

Des marchés dynamiques, mais fragiles ?¹

Les marchés restent dynamiques malgré le pic de volatilité observé mi-octobre dans la plupart des classes d'actifs. Ce bref recul de l'appétit pour le risque a traduit une incertitude croissante face aux perspectives économiques mondiales et à l'orientation des politiques monétaires, tout autant qu'une exacerbation des tensions géopolitiques. Les pressions à la vente s'intensifiaient, les marchés ont temporairement perdu de leur liquidité, ce qui a amplifié les mouvements observés.

Mais les marchés ont vite rebondi lorsque les préoccupations économiques se sont apaisées et que certaines grandes banques centrales ont encore assoupli leur politique monétaire. La Banque du Japon et la Banque centrale européenne, en particulier, ont intensifié leur relance monétaire, alors que la Réserve fédérale américaine mettait fin à son programme de rachat d'actifs QE3. Ces stratégies divergentes ont déstabilisé les taux de change, et le dollar s'est apprécié par rapport à la plupart des devises.

Rappelant l'enchaînement, au mois d'août, d'une vague de liquidation suivie d'un rebond sur les marchés mondiaux, ce changement rapide de perception du risque dénote une certaine fragilité du climat d'euphorie actuellement observé sur les marchés financiers.

Des signes croissants de fragilité

Malgré quelques poussées de volatilité, les marchés sont restés dynamiques sur la période écoulée. Cette vitalité s'inscrit dans le prolongement de la progression des marchés financiers mondiaux au cours des deux dernières années, dans un contexte de croissance faible et de politiques monétaires inhabituellement accommodantes dans les économies avancées. Une relance monétaire d'envergure a alimenté l'appétit des investisseurs pour le risque et stimulé la recherche d'actifs offrant des rendements plus élevés. Les marchés boursiers ont eux aussi suivi une pente ascendante au cours de ces deux années, en particulier dans les économies

¹ Cet article a été rédigé par le Département monétaire et économique de la BRI. Les questions concernant le texte peuvent être adressées aux auteurs : Mathias Drehmann (mathias.drehmann@bis.org) et Adrian van Rixtel (adrian.vanrixtel@bis.org). Les questions relatives aux données et aux graphiques doivent être envoyées à Alan Villegas (alan.villegas@bis.org).

avancées (graphique 1, cadre de gauche). Les rendements des obligations d'entreprises à haut risque se sont contractés (graphique 1, cadre du milieu) tandis que ceux des obligations d'État n'ont jamais été aussi faibles, tirant ainsi à la hausse la valorisation des actifs risqués (graphique 1, cadre de droite). La quête de rendement a également donné un second souffle aux financements structurés et poussé le marché des prêts à effet de levier à des niveaux inédits depuis 2008 (encadré 1).

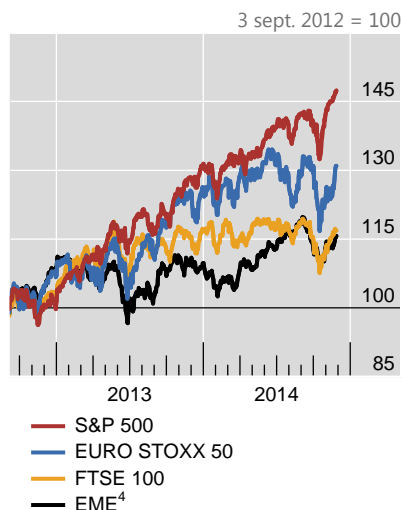
Mais l'évolution récente laisse penser que la fragilité des marchés s'accroît. Les marchés d'actions mondiaux ont plongé début août et mi-octobre (graphique 1, cadre de gauche). En outre, l'ampleur des variations intrajournalières des cours enregistrée mi-octobre souligne à quel point les marchés sont désormais sensibles aux moindres surprises. Le 15 octobre, le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans a cédé près de 37 points de base (graphique 2, cadre de gauche), soit davantage que le 15 septembre 2008, jour où Lehman Brothers a demandé sa mise en faillite. L'amplitude des mouvements du marché a été particulièrement grande pendant 20 minutes : les rendements se sont comprimés, avant de regagner environ 20 points de base (graphique 2, cadre du milieu). Ces fluctuations ont été considérables au regard des surprises réelles sur les plans économique et politique, la seule mauvaise nouvelle notable du jour ayant été l'annonce, une heure auparavant, des données sur les ventes au détail aux États-Unis, légèrement inférieures aux attentes.

Le choc initial a été sensiblement amplifié par la détérioration des conditions de liquidité. Depuis le début de l'année, nombre d'investisseurs qui font appel à l'effet de levier financier (des fonds spéculatifs, pour la plupart) s'étaient positionnés dans l'attente d'une hausse des taux à long terme en conservant un gros volume

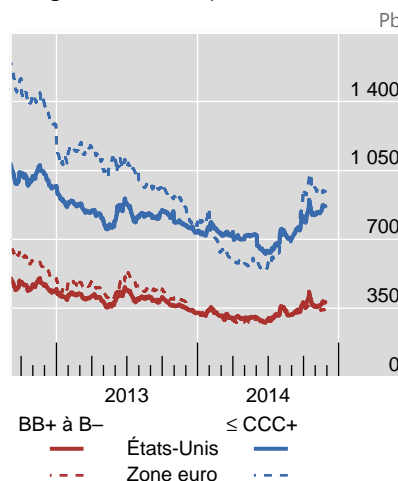
Les marchés financiers restent dynamiques

Graphique 1

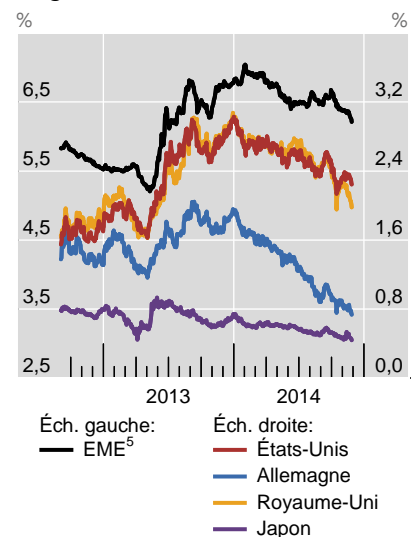
Évolution des marchés d'actions¹



Écarts de rendement sur les obligations d'entreprise²

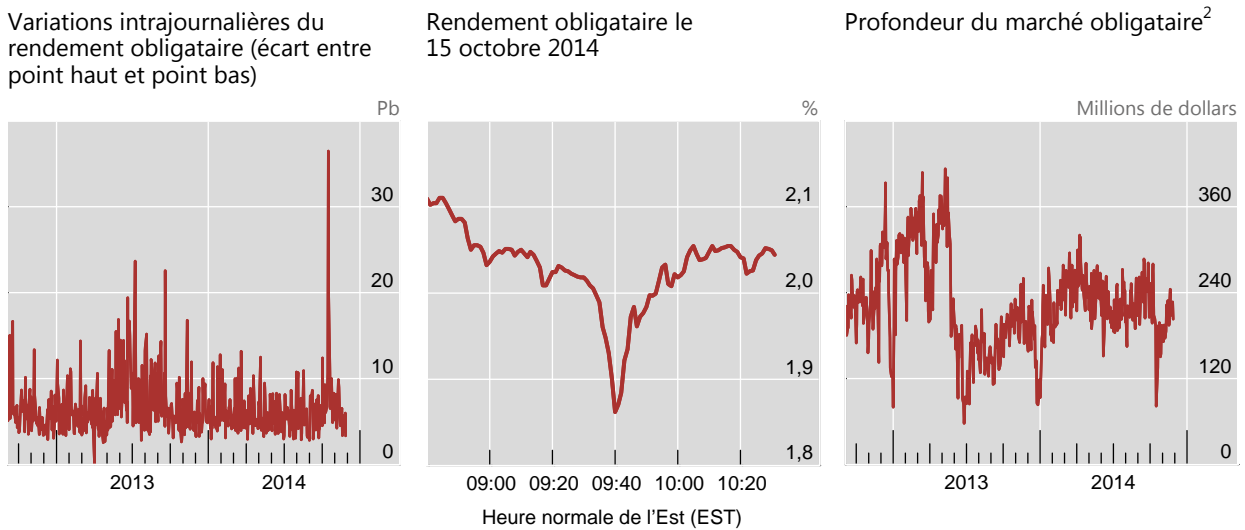


Rendements des obligations d'État à long terme³



¹ Indices boursiers, en monnaie locale. ² Écarts, corrigés des clauses optionnelles, sur un indice d'obligations libellées en monnaie locale émises par des entreprises financières et non financières. ³ Rendements des obligations d'État à 10 ans. ⁴ Indice boursier MSCI Marchés émergents. ⁵ Indice JPMorgan GBI-EM Broad Diversified, rendement à l'échéance. Cet indice mesure la totalité de la dette souveraine à taux fixe émise en monnaie locale sur les marchés émergents.

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



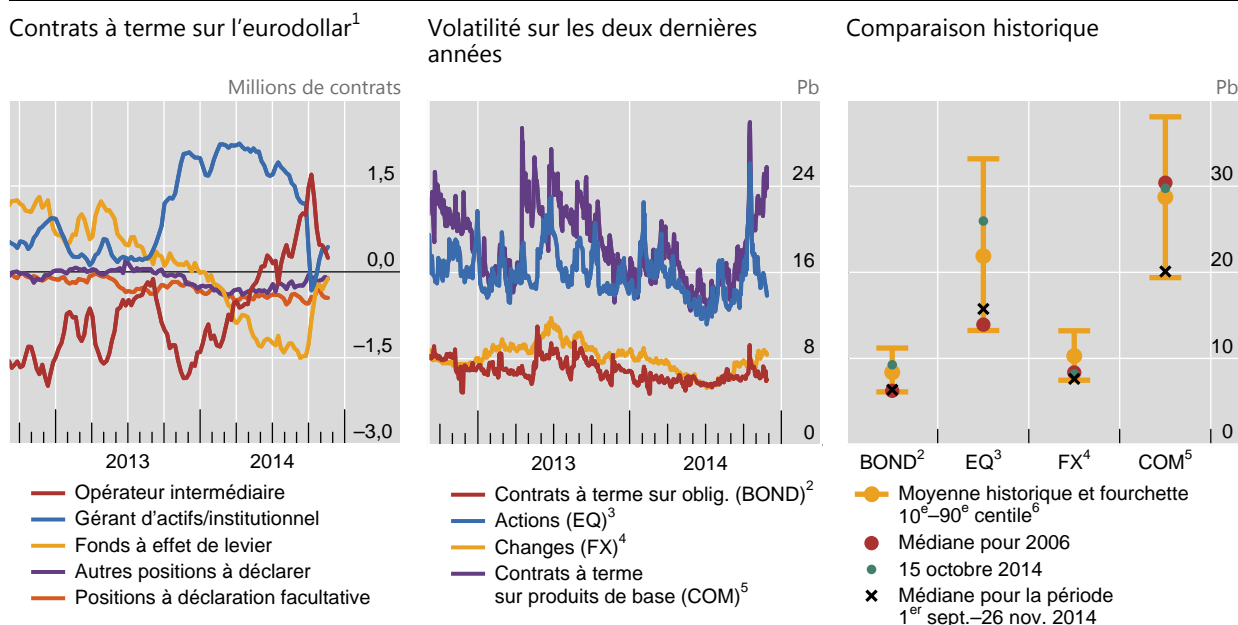
¹ Obligations d'État standard à 10 ans des États-Unis. ² Moyenne journalière des trois meilleures offres d'achat et de vente calculée entre 08 h 30 et 10 h 30 [heure normale de l'Est (TUC-5)].

Sources : Bloomberg ; JPMorgan Chase ; calculs BRI.

net de positions courtes sur des contrats à terme sur l'eurodollar (graphique 3, cadre de gauche). Ils ont commencé à liquider ces positions à partir de la fin septembre, mais les expositions restaient élevées à la mi-octobre. Lorsque certains intervenants ont tenté de se désengager davantage, le marché a perdu de sa liquidité, amplifiant ainsi cette mauvaise nouvelle (graphique 2, cadre de droite).

Mais les marchés ont vite rebondi et certaines classes d'actifs avaient atteint de nouveaux records avant la fin novembre, d'abord grâce à l'annonce, par les responsables des banques centrales des États-Unis et du Royaume-Uni, que l'assouplissement quantitatif pourrait être prolongé. De plus, la confiance du marché a été renforcée par des données macroéconomiques supérieures aux attentes, telles que les chiffres de la production industrielle aux États-Unis. À partir de la fin octobre, un nouvel assouplissement de la politique monétaire de la Chine, de l'Europe et du Japon a tiré les marchés d'actions des États-Unis vers de nouveaux sommets historiques (graphique 1, cadre de gauche) et a fait chuter les rendements des obligations d'État à long terme à des niveaux sans précédent dans nombre d'économies de la zone euro. Les écarts de rendement sur les obligations d'entreprise sont toutefois restés supérieurs à leurs creux de l'été (graphique 1, cadre du milieu).

Ces changements de perception ont engendré de fortes fluctuations des volatilités implicites (futures) des principales classes d'actifs. Le 15 octobre, la volatilité des marchés d'actions a atteint un pic inédit depuis plus de deux ans. La volatilité des marchés du crédit, des produits de base et des changes a également connu des fluctuations sensibles (graphique 3, cadre du milieu). Mais compte tenu du regain d'optimisme, cette flambée a été de courte durée, de sorte que, la plupart du temps, les volatilités (médianes) sont restées faibles par rapport aux niveaux de référence historiques, et assez comparables à la situation observée en 2006 (graphique 3, cadre de droite).



¹ D'après le rapport *Commitments of traders – Financial Futures* de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Une valeur négative indique que la position nette agrégée est courte sur les contrats à terme sur l'eurodollar échangés sur le Chicago Mercantile Exchange. ² Moyenne pondérée, sur la base des PIB et PPA, de la volatilité implicite dans les options à parité des contrats à terme sur obligations à long terme de l'Allemagne, des États-Unis, du Japon et du Royaume-Uni. ³ Volatilité implicite des indices boursiers S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 et Nikkei 225 ; moyenne pondérée de la capitalisation boursière des indices respectifs. ⁴ Indice JPMorgan VXY Global (indice de la volatilité implicite pondérée du volume dans les options à parité à 3 mois sur 23 paires de monnaies avec le dollar). ⁵ Moyenne arithmétique de la volatilité implicite dans les options à parité sur les contrats à terme sur le pétrole, l'or et le cuivre. ⁶ Données à partir de 2001.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI.

En dépit de ces signes de fragilité exacerbée, la publication, le 26 octobre, des résultats de l'évaluation complète menée par la Banque centrale européenne a eu peu d'effet, étant donné l'amélioration des conditions de marché. L'examen de la qualité des actifs et les tests de résistance, réalisés sur la base de la situation financière fin 2013, ont mis au jour un déficit de fonds propres d'un montant agrégé de 25 milliards d'euros, concernant 25 des 130 établissements participants. Compte tenu des capitaux injectés depuis le début de 2014, les besoins de fonds propres supplémentaires s'élèvent aujourd'hui à un total de 9,5 milliards d'euros, répartis entre 13 banques. Les réactions initiales du marché ont été neutres, voire positives. Si la majorité des banques examinées par la BCE ont vu le cours de leurs actions baisser le premier jour de cotation après l'annonce des résultats, les cours s'étaient redressés avant la fin de la semaine pour la plupart d'entre elles, à l'exception de celles qui affichaient les besoins les plus substantiels.

Les divergences au niveau mondial pourraient accentuer les fragilités

Le récent épisode de volatilité sur les marchés financiers s'est produit dans un environnement d'incertitude croissante face aux perspectives économiques mondiales et à l'exacerbation des tensions géopolitiques. Les indices des directeurs

d'achats (PMI) dans le secteur manufacturier ont montré un essoufflement de l'économie, surtout en Europe (graphique 4, cadre de gauche). Les marchés ont été particulièrement surpris par les chiffres de l'Allemagne, où l'indice Ifo du climat des affaires, suivi de près, a failli atteindre, en octobre, son plus bas niveau de ces deux dernières années. Les marchés réagissaient également aux perspectives de l'économie mondiale, jugées moroses par le FMI, lequel a détecté de nouvelles zones de fragilité, dont le Japon, la Chine et de grandes économies de marché émergentes (EME). Les États-Unis, où des données récentes indiquaient une reprise plus soutenue, faisaient figure d'exception dans ce paysage macroéconomique en demi-teintes.

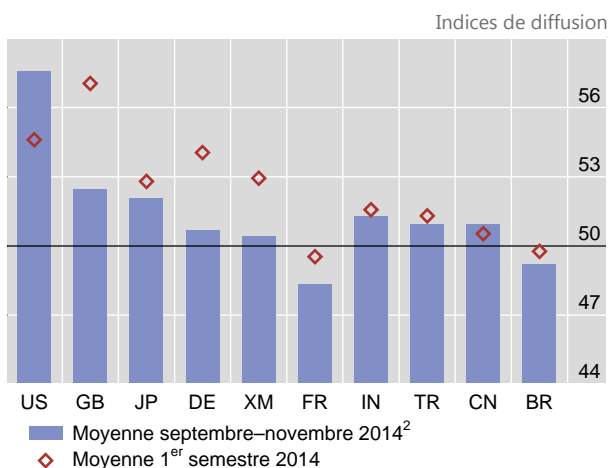
Les prix du pétrole et d'autres produits de base ont continué de diminuer fortement (graphique 4, cadre de droite), reflétant en partie le ralentissement de la croissance. Mais l'accroissement de l'offre semble avoir été le facteur déterminant, du moins pour le pétrole, plusieurs grands producteurs de pétrole ayant sensiblement augmenté leur production ces derniers mois. En termes nets, l'incidence globale de la baisse des prix des produits de base sur l'économie mondiale devrait être positive. En particulier, les pays importateurs nets de produits de base profiteront de cette baisse au travers d'une amélioration de leur balance courante et d'une diminution des subventions à l'énergie. Les pays exportateurs de produits de base, quant à eux, pourraient en souffrir, surtout si leurs fondamentaux macroéconomiques sont fragiles, ce qui alimenterait les perceptions négatives du marché à l'égard de pays comme le Brésil et la Russie.

À l'instar des tendances macroéconomiques, les mesures de politique monétaire ont été divergentes. Le 29 octobre, la Réserve fédérale américaine a mis fin à son programme de rachat d'actifs QE3, qui aura porté son bilan à 4 500 milliards de dollars, soit une progression de près de 60 % depuis

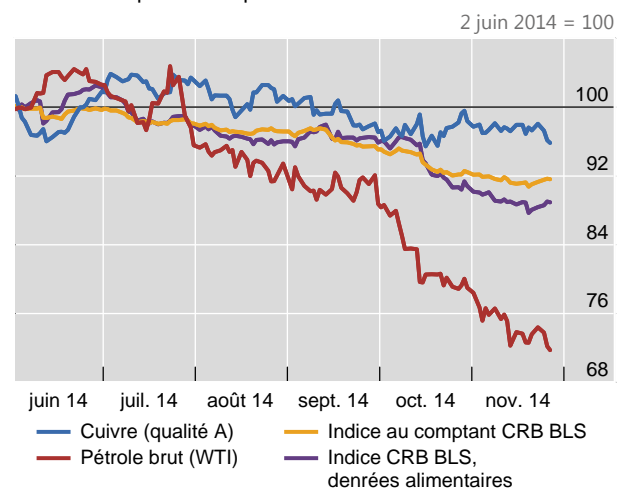
Les perspectives macroéconomiques fléchissent

Graphique 4

Indices PMI, secteur manufacturier¹



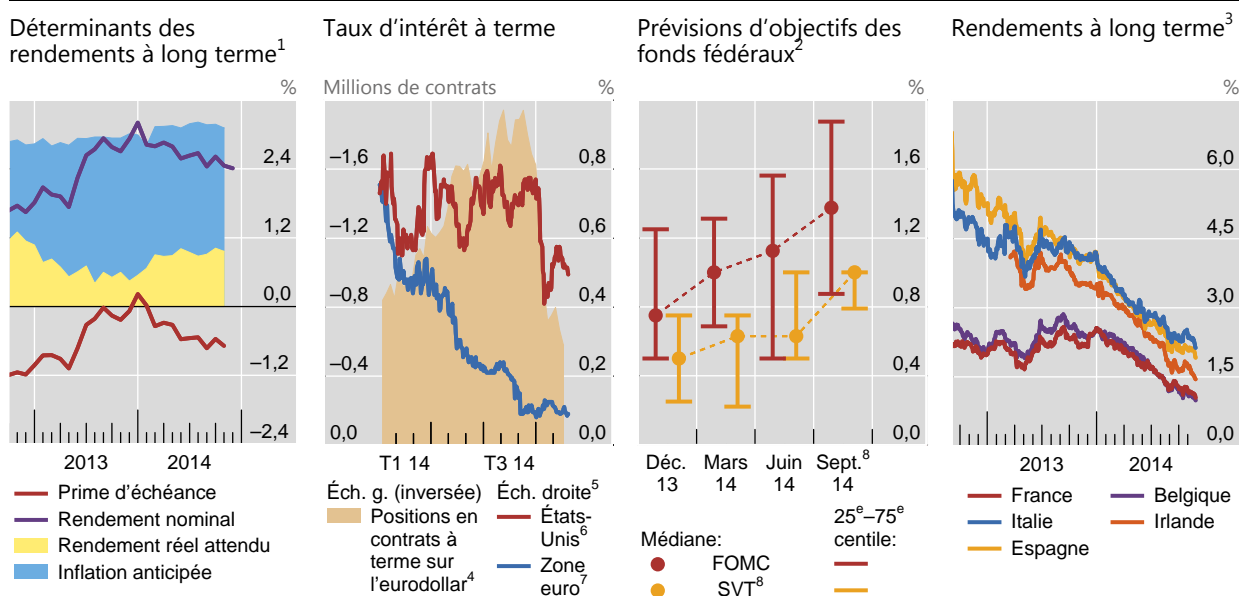
Prix au comptant des produits de base



BR = Brésil ; CN = Chine ; DE = Allemagne ; FR = France ; GB = Royaume-Uni ; IN = Inde ; JP = Japon ; TR = Turquie ; US = États-Unis ; XM = zone euro.

¹ Indice des directeurs d'achats (PMI) dans le secteur manufacturier, établi à partir d'enquêtes mensuelles auprès d'entreprises du secteur privé. Une valeur supérieure (inférieure) à 50 dénote une expansion (contraction). ² Septembre–octobre 2014 pour le Brésil, la Chine, l'Inde et la Turquie.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; calculs BRI.



¹ Décomposition du rendement nominal des obligations du Trésor à 10 ans, fondée sur un modèle associant données macroéconomiques et structures des échéances. Voir P. Hördahl et O. Tristani, « Inflation risk premia in the euro area and the United States », *International Journal of Central Banking*, septembre 2014. ² Prévisions pour fin 2015. Axe horizontal : dates de publication des prévisions. À partir de septembre 2014, les prévisions du FOMC ont été affinées au 1/8 de point de pourcentage (contre 1/4 de point de pourcentage précédemment), alors que les prévisions des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) renvoient aux résultats des enquêtes pour le haut de la fourchette d'objectifs. ³ Rendement des obligations d'État à 10 ans : points bas intrajournaliers. ⁴ D'après le rapport *Commitments of Traders (COT) – Chicago Mercantile Exchange* de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Une valeur négative indique que la position nette agrégée est courte sur les contrats à terme sur l'eurodollar à trois mois, pour ce qui est des opérateurs non commerciaux (le rapport distingue deux catégories d'opérateurs soumis à déclaration – « commerciaux » et « non commerciaux »). ⁵ Découplage de contrats à terme arrivant à échéance en décembre 2015. ⁶ Contrats à terme sur les taux des fonds fédéraux à trente jours. ⁷ Contrats à terme sur l'Euribor à trois mois. ⁸ Octobre 2014 pour les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT).

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

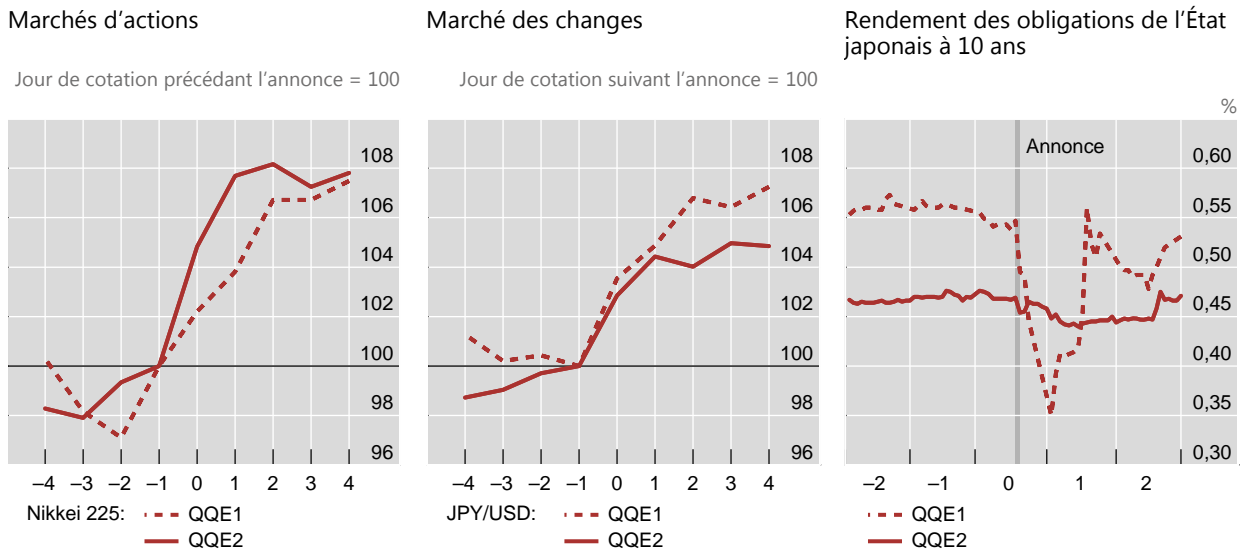
septembre 2012 et de 25 % par rapport au PIB de la mi-2014. Dans le même temps, elle a maintenu le taux des fonds fédéraux au plancher du taux zéro. Largement anticipées, ces mesures n'ont pas eu d'effet notable sur les prix des actifs, contrairement aux turbulences provoquées l'année dernière par l'annonce de la réduction progressive des achats d'actifs.

Malgré l'arrêt du programme QE3 de la Réserve fédérale, les estimations de la prime d'échéance sur les rendements des bons du Trésor sont restées très négatives et ont même encore diminué. Pour les obligations du Trésor à 10 ans, elles ont été revues à la baisse de plus de 10 points de base entre septembre et fin octobre 2014 (graphique 5, cadre de gauche).

Les anticipations du marché concernant les futurs taux d'intérêt à court terme aux États-Unis ont également fléchi. Les taux à terme pour fin 2015 ont reculé (graphique 5, deuxième cadre), et l'évolution a été similaire pour toutes les échéances. Les vives corrections survenues le 15 octobre ne se sont pas inversées pendant la phase d'arrêt effectif de QE3. Tout au long de l'année, les prévisions des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) sont restées sensiblement inférieures à celles du Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine (FOMC) (graphique 5, troisième cadre). Si ces anticipations venaient à converger, elles pourraient accentuer le risque d'ajustements brutaux.

Les nouvelles orientations de la politique japonaise influent sur les marchés financiers¹

Graphique 6



¹ Axe horizontal : jours de cotation précédant et suivant les dates des annonces. Zéro = dates des annonces : 4 avril 2013 pour la première phase du programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif (QE1) ; et 31 octobre 2014 pour la deuxième phase (QE2) et la décision du GPIF d'accroître la part des actions japonaises et des actifs étrangers en portefeuille. Marchés d'actions et des changes : cours de clôture. Obligations de l'État japonais à 10 ans : rendements intrajournaliers.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI.

À l'inverse de la Réserve fédérale, la BCE a encore assoupli sa politique monétaire. Début septembre, elle a ainsi abaissé de 10 points de base le taux d'intérêt de ses opérations principales de refinancement, à 0,05 %, et ramené à -0,20 % le taux d'intérêt de sa facilité de dépôt. En outre, le Conseil des gouverneurs a annoncé le rachat, d'une part, de titres adossés à des actifs constitués de créances sur le secteur privé non financier de la zone euro et, d'autre part, d'obligations sécurisées libellées en euro émises par des institutions financières monétaires domiciliées dans la zone euro. Ces programmes, lancés respectivement en octobre et en novembre, couplés à une série d'opérations ciblées de refinancement à plus long terme, prévues jusqu'en juin 2016, devraient ramener le bilan de la BCE à son niveau de début 2012. Il pourrait donc progresser d'environ 1 000 milliards d'euros, soit 50 % de sa taille actuelle et environ 10 % du PIB de la zone euro (à la mi-2014).

Les principales mesures annoncées ces derniers mois avaient été anticipées par les marchés et ont donc suscité peu de réactions. En revanche, les rendements des obligations d'État à long terme de nombre de pays de la zone euro sont tombés à des niveaux sans précédent après la déclaration du 21 novembre de M. Draghi, Président de la BCE, soulignant que l'institution prendrait les mesures qui s'imposeraient pour relever l'inflation et les anticipations d'inflation en ajustant l'ampleur, le rythme et la nature des rachats d'actifs, si les mesures annoncées s'avéraient insuffisantes. Cette déclaration a déclenché une nouvelle chute des rendements des obligations d'État à 10 ans, qui ont atteint, le 26 novembre, soit la fin de la période considérée, leurs plus bas niveaux historiques pour neuf grands pays de la zone euro, dont l'Espagne, la France et l'Irlande (graphique 5, cadre de droite).

Le 31 octobre, la Banque du Japon a surpris les marchés lorsqu'elle a intensifié son programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif (QQE) en relevant les objectifs d'élargissement de sa base monétaire de 60-70 000 à 80 000 milliards de yens par an. S'il est appliqué, ce programme gonflera le bilan de la Banque du Japon de près de 30 % dans le courant de l'année prochaine, soit plus de 16 % du PIB à la mi-2014. Le même jour, le fonds de pension public (GPIF) a annoncé qu'il allait accroître la part des actions japonaises et des actifs étrangers dans son portefeuille.

Les marchés financiers ont réagi vigoureusement aux nouvelles orientations de la politique japonaise. Le jour de ces annonces, le cours des actions japonaises a ainsi augmenté de près de 5 % et le yen s'est déprécié d'environ 3 % par rapport au dollar (graphique 6, cadres de gauche et du milieu). Ces corrections étaient d'une ampleur supérieure ou quasi-égale à celles survenues le 4 avril 2013, date d'entrée en vigueur de l'assouplissement quantitatif et qualitatif. Mais contrairement à cette date, l'incidence sur les rendements déjà faibles des obligations d'État japonaises est restée modeste, traduisant peut-être la confiance dans le fait que le scénario d'extrême volatilité sur les marchés obligataires observé à ce moment là ne se répéterait pas (graphique 6, cadre de droite). Autre facteur possible, les marchés ont estimé que les ventes d'obligations de l'État japonais par le GPIF compenseraient en partie les rachats d'obligations par la Banque du Japon.

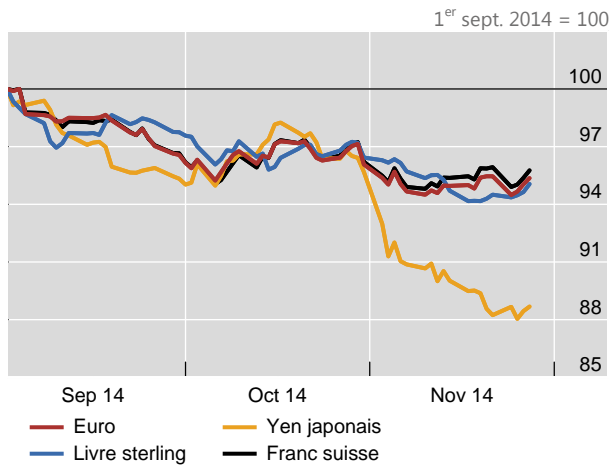
Dans un contexte de ralentissement de la croissance économique, la Banque populaire de Chine a abaissé ses taux directeurs de référence le 21 novembre et ce, après la clôture des marchés locaux – méthode qu'elle n'avait plus appliquée depuis juillet 2012. Le taux prêteur de référence à un an a été abaissé de 40 points de base, à 5,6 %, et le taux de référence sur les dépôts à un an, de 25 points de base, à 2,75 %. Les taux pour d'autres échéances ont été réduits en conséquence. Les marchés mondiaux ont réagi positivement à ces nouvelles. Les prix au comptant du pétrole brut ont immédiatement augmenté de 1,1 %. Le lundi suivant, l'indice CSI300 – où figurent les actions des plus grandes entreprises chinoises cotées à Shanghai et à Shenzhen – a progressé de 1,2 %.

Les stratégies divergentes des grandes banques centrales de la planète ont suscité de fortes fluctuations des taux de change. Le dollar s'est apprécié par rapport à la plupart des monnaies (graphique 7, cadres du haut). Parmi les monnaies des économies avancées, le yen a été particulièrement touché, non seulement le 31 octobre mais tout au long de la période considérée. Cette situation a entraîné une nette intensification de l'activité sur le marché au comptant du change dollar/yen, qui s'est traduite par un volume de transactions record sur les marchés des changes mondiaux (graphique 7, cadre inférieur gauche).

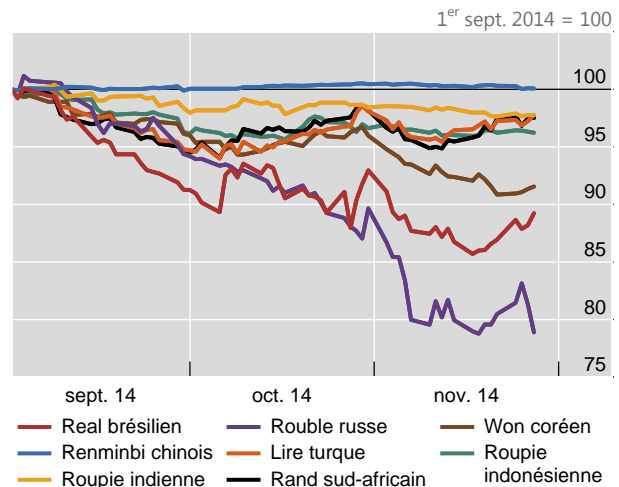
La plupart des monnaies des EME se sont aussi dépréciées par rapport au dollar, mais dans une moindre mesure pour les pays importateurs de produits de base que pour les pays exportateurs de ces produits (graphique 7, cadre inférieur droit). La lire turque, la roupie indienne et le baht thaïlandais ont cédé moins de 3 % par rapport au dollar au cours des trois derniers mois. Le won coréen a enregistré un recul légèrement supérieur.

L'effet conjugué du dollar fort et du faible prix des produits de base a engendré une dépréciation notable des monnaies des exportateurs nets de ces produits. Dans certains cas, ces facteurs mondiaux se sont ajoutés à des vulnérabilités propres aux pays. Ainsi, le real brésilien s'est déprécié face à l'incertitude liée à l'élection présidentielle et à la morosité des perspectives économiques générales. Les

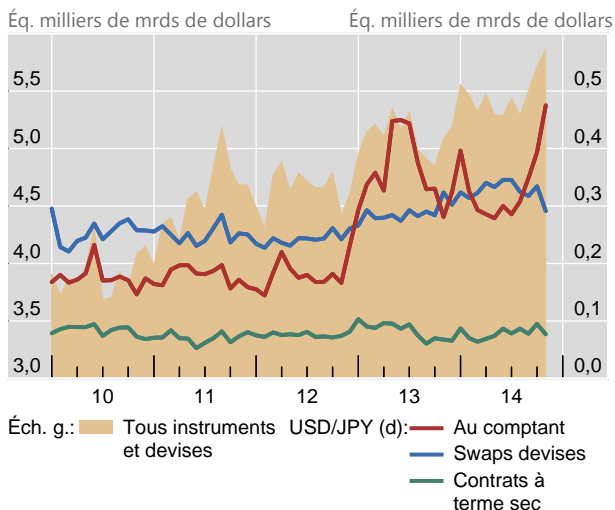
Taux de change, économies avancées¹



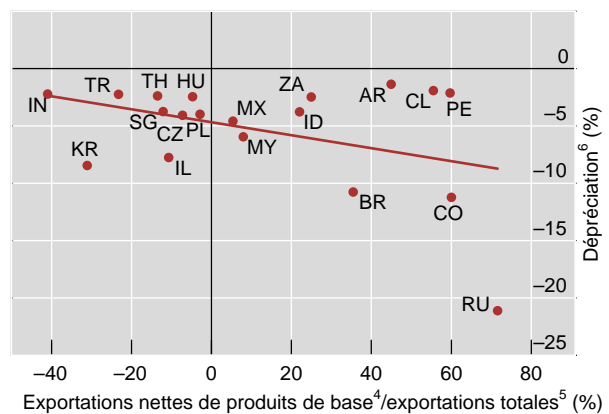
Taux de change, EME¹



Volumes des opérations de change²



Exportations de produits de base et évolution des taux de change³



AR = Argentine ; BR = Brésil ; CL = Chili ; CO = Colombie ; CZ = République tchèque ; HU = Hongrie ; ID = Indonésie ; IL = Israël ; IN = Inde ; KR = Corée ; MX = Mexique ; MY = Malaisie ; PE = Pérou ; PL = Pologne ; RU = Russie ; SG = Singapour ; TH = Thaïlande ; TR = Turquie ; ZA = Afrique du Sud.

¹ EME : économies de marché émergentes. En dollars par unité de monnaie locale. Une baisse indique une dépréciation de la monnaie locale. ² Séries étalonnées calculées à l'aide de la méthode proportionnelle de Denton. Données CLS corrigées des variations saisonnières avant étalonnage. Voir M. Bech et J. Sobrun, « FX market trends before, between and beyond Triennial Surveys », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2013, pp. 45-53. ³ Droite rouge = valeurs prédites à partir d'une régression linéaire de la dépréciation de la monnaie locale sur l'importance relative des exportations nettes de produits de base, $R^2 = 0.16$. ⁴ Différence entre exportations et importations (E - I) de produits de base en 2013. Les secteurs des produits de base englobent les codes 0, 1, 2, 3, 4, 68, 667 et 971 de la Classification type pour le commerce international (CTCI). ⁵ Exportations totales de biens en 2013. ⁶ Variation du taux de change, en dollars par unité de monnaie locale, entre le 1^{er} septembre et le 26 novembre 2014. Une valeur négative indique une dépréciation de la monnaie locale.

Sources : Bloomberg ; CLS ; Datastream ; enquêtes FXC ; Base de données statistiques de l'ONU sur le commerce des marchandises (Comtrade) ; Enquête triennale BRI 2013 ; calculs BRI.

sanctions économiques contre la Russie et l'aggravation du conflit en Ukraine ont provoqué une chute du rouble de plus de 13 % en septembre et octobre. Pour maintenir sa monnaie à flots, la banque centrale russe a, le 31 octobre, relevé ses taux directeurs de 150 points de base. Mais la pression baissière s'est poursuivie et la décision, prise le 5 novembre, de réduire les interventions sur les marchés des

changes pour soutenir la monnaie a été suivie, le lendemain, d'une dépréciation de 4 %. Le 10 novembre, la banque centrale russe a renoncé à maintenir le rouble à l'intérieur de son corridor de change et a laissé la monnaie fluctuer librement, ce qui a stabilisé le taux de change.

L'appréciation du dollar sous l'effet des politiques monétaires divergentes pourrait, si elle persistait, entraîner de profondes répercussions sur l'économie mondiale, en particulier sur les EME. Ainsi, elle pourrait faire apparaître des vulnérabilités financières, car la dette de nombre d'entreprises des EME est en grande partie libellée en dollar.² La poursuite de la dépréciation des monnaies locales par rapport au dollar pourrait dégrader la solvabilité de bien des entreprises et éventuellement favoriser un durcissement des conditions financières.

² M. Chui, I. Fender et V. Sushko, « Risks related to EME corporate balance sheets: the role of leverage and currency mismatch », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2014, pp. 35–47.

Des signes de reprise sur les marchés du financement structuré et des prêts à effet de levier

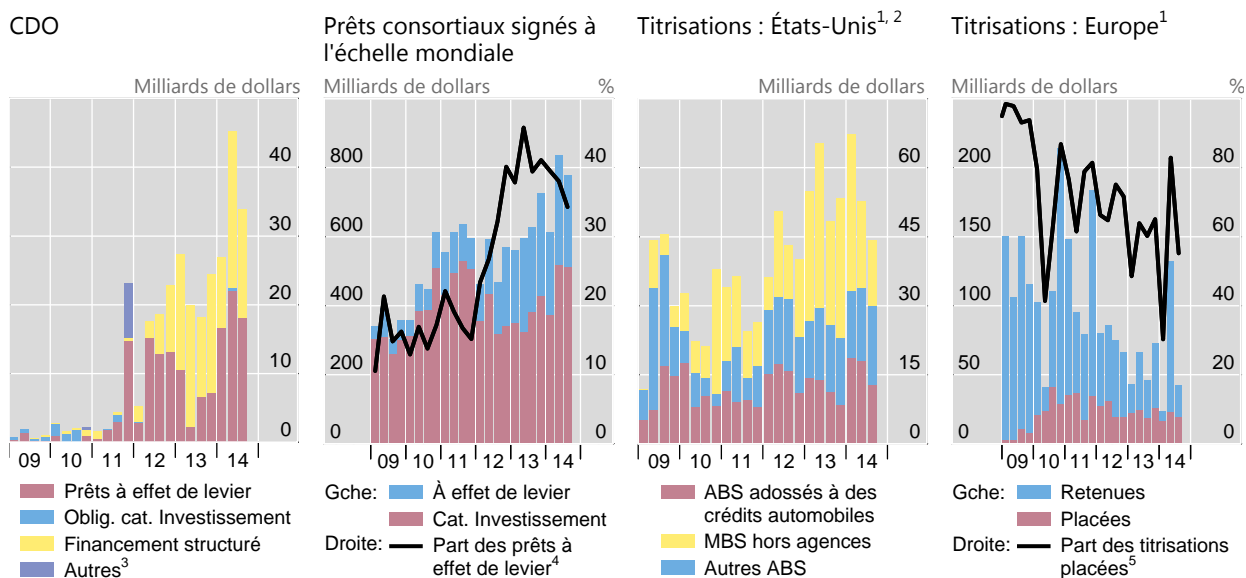
Branimir Gruić, Adrian van Rixtel et Jhuvesh Sobrun

La quête du rendement a revitalisé les segments du financement structuré et porté les émissions de prêts à effet de levier à des niveaux encore jamais atteints. Les émissions d'obligations adossées à des actifs (*collateralised debt obligations*, CDO) ont connu une forte reprise au cours des trois premiers trimestres de 2014 (graphique A, premier cadre). Ces instruments, qui regroupent un portefeuille d'actifs au sein d'un seul nouveau titre, offrent des rendements plus élevés et sont sécurisés par un ensemble relativement diversifié d'actifs. Avant la crise, la grande majorité des CDO était sécurisée par des titres adossés à des actifs, mais récemment, 55 % environ des CDO étaient composés de prêts à effet de levier. Le financement structuré a ainsi élargi la base des investisseurs intéressés par ces prêts, qui ont représenté de l'ordre de 40 % des opérations de prêts consortiaux au cours des dernières années (graphique A, deuxième cadre). L'activité sur le marché des prêts à effet de levier a même dépassé les niveaux enregistrés avant la crise : le volume moyen d'annonces par trimestre durant l'année qui s'est achevée fin septembre 2014 a atteint 250 milliards d'USD, ce qui est bien supérieur aux 190 milliards d'USD observés en moyenne entre 2005 et le milieu de 2007, avant la crise. Par contraste, les volumes récents d'émissions de CDO se maintiennent à des niveaux très inférieurs aux montants record enregistrés en 2006 et 2007.

Les marchés de la titrisation ont également montré des signes de raffermissement ces dernières années, en particulier aux États-Unis (graphique A, troisième cadre). Dans ce pays, les émissions totales de produits de titrisation (hors agences) au cours des trois premiers trimestres de 2014 se sont élevées à 164 milliards d'USD, un montant largement supérieur aux niveaux relevés au cours des mêmes périodes de 2009 et 2010. C'est sur le

L'activité d'émission sur les marchés du financement structuré et des prêts à effet de levier

Graphique A



ABS = titres adossés à des actifs ; CDO = obligations adossées à des actifs (*collateralised debt obligations*) ; MBS = titres adossés à des créances hypothécaires.

¹ Les CDO de flux sont exclues. ² Hors MBS des agences américaines. ³ Obligations à haut rendement, sûretés mixtes, autres contrats d'échange et autres. ⁴ Part des prêts à effet de levier dans le total des signatures de prêts consortiaux. ⁵ Part des titrisations retenues dans les titrisations totales.

Sources : Association for Financial Markets in Europe (AFME) ; Dealogic ; Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) ; calculs BRI.

segment des titres adossés à des créances hypothécaires (MBS), hors agences américaines, que la hausse a été la plus marquée, une conséquence de l'amélioration des marchés américains du logement et du crédit hypothécaire. La reprise des marchés de la titrisation a été beaucoup plus modérée en Europe : si le volume d'émissions pour la période de janvier à septembre a augmenté entre 2013 et 2014, il reste nettement inférieur aux niveaux des années précédentes. Cela étant, la composition des émissions s'est sensiblement modifiée, avec une baisse des titrisations retenues et une hausse corrélative des émissions faisant l'objet d'un placement public (graphique A, dernier cadre). Les opérations de titrisation retenues ne sont pas placées sur les marchés financiers mais conservées au bilan de l'émetteur pour servir de sûretés dans le cadre des opérations d'octroi de liquidité des banques centrales. La part des titrisations retenues dans le total des titrisations a chuté, passant de 97 % au cours des trois premiers trimestres de 2009 à 56 % durant la même période de 2014, une évolution qui reflète la participation croissante des investisseurs privés aux marchés européens de la titrisation.

Le programme Shanghai-Hong Kong Stock Connect

Feng Zhu

Le 10 avril 2014, la China Securities Regulatory Commission (CSRC) et la Securities and Futures Commission (SFC) de Hong-Kong ont annoncé le lancement de Shanghai-Hong Kong Stock Connect, programme pilote visant à établir une interconnexion entre les marchés boursiers de la Chine continentale et de Hong-Kong. Le 17 octobre, la CSRC et la SFC ont signé un protocole d'accord et arrêté les principes et modalités de la coopération transfrontalière concernant la réglementation et son application, qui sera mise en œuvre dans le cadre du programme. Le 10 novembre, la CSRC et la SFC ont donné leur accord pour que Stock Connect entre en service le 17 novembre 2014.

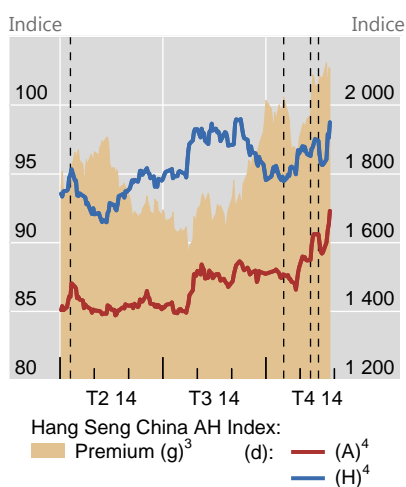
La passerelle Stock Connect (également connue sous le nom de "Through Train") entre la Bourse de Shanghai Stock (SSE) et la Bourse de Hong-Kong (SEHK) rend possibles la vente et l'achat d'actions entre les deux places boursières. Dans le sens de transaction nord-sud (canal sud), de Shanghai vers Hong-Kong, les investisseurs continentaux peuvent passer des ordres sur 266 titres cotés à la Bourse de Hong-Kong, dans la limite d'un quota journalier d'achats (nets) de 10,5 milliards de RMB et d'un quota global de 250 milliards de RMB. Les actions disponibles à la négociation représentent 82 % de la capitalisation boursière de la SEHK. Dans le sens de transaction sud-nord (canal nord), de Hong-Kong vers Shanghai, les investisseurs internationaux peuvent passer des ordres sur 568 titres cotés à la Bourse de Shanghai, dans la limite d'un quota journalier d'achats (nets) de 13 milliards de RMB et d'un quota global de 300 milliards de RMB. Les actions disponibles à la négociation représentent 90% de la capitalisation boursière de la SSE. Les quotas ne s'appliquent qu'aux ordres d'achat, les ordres de vente étant toujours autorisés. Ces quotas pourront être révisés à l'avenir.

Le programme devra veiller à ce que les courtiers respectent les règles et la réglementation des deux marchés, qui sont très dissemblables. Les travaux de préparation et de simplification des procédures requis par le programme ont soulevé des difficultés considérables et nécessité une coopération étroite entre les deux autorités réglementaires. L'un des problèmes majeurs était celui du traitement fiscal. Le 14 novembre, le ministère des Finances de la Chine, l'Administration fiscale d'État (State Administration of Taxation) et la CSRC ont annoncé une suspension des prélèvements sur les plus-values pendant une période indéterminée pour les investisseurs du canal nord, et une suspension pendant trois ans pour les investisseurs individuels du canal sud. Des deux côtés de la frontière, les investisseurs seront exonérés des taxes sur les transactions boursières.

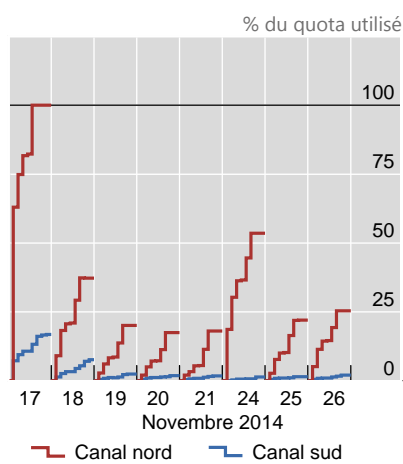
Le programme Stock Connect pourrait représenter un jalon important dans le processus de libéralisation des mouvements de capitaux en Chine. Même si la SSE est la septième place boursière mondiale en termes de capitalisation (2 960 milliards d'USD fin octobre 2014), elle reste relativement fermée. Un investisseur institutionnel étranger ne pouvait accéder au marché chinois qu'en qualité d'investisseur institutionnel étranger agréé (Qualified Foreign Institutional Investor, QFII) ou de QFII en renminbi (RQFII), dans le cadre d'un protocole d'accord existant entre le pays d'origine de l'entreprise et la Chine ; les licences QFII et RQFII sont soumises à des approbations réglementaires et font l'objet de quotas de transactions stricts, accordés individuellement. Stock Connect est un ajout majeur à ces programmes et confère aux marchés financiers chinois un degré d'ouverture sans précédent :

- Alors que les programmes existants concernent un seul sens de transaction, Stock Connect lève les restrictions sur les deux sens de circulation des capitaux : les transactions sur le canal nord sont ouvertes à tous les investisseurs, et les transactions sur le canal sud aux investisseurs institutionnels et individuels de Chine continentale détenant au moins 500 000 RMB dans leurs comptes titres et espèces.
- Sur le canal nord, les opérations seront cotées en renminbi mais réglées en renminbi offshore, tandis que sur le canal sud, elles seront cotées en dollar de Hong-Kong et réglées en renminbi onshore. Les négociations et règlements en renminbi encourageront l'utilisation accrue de cette monnaie.
- À 1 100 milliards de RMB, la réserve de liquidités en renminbi de la RAS de Hong-Kong, composée de dépôts et certificats de dépôt, est suffisante pour satisfaire le niveau projeté de la demande générée par Stock Connect. Malgré tout, la Banque populaire de Chine a décidé de supprimer, à compter du 17 novembre, le plafond de conversion de 20 000 RMB par personne et par jour imposé aux résidents de la RAS de Hong-Kong. Cette mesure facilitera la participation des Hongkongais et encouragera les institutions financières locales à introduire davantage de produits d'investissement libellés en renminbi. Cependant, les transferts en renminbi vers des comptes bancaires onshore restent plafonnés à 80 000 RMB par personne et par jour, ce qui limitera l'effet probable sur les mouvements de capitaux transfrontaliers.

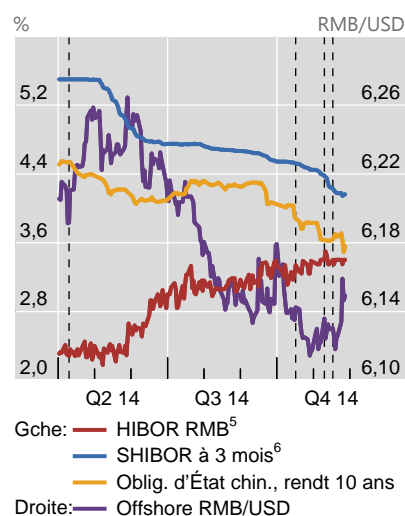
Performance des actions cotées sur les deux marchés¹



Stock Connect²



Taux d'intérêt et taux de change du renminbi¹



¹ Les lignes verticales en pointillés correspondent aux dates clés du programme Shanghai-Hong Kong Stock Connect : 10 avril, 17 octobre, 10 et 17 novembre. ² Ratio achats/quotas journaliers. ³ Le Hang Seng China AH Premium Index mesure la prime ou la décote de valeur absolue des actions A par rapport aux actions H pour les entreprises chinoises figurant dans les indices AH(A) et AH(H). Une valeur supérieure à 100 signifie que les actions A sont négociées avec une prime par rapport aux actions H. ⁴ Les indices Hang Seng China AH(A) et Hang Seng China AH(H) reflètent l'évolution des cours des actions de 57 grandes entreprises chinoises à liquidité élevée dont les actions sont cotées à la fois à Shanghai (actions A) et à Hong-Kong (actions H), respectivement sur l'un et l'autre de ces marchés. ⁵ RMB Hong Kong Interbank Offered Rate (HIBOR). ⁶ Shanghai Interbank Offered Rate (SHIBOR).

Sources : Hang Seng Indexes Company Limited ; Bloomberg ; calculs BRI.

- En rendant leurs actions accessibles aux investisseurs internationaux, le nouveau programme va permettre aux entreprises continentales qui ne participent pas au programme des investisseurs institutionnels nationaux agréés (QDII) de lever des fonds au niveau mondial.
- Contrairement aux programmes QFII et RQFII, les transactions effectuées via Stock Connect ne sont soumises à aucune restriction en termes de rapatriement ou de période de blocage.

Les observateurs s'attendaient à ce que Stock Connect réduise les différences de cours des actions chinoises cotées sur les deux marchés, à savoir les actions A cotées en Chine continentale et les actions H cotées à Hong-Kong. Les deux catégories d'actions sont négociées séparément, avec des restrictions importantes à l'accès des investisseurs étrangers aux actions A, et les possibilités d'arbitrage entre les deux marchés étaient jusqu'à présent limitées. À mesure qu'approchait la date du lancement très attendu de Stock Connect, les différences de cours entre les actions A et H se sont sensiblement réduites (au troisième trimestre 2014), et la parité a même été brièvement atteinte début octobre. Lorsque la date de lancement a été confirmée, le 10 novembre, la décote des actions A s'est rapidement transformée en prime de valeur, reflétant le vif appétit des investisseurs pour ces actions (graphique B, premier cadre). Le démarrage des opérations a été asymétrique : sur le canal nord, le volume de transactions a atteint le plafond journalier dès 14 h 00 heure locale le premier jour, tandis que sur le canal sud, les transactions se sont élevées à 1,768 milliard de RMB, soit seulement 17 % du quota (graphique B, deuxième cadre). Le volume des transactions a diminué les jours suivants : le quota journalier utilisé sur le canal nord a chuté à 17,5 % le 20 novembre, pour se stabiliser à 25 % au 26^e jour après avoir fortement rebondi le 24^e jour. Ce faible volume de négociation peut s'expliquer par plusieurs facteurs, tels que la méconnaissance du système par les investisseurs, le manque d'habitude dans la négociation des actions A et H, ou encore des préoccupations quant à la protection des investisseurs.

Le programme Stock Connect pourrait avoir des retombées sur d'autres catégories d'actifs même s'il fonctionne en circuit fermé. Cela signifie que les fonds et les titres restent dans le "circuit fermé" des deux systèmes de compensation : lorsqu'un investisseur opérant sur le canal nord vend des actions A achetées via Stock Connect, les fonds correspondants sont reversés sur son compte bancaire à Hong-Kong. Il ne lui est pas possible d'utiliser le produit de la vente pour investir dans d'autres catégories d'actifs continentaux. Malgré tout, les investisseurs QFII et RQFII peuvent désormais libérer une partie de leurs quotas initialement destinés aux achats d'actions pour investir, par exemple, dans des actifs à revenu fixe. En fait, le rendement des obligations d'État chinoises à 10 ans a baissé après les principales annonces (graphique B, dernier cadre). De plus, l'écart entre les taux d'intérêt du renminbi onshore et du renminbi offshore s'est resserré depuis mai 2014. Pourtant, le faible niveau initial des transactions sur Stock Connect a poussé à la hausse le taux de change du renminbi offshore par rapport au dollar, l'enthousiasme à l'égard du renminbi s'étant calmé.

Stock Connect a fonctionné sans heurts jusqu'à présent. Dans sa conception actuelle, le programme s'applique uniquement aux actions négociées sur les deux places boursières. En cas de succès, les quotas de transactions pourraient être revus à la hausse et le programme rapidement étendu à la Bourse de Shenzhen et à d'autres instruments financiers et catégories d'actifs. À terme, Stock Connect pourrait favoriser la convergence des règles de marché, des normes comptables et des exigences de communication entre la SEHK et les places boursières du continent. Il est probable que l'instauration d'une coordination étroite entre les autorités réglementaires fera reculer la spéculation sur les devises. Par ailleurs, Stock Connect devrait contribuer à accroître la transparence sur les marchés continentaux et à améliorer la gouvernance des entreprises chinoises.

① Les chiffres cités dans ce paragraphe datent de mars 2014.