques se sont financées de façon croissante en émettant des titres de dette subordonnée, dont une grande partie devrait être assortie d'une capacité d'absorption des pertes suffisante pour être incluse dans les fonds propres réglementaires. Par rapport aux 12 mois précédant la mi-2012, l'émission de dette subordonnée a été multipliée par près de dix aux États-Unis et par 3,5 en Europe pour atteindre, respectivement, environ \$22 milliards et \$52 milliards pendant les 12 mois précédant la mi-2013. De même, le marché des instruments de fonds propres à conversion conditionnelle (CoCo) se développe depuis 2011 (voir l'étude à ce sujet dans le présent rapport).

La tendance en faveur des prêts plus risqués est visible aussi sur le marché des prêts consortiaux, comme en témoigne la popularité croissante des prêts « à effet de levier », qui sont accordés à des emprunteurs à note faible et à fort effet de levier, avec des primes de risque supérieures à un certain seuil (graphique 5, cadre du milieu). La part de ces prêts dans le total des nouveaux prêts signés a atteint 45 % à la mi-2013, soit 30 points de pourcentage au-dessus du creux observé pendant la crise et 10 points de plus que lors de leur sommet précédant la crise. Les

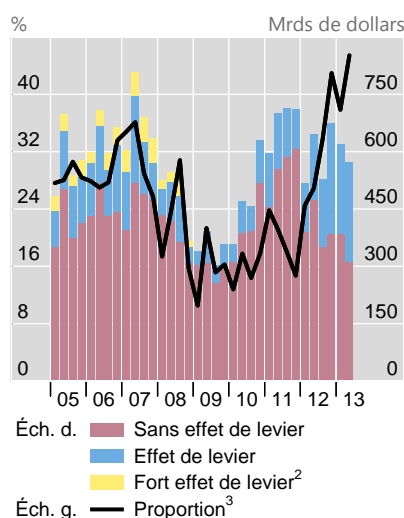
## La quête du rendement

Graphique 5

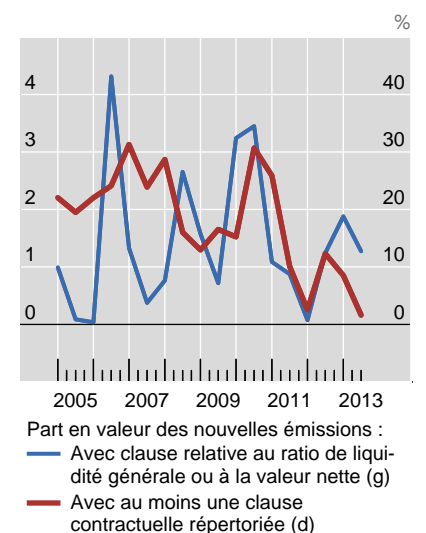
Écarts de rendement sur les obligations d'entreprise<sup>1</sup>



Prêts consortiaux signés à l'échelle mondiale



Clauses contractuelles, mécanismes à effet de levier



Dans le cadre de gauche, la zone grisée représente la période de liquidation sur le marché obligataire (3 mai au 5 juillet 2013).

<sup>1</sup> Écarts, corrigés des clauses contractuelles, entre titres à haut rendement et valeurs d'investissement sur indices d'obligations d'entreprise.

<sup>2</sup> Dealogic Loan Analytics ne fait pas de distinction entre effet de levier et fort effet de levier pour les prêts signés après 2008. <sup>3</sup> Part des prêts à effet de levier et fort effet de levier dans le total des prêts consortiaux signés.

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Dealogic Loan Analytics ; calculs BRI.



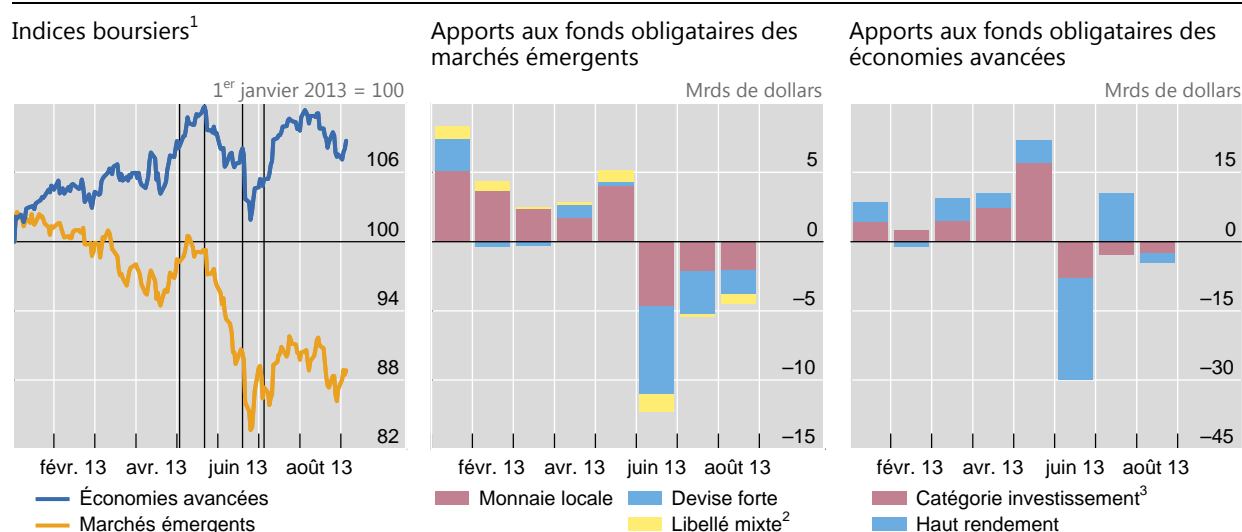
observateurs ont attribué une partie de cette hausse à un regain de la demande d'obligations structurées adossées à des prêts bancaires, qui a renforcé le pouvoir de négociation des emprunteurs. Ainsi, alors que les prêts à effet de levier gagnaient en importance, une fraction décroissante du volume des nouvelles émissions comportait une protection du créancier sous forme de clauses contractuelles (graphique 5, cadre de droite).

## La vague de liquidation déclenche l'exode sur les marchés émergents

L'été 2013 a vu se confirmer l'essoufflement de la vive croissance des principales économies émergentes et une nette dégradation de leurs perspectives (graphique 3). Pour certaines de ces économies, le ralentissement s'était accentué avec la baisse des prix de certains produits de base – en particulier les métaux industriels et précieux – à partir de la mi-2012. En outre, ce ralentissement a été en partie l'œuvre des pouvoirs publics luttant contre les déséquilibres financiers. Ainsi, un certain nombre de pays d'Amérique latine ont adopté des mesures limitant les entrées de capitaux étrangers, et notamment des taxes sur les investissements étrangers dans certains instruments financiers. En Chine, les autorités ont commencé à freiner l'expansion du crédit. Conjugée à la réduction des entrées de dollars, cette politique a culminé, en juin, par une compression des liquidités sur le marché interbancaire local (encadré). Bien que les données publiées en août aient été meilleures que prévu, les chiffres antérieurs de la croissance chinoise, inférieurs aux anticipations, avaient eu des répercussions négatives sur les autres marchés émergents. Par exemple, ils s'étaient traduits par une chute substantielle de la demande extérieure enregistrée par les exportateurs de produits de base, comme le Brésil et la Russie.

Sur cette toile de fond, l'amélioration des perspectives de croissance des économies avancées et le durcissement des conditions financières mondiales ont incité les investisseurs à se retirer des économies émergentes, provoquant une baisse soutenue de la valeur des actifs sur ces marchés. Ainsi, tandis que dans les économies avancées les actions avaient, fin août, largement épongé leurs pertes de juin, un indice boursier large des marchés émergents demeurait à environ 12 % au-dessous de son niveau de début mai (graphique 6, cadre de gauche), et proche des niveaux de la mi-2012. Quant aux fonds du marché obligataire, les flux entrants et sortants présentaient le même type de schéma (graphique 6, cadres du milieu et de droite). Les investisseurs ont été prompts à se retirer de ce type de fonds en juin, dans le monde entier, mais tandis que les flux se sont rapidement inversés puis stabilisés dans les économies avancées, ils sont demeurés négatifs pour les fonds des marchés émergents. Le résultat cumulé des sorties de fonds entre juin et août a ainsi représenté le total des entrées sur les cinq mois précédents.

Ce désengagement des investisseurs a été motivé par des indicateurs mitigés quant à la vulnérabilité financière des économies émergentes. D'une part, la dette extérieure et les entrées de capitaux étaient, à une date très récente, inférieurs en pourcentage du PIB à leurs niveaux d'avant 2008. Mais d'autre part, de nombreux marchés émergents avaient accumulé des déséquilibres financiers sous l'effet de l'expansion rapide des emprunts du secteur privé. Par exemple, l'émission d'obligations d'entreprises avait vu son rythme s'accélérer, les rendements étant tombés à des niveaux inhabituellement bas. La hausse de l'endettement a eu pour effets secondaires négatifs, entre autres, des signes croissants de dégradation des



Les lignes verticales noires matérialisent les dates suivantes : 3 mai, 22 mai, 19 juin et 5 juillet.

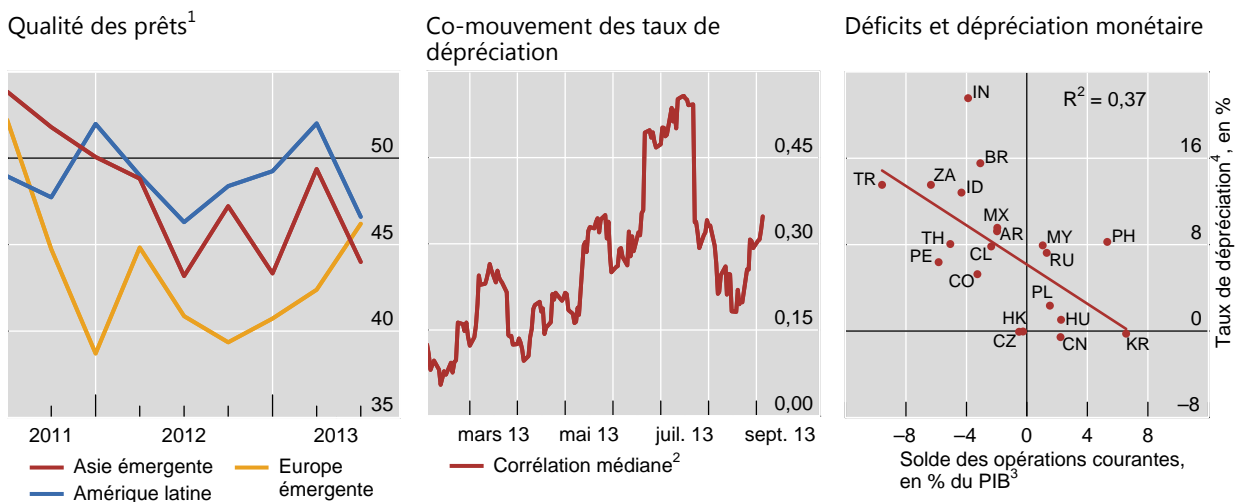
<sup>1</sup> Agrégats calculés par MSCI. <sup>2</sup> Fonds investissant dans des obligations libellées en monnaie locale aussi bien qu'en devises fortes.

<sup>3</sup> Les fonds obligataires de la catégorie investissement comprennent les fonds obligataires et d'entreprise à court, moyen et long terme, ainsi que les fonds d'instruments à rendement total.

Sources : Datastream ; EPFR.

critères de prêt dans le secteur bancaire, comme en témoignent les volumes croissants de prêts improductifs (graphique 7, cadre de gauche). Ainsi, estimant que, sur les marchés émergents, la valorisation des actifs avait été gonflée par l'abondance de liquidités les années précédentes, les investisseurs ont rapidement cédé ces actifs, la hausse des rendements dans les économies avancées signalant le début de la fin du crédit facile.

Face à une dépréciation généralisée des monnaies des marchés émergents vis-à-vis du dollar, les investisseurs ont recentré leur attention sur les données fondamentales de chacun de ces pays. Signe de la transition en cours, le comouvement des taux de dépréciation, qui était très marqué en juin et juillet, est revenu à des niveaux observés plus tôt dans l'année (graphique 7, cadre du milieu). En particulier, les investisseurs ont ciblé les pays ayant des déficits courants élevés, et donc particulièrement vulnérables aux soudaines fuites de capitaux. De fait, ce sont les pays à fort déficit, comme l'Afrique du Sud, le Brésil, l'Inde, l'Indonésie et la Turquie, qui ont subi les plus fortes dépréciations de leur monnaie (graphique 7, cadre de droite). En Inde, les perspectives négatives ont été aggravées par des rapports faisant état d'une accumulation de créances douteuses dans les banques locales, et la roupie est tombée, fin août, à un taux sans précédent vis-à-vis du dollar. Au Brésil, des informations indiquant que le déficit des comptes courants se creusait plus vite que prévu – à \$9 milliards en juillet – ont exercé des pressions supplémentaires à la baisse sur le real, déjà sous le coup des incertitudes sur la scène politique. De même, la roupie indonésienne a chuté, entraînée par de nouvelles données montrant que le déficit courant du pays s'était aggravé, passant de 2,6 % du PIB au premier trimestre de l'année à 4,4 % au deuxième. Dans le même temps, plusieurs pays d'Europe centrale et orientale ont bénéficié de la situation, car les investisseurs les ont perçus comme des refuges relativement sûrs parmi les marchés émergents, en raison du meilleur état de leur balance courante et de la



AR = Argentine ; BR = Brésil ; CL = Chili ; CN = Chine ; CO = Colombie ; CZ = République tchèque ; HK = Hong-Kong RAS ; HU = Hongrie ; ID = Indonésie ; IN = Inde ; KR = Corée ; MX = Mexique ; MY = Malaisie ; PE = Pérou ; PH = Philippines ; PL = Pologne ; RU = Russie ; TH = Thaïlande ; TR = Turquie ; ZA = Afrique du Sud.

<sup>1</sup> Indice de diffusion : les valeurs inférieures à 50 indiquent un volume croissant de prêts improductifs. <sup>2</sup> Sur la base des taux de change, face au dollar, des monnaies des pays figurant dans le cadre de droite. Médiane de toutes les corrélations par paire des taux de dépréciation au cours du mois précédent. <sup>3</sup> À la fin du 2e trimestre 2013 (dernières observations trimestrielles disponibles). <sup>4</sup> Taux de dépréciation du taux de change avec le dollar, entre le 3 mai et le 4 septembre 2013.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales et Perspectives de l'économie mondiale* ; CEIC ; Datastream ; Institute of International Finance ; calculs BRI.

part relativement grande de leurs exportations destinées à la zone euro, laquelle avait alors montré des signes de reprise.

Dans plusieurs pays accusant un lourd déficit courant, le niveau élevé de l'inflation a exacerbé la situation. À fin août, la hausse de l'indice des prix de gros sur douze mois était proche de 6 % en Inde et celle de l'indice des prix à la consommation en Indonésie et en Turquie était supérieure à 8 %, notamment en raison d'une forte dépréciation monétaire qui a renchéri les importations. Or, un taux élevé d'inflation peut à son tour provoquer une dépréciation nominale supplémentaire, enclenchant un cercle vicieux.

Confrontées à des défis sur plusieurs fronts, les autorités des économies émergentes ont essentiellement cherché à freiner la dépréciation de leur monnaie. Ainsi, face au déclin rapide de la confiance des investisseurs, la Banque de Réserve de l'Inde est intervenue pour exercer des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt du marché monétaire et a imposé un contrôle des capitaux. À la fin août, toutefois, rares étaient les signes indiquant que ces mesures avaient ralenti la dépréciation de la roupie. Les autorités indiennes ont également annoncé des mesures à long terme visant à contenir le déficit des opérations courantes, et notamment des taxes sur les importations d'argent et d'or, la libéralisation des exportations de minerai de fer et la réduction de la dépendance de l'Inde vis-à-vis du charbon importé. De leur côté, les banques centrales d'Indonésie, de Turquie et du Brésil ont relevé leurs taux directeurs et sont intervenues sur les marchés des changes pour tenter de limiter les sorties de capitaux étrangers et stabiliser la monnaie nationale. L'ampleur des interventions de plusieurs banques centrales sur les changes a contribué à réduire sensiblement les réserves officielles de change au cours de ces derniers mois.

## Volatilité interbancaire en Chine

G. Ma et C. Shu

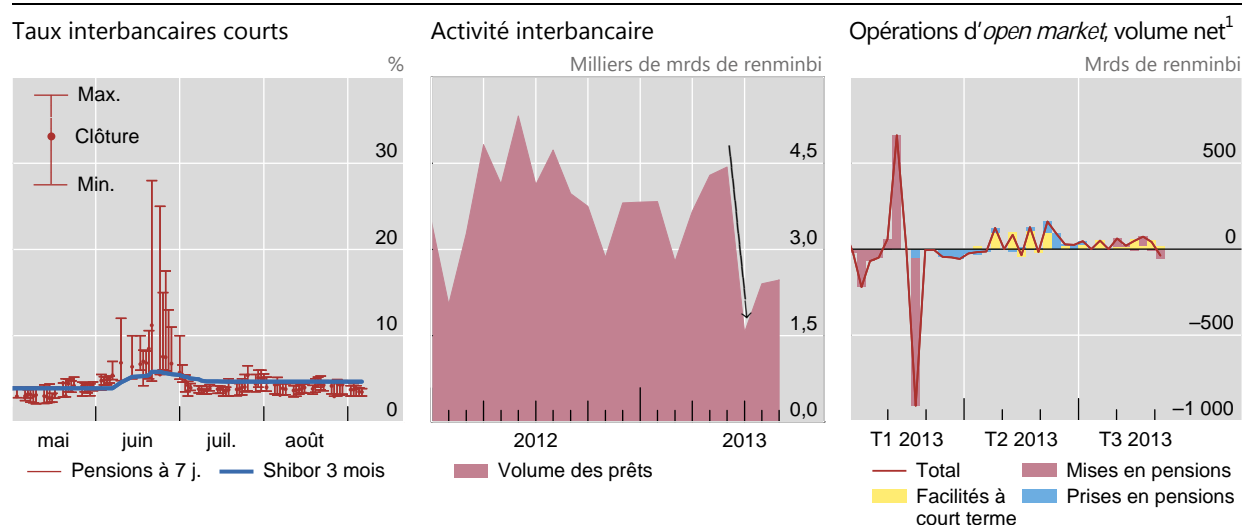
Le marché interbancaire chinois a connu une grave crise de liquidité en juin. La contraction a commencé en mai, quand les taux de référence, jour le jour et pensions à 7 jours, se sont progressivement approchés des 5 %, alors qu'ils étaient restés dans une fourchette de 2-3 % pendant les premiers mois de l'année (graphique A, cadre de gauche). Les deux taux sont ensuite passés à plus de 10 % mi-juin, puis ils ont poursuivi leur envolée pour atteindre des maxima (25 % et 30 %) le 20 juin, avant de revenir dans une fourchette, encore élevée, de 5-8 % le 25 juin 2013. Simultanément, le Shanghai Interbank Offered Rate (SHIBOR) a aussi touché un pic. La pénurie de liquidité a également entraîné de fortes fluctuations intrajournalières. L'écart journalier entre maximum et minimum du taux des pensions à 7 jours a culminé à 2 329 points de base le 20 juin, contre une moyenne de 154 points de base au cours des cinq premiers mois de 2013.

En conséquence, l'activité interbancaire s'est notablement réduite. Les prêts interbancaires ont diminué de plus de 60 % entre mai et juin, à CNY 1 600 milliards (graphique A, cadre du milieu). En juillet et août, leur volume a rebondi à près de CNY 2 400 milliards, mais il est resté bien inférieur à la moyenne mensuelle des cinq premiers mois de 2013, CNY 3 800 milliards, et à celle de 2012, CNY 3 900 milliards.

Ce resserrement des conditions de financement sur le marché interbancaire s'explique sans doute par des facteurs liés aussi bien à l'offre qu'à la demande. Du côté de l'offre, un net ralentissement des entrées de dollars s'était fait sentir dès la fin du mois de mai, entraînant une baisse des interventions de change et des conversions en renminbi. Ce ralentissement avait des causes à la fois intérieures et mondiales, et notamment : diminution des excédents commerciaux (due, en partie, à des mesures prises à l'encontre de la surfacturation des exportations) ; durcissement des règles régissant les prêts locaux de dollars ; dégradation du sentiment concernant les perspectives de croissance de la Chine ; renforcement de l'aversion mondiale pour le risque en raison de spéculations croissantes concernant une réduction progressive des achats d'actifs par les États-Unis. Du côté de la demande, un relèvement du taux des réserves obligatoires des banques dans le cadre d'un durcissement des règles sur les « produits de gestion de patrimoine » et des besoins de financement accrus en raison du raccourcissement des délais de renouvellement sur ces produits ont augmenté la demande saisonnière, ce qui a alourdi les tensions sur le marché. La Banque populaire de Chine (BPC), dans un premier temps, n'a pas satisfait à ce surcroît de demande sur le marché interbancaire, ce qui, de fait, a durci les conditions de financement. Ce manque de réaction a été interprété par certains intervenants comme reflétant l'intention de la BPC de ralentir la progression des prêts au secteur

### Chine : marché interbancaire et opérations d'*open market*

Graphique A



<sup>1</sup> Un chiffre positif signifie une injection nette sur le marché.

Sources : Bloomberg ; CEIC.

bancaire « parallèle ». D'aucuns y ont même vu un indicateur de resserrement monétaire de la part de la BPC. Ces diverses interprétations ont contribué à une attitude plus prudente des banques lors de l'octroi de prêts et, par conséquent, à la pénurie de liquidité.

Le marché s'est apaisé lorsque la BPC a, dans un second temps, fourni plus de liquidité et communiqué vigoureusement sa détermination à stabiliser les marchés. Le 24 juin, la BPC a indiqué que, d'après elle, la situation globale de la liquidité était adéquate, tout en reconnaissant combien il était difficile pour les banques de gérer leur liquidité compte tenu de la conjoncture.

Le 25 juin, la banque centrale a annoncé son intention de « faire un usage actif des opérations d'*open market*, de refinancement, de soutien de liquidité à court terme et des facilités permanentes, afin de réguler la liquidité interbancaire, limiter la volatilité inhabituelle, stabiliser les anticipations du marché et maintenir la stabilité des marchés monétaires ». Si la fourniture de liquidité par le biais d'opérations d'*open market* n'a pas beaucoup progressé (graphique A, cadre de droite), la BPC a toutefois accordé bilatéralement des liquidités aux établissements financiers répondant à des critères macroprudentiels mais nécessitant un soutien de liquidité à court terme. Les grandes banques commerciales et banques publiques ayant des liquidités excédentaires ont aussi été encouragées à octroyer des crédits sur le marché interbancaire.