

Nouvelle vague d'assouplissement¹

Ces derniers mois, une vague d'assouplissement des politiques monétaires, largement inattendue, a mobilisé l'attention des marchés financiers mondiaux. Dans un contexte de chute des cours du pétrole et de tensions croissantes sur les taux de change, un grand nombre de banques centrales ont adopté de nouvelles mesures de relance, dans les économies avancées comme dans les économies de marché émergentes. La BCE a annoncé le lancement d'un programme étendu d'achats d'actifs, d'une ampleur et d'une durée supérieures aux anticipations des marchés.

La période de volatilité inhabituellement faible semblait toucher à sa fin, la volatilité observée pour la plupart des catégories d'actifs s'étant rapprochée des moyennes historiques. Ce phénomène a été particulièrement prononcé sur les marchés des produits de base, où la volatilité a culminé début février, sous l'effet de la chute brutale des prix du pétrole. La volatilité s'est aussi intensifiée sur les marchés des changes, les politiques monétaires plus accommodantes ayant commencé à se traduire par des tensions croissantes sur les taux de change administrés. De façon inattendue, la Banque nationale suisse a abandonné le cours plancher du franc suisse vis-à-vis de l'euro, tandis que plusieurs autres banques centrales ont ajusté leurs politiques pour défendre leurs objectifs de taux de change ou d'inflation. Le dollar a continué à s'apprécier, dans un contexte de politiques monétaires divergentes et de fléchissement des prix des produits de base.

Ces nouvelles mesures d'assouplissement monétaire, effectives et anticipées, ont créé des conditions sans précédent sur les marchés obligataires, plus inédites encore que celles observées il y a quelques mois. Une part substantielle et croissante de la dette souveraine a affiché des taux de rendement négatifs, et les rendements des emprunts de certaines entreprises très bien notées sont eux aussi devenus négatifs. Les taux d'intérêt exceptionnellement bas et le tassement des primes de risque ont une nouvelle fois incité les investisseurs en quête de rendement à acquérir des actifs plus risqués et, dans la plupart des catégories d'actifs, les prix ont atteint ou frôlé de nouveaux records début mars.

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 : Ayték Malkhozov (aytek.malkhozov@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).

Regain de volatilité et hausse des prix des actifs

Ces derniers mois, les volatilités se sont éloignées des valeurs exceptionnellement faibles enregistrées à la mi-2014 et se sont rapprochées de leurs moyennes historiques à long terme (graphique 1, cadre de gauche). La perception des marchés ayant évolué, principalement sous l'effet de la baisse des prix du pétrole et de la situation en Russie et en Grèce, la volatilité implicite (future) s'est intensifiée dans les principales classes d'actifs. C'est la volatilité des prix des produits de base qui a été la plus marquée, les cours du pétrole ayant connu jusqu'à 9 % de variation certains jours (graphique 1, cadre du milieu). Les marchés boursiers, eux aussi, ont été plus volatils que sur la période septembre–novembre 2014. En outre, la volatilité des taux de change s'est accrue considérablement, en partie du fait des divergences des politiques monétaires, et elle a culminé après la décision de la Banque nationale suisse (BNS) d'abandonner l'arrimage du franc suisse à l'euro (graphique 1, cadre de droite).

Malgré des accès de volatilité plus prononcés, les prix de la plupart des actifs ont atteint ou frôlé de nouveaux records. Après de vives corrections en décembre et début janvier, les cours mondiaux des actions se sont redressés grâce aux politiques monétaires plus accommodantes des économies avancées et émergentes (graphique 2, cadre de gauche). Les rendements des obligations d'État ont poursuivi

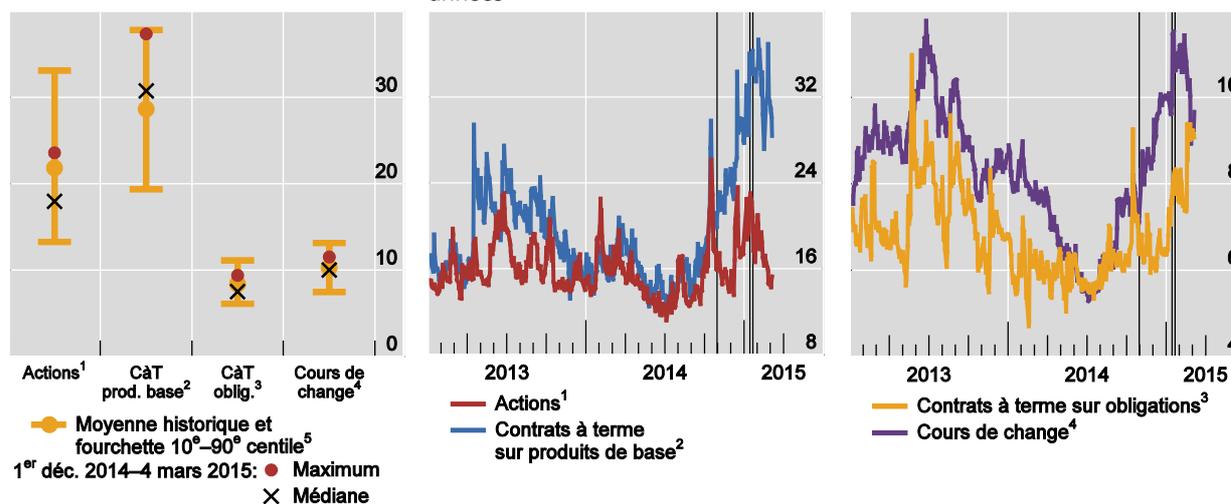
La volatilité est de retour

En points de pourcentage

Graphique 1

Comparaison historique

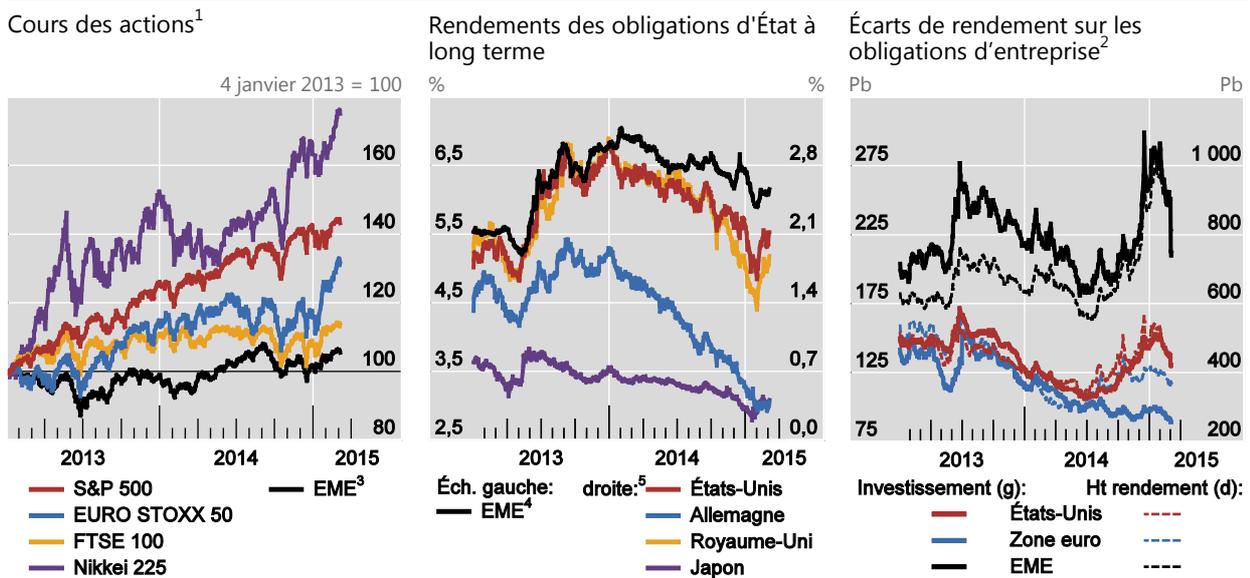
Volatilité sur les deux dernières années



Dans les cadres du milieu et de droite, les lignes verticales matérialisent les événements suivants : i) annonce par la Banque du Japon de l'expansion de son programme d'assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif (31 octobre 2014) ; ii) abandon par la Banque nationale suisse du taux de change plancher de 1,20 CHF pour 1 euro (15 janvier 2015) ; iii) annonce par la BCE de son programme étendu d'achats d'actifs (22 janvier 2015).

¹ 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. ² Moyenne arithmétique de la volatilité implicite dans les options à parité sur les contrats à terme sur le pétrole, l'or et le cuivre. ³ 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 ; moyenne pondérée, sur la base des PIB et PPA. 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 Données à partir de 2001.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI.



¹ Indices boursiers, en monnaie locale. ² Écarts, corrigés des clauses optionnelles, sur un indice de titres de dette non souveraine. ³ Indice boursier MSCI Marchés émergents. ⁴ 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. ⁵ Rendement des obligations d'État à 10 ans.

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

leur repli, souvent jusqu'à de nouveaux points bas (graphique 2, cadre du milieu). Les écarts de rendement sur les obligations d'entreprise ont chuté après avoir atteint un sommet en décembre, aussi bien dans les économies avancées que dans les économies émergentes (graphique 2, cadre de droite). La baisse des prix du pétrole avait élargi les écarts de rendement, pour les entreprises américaines en particulier², mais ces écarts ont commencé à se resserrer avec le redressement des cours du pétrole, à partir de début février.

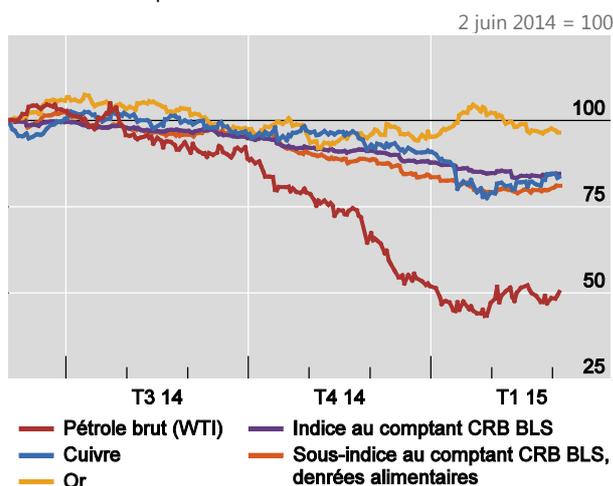
Les marchés des produits de base en pleines turbulences

La volatilité accrue des prix des produits de base s'explique par les fortes fluctuations du prix du pétrole (graphique 3, cadre de gauche). Le cours du Brent est ainsi passé de 71 dollars le baril début décembre à 45 dollars mi-janvier, avant de remonter pour se stabiliser à 60 dollars mi-février. L'augmentation de l'offre et, en particulier, les changements d'objectifs de production des grands pays exportateurs ont joué un rôle majeur. De plus, des facteurs financiers peuvent avoir amplifié et accentué la chute initiale³. Les incertitudes relatives à ces éléments ont induit une dispersion croissante des prévisions relatives aux prix du pétrole (graphique 3, cadre de droite).

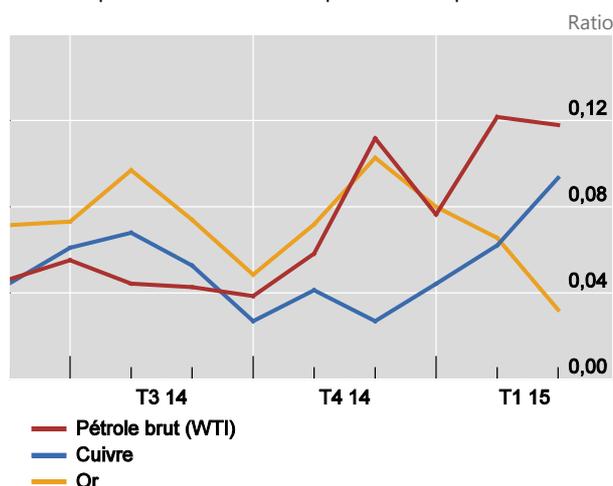
² Voir D. Domanski, H. S. Shin, M. Lombardi et J. Kearns, « Oil and debt », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2015.

³ Voir Domanski *et al*, op. cit.

Cours au comptant



Prix des produits de base : dispersion des prévisions¹



¹ Écart-type transversal des prévisions à six mois des prix des produits de base (enquête Bloomberg), divisé par la moyenne transversale comparable.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; calculs BRI.

Les prix des métaux industriels et des denrées agricoles ont eux aussi diminué, quoique dans une bien moindre mesure que ceux du pétrole, jetant un doute sur l'importance de la demande parmi les facteurs expliquant la chute des cours du pétrole. Le prix du cuivre, qui est souvent un bon indicateur de l'activité à l'échelle mondiale, a perdu 10 % sur la période considérée. Ce recul s'explique en grande partie par des ventes massives, mi-janvier, qui auraient été à l'initiative de fonds spéculatifs chinois, dans un contexte de ralentissement de la croissance en Chine et de perception globalement négative des investisseurs financiers concernant les produits de base.

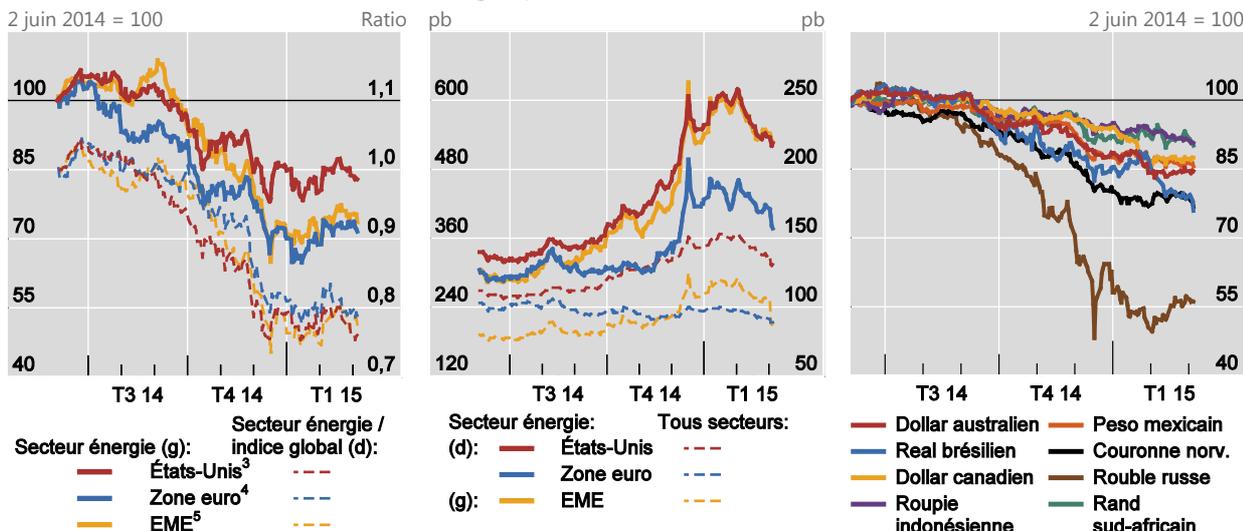
La baisse des prix du pétrole a lourdement pesé sur la rentabilité et les perspectives des entreprises du secteur de l'énergie. En conséquence, les cours des actions de ces entreprises ont brutalement chuté et leurs coûts d'emprunt se sont envolés, avant de se stabiliser, pour les premiers, et de se rapprocher de leurs niveaux antérieurs, pour les seconds, lorsque les cours du pétrole se sont redressés, en février (graphique 4, cadres de gauche et du milieu). Le lourd endettement de ces entreprises pourrait les obliger à maintenir leur production malgré la chute des cours afin de générer la trésorerie nécessaire pour le service de leur dette, ce qui accroîtrait encore la pression baissière sur le prix du pétrole.

Le fléchissement des prix des produits de base a, par ailleurs, pesé sur les taux de change des exportateurs nets de produits de base (graphique 4, cadre de droite). Les banques centrales de Norvège et du Canada ont réagi au risque de ralentissement économique en abaissant leurs taux d'intérêt, accroissant ainsi les pressions baissières sur les cours de change. Début février, la Banque de Réserve d'Australie a abaissé son principal taux directeur de 25 points de base, à 2,25 %, se déclarant préoccupée par la faiblesse de la demande intérieure. Dans ce contexte, la banque centrale du Brésil, pays où les produits de base représentent 36 % du total des exportations de biens, a fait figure d'exception. Elle a en effet relevé son principal taux directeur à trois reprises, de 11,25 % à 12,75 %, citant une inflation supérieure à l'objectif comme principale source de préoccupation.

Actions du secteur de l'énergie

Écarts de rendement sur les obligations d'entreprise du secteur énergétique¹

Taux de change des exportateurs de produits de base²



¹ Écarts, corrigés des clauses optionnelles, sur un indice de titres de dette non souveraine de catégorie investissement. Pour les EME, l'indice du secteur énergétique se compose de titres de catégorie investissement et de titres à haut rendement. Pour les États-Unis et la zone euro (secteur énergétique), les données de mars 2015 sont calculées à partir des composantes de l'indice pour fin février 2015 et de leurs pondérations respectives. ² En dollars par unité de monnaie locale. Une baisse dénote une dépréciation de la monnaie locale. ³ Indice boursier S&P 500. ⁴ Indice boursier MSCI Union économique et monétaire européenne. ⁵ Indice boursier MSCI Marchés émergents.

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

Parmi les grandes économies exportatrices de produits de base, la Russie a été particulièrement touchée par les perturbations sur le marché du pétrole. Le rouble a plongé de 18 % entre début décembre et fin février, sous l'effet combiné de la baisse des prix du pétrole, des sanctions internationales et du fort endettement extérieur des entreprises. La banque centrale russe a porté son principal taux directeur de 10,5 % à 17 %, mi-décembre, pour soutenir sa monnaie, avant de l'abaisser à 15 % fin janvier. Le 16 décembre, la monnaie russe a touché un creux intrajournalier historique à 79 roubles pour 1 dollar, les opérateurs craignant de voir un grand producteur de pétrole convertir en dollars le produit d'une grosse émission d'obligations.

Un dollar plus fort, un euro plus faible

La chute des prix du pétrole a coïncidé avec la poursuite de l'appréciation du dollar. Entre début décembre 2014 et début mars 2015, le dollar s'est apprécié de quelque 6 % sur une base pondérée des échanges commerciaux (graphique 5, cadre de gauche). Il s'est notamment renforcé face à l'euro et aux monnaies d'un grand nombre d'économies émergentes, qu'il s'agisse de pays producteurs ou consommateurs de produits de base (graphique 5, cadre de droite). Entre début juin 2014, lorsque le vif recul des prix des produits de base s'est amorcé, et le 4 mars 2015, le dollar a gagné plus de 12 % en termes effectifs. Par le passé, un dollar fort a souvent accompagné un tassement des prix des produits de base. Cette tendance reflète en partie l'utilisation, à l'échelle mondiale, du dollar comme

monnaie de facturation : son appréciation faisant augmenter les prix en monnaie locale des produits de base, ces prix doivent être abaissés pour que l'offre et la demande s'équilibrent au niveau mondial. D'autres explications mettent en avant des facteurs financiers⁴ et la réduction des flux de capitaux vers les pays producteurs de produits de base.

La vigueur du dollar reflète principalement celle de l'économie américaine. Sur la période allant de décembre 2014 à février 2015, les valeurs moyennes de l'indice des directeurs d'achats (PMI) dans le secteur manufacturier, aux États-Unis, ont été proches de celles du premier semestre de 2014, signalant une consolidation de la forte activité économique (graphique 6, cadre de gauche). Dans le même temps, les perspectives économiques sont restées médiocres dans bon nombre d'autres économies, malgré le recul des prix du pétrole. En janvier, la Banque mondiale et le FMI ont revu à la baisse leurs prévisions relatives à la croissance mondiale ; pour le FMI, il s'agissait de la plus forte révision à la baisse depuis trois ans.

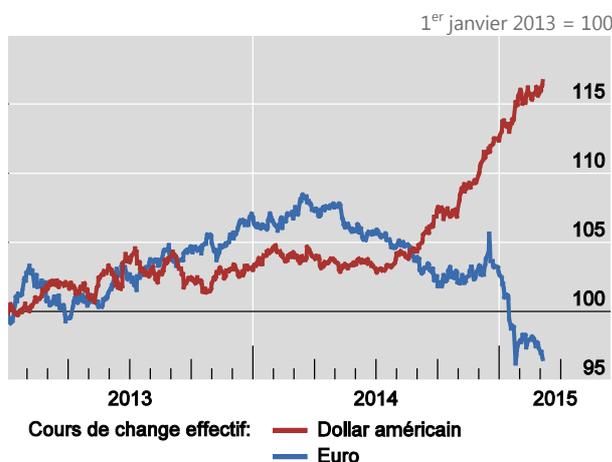
Les disparités des perspectives économiques se sont reflétées dans les orientations de plus en plus divergentes des politiques monétaires, qui se sont répercutées sur les marchés des changes. Au milieu de cette vague de mesures d'assouplissement prises ces derniers mois, la Réserve fédérale a fait exception en maintenant l'orientation de sa politique. Les écarts de taux d'intérêt entre les États-Unis et les autres économies avancées se sont accrus tout au long de la courbe des échéances, soutenant le dollar face aux grandes monnaies (graphique 6, cadre du milieu). Les intervenants de marché ont continué d'anticiper un relèvement du taux cible des fonds fédéraux vers l'été (graphique 6, cadre de droite).

La BCE, à l'inverse, a adopté de nouvelles mesures de stimulation monétaire, faisant ainsi baisser le taux de change de l'euro pondéré des échanges

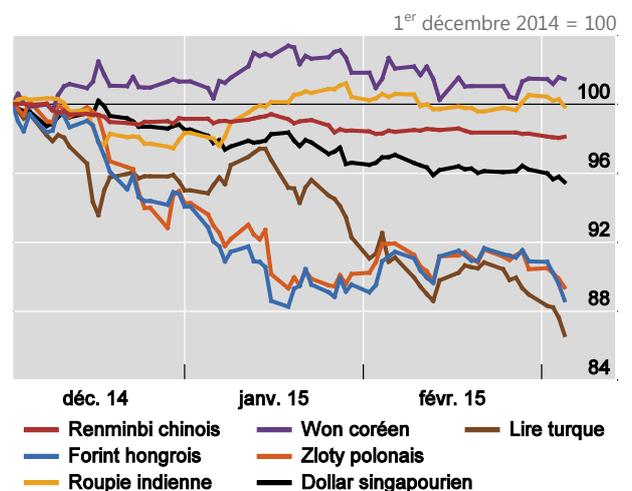
Le dollar continue de s'apprécier

Graphique 5

Le dollar en hausse, l'euro en baisse



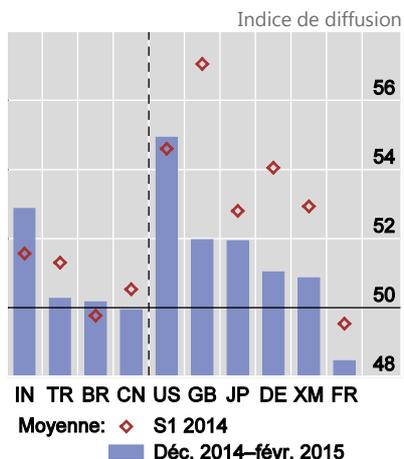
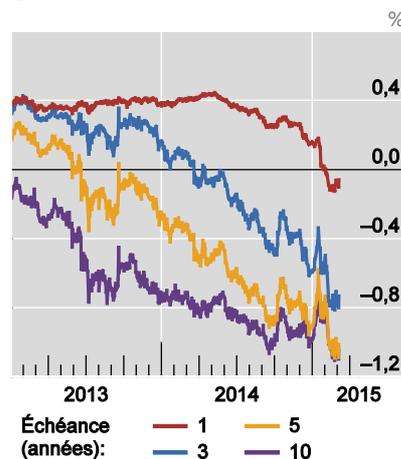
Taux de change des EME consommatrices de produits de base¹



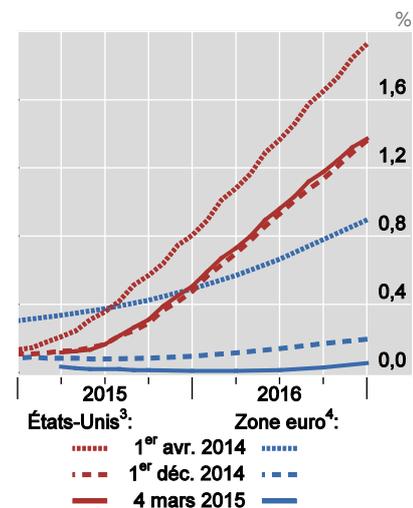
¹ En dollars par unité de monnaie locale. Une baisse dénote une dépréciation de la monnaie locale. ² Indices larges BRI de taux de change effectif nominal. Ces indices sont la moyenne géométrique pondérée d'un panier de cours de change bilatéraux, les pondérations étant calculées sur la base des flux d'échanges de produits manufacturés. Une baisse dénote une dépréciation de la monnaie locale.

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

⁴ Voir Domanski *et al.*, *op. cit.*

Indice PMI, secteur manufacturier¹Différentiels de taux (économies avancées) par rapport aux États-Unis (par échéance)²

Courbes des taux à terme



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) du 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 Calculés à partir de swaps de taux d'intérêt. Moyenne pondérée, calculée à partir des transactions bilatérales sur la période 2008-2010, entre l'Australie, le Canada, la zone euro, le Japon, la Norvège, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse. ³ Contrats à terme sur taux des fonds fédéraux à 30 jours. ⁴ Contrats à terme sur Euribor à 3 mois.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; HSBC ; calculs BRI.

commerciaux, ainsi que les taux à terme (graphique 5, cadre de gauche ; graphique 6, cadre de droite). Le 22 janvier, la BCE a annoncé un programme étendu d'achats d'actifs d'environ 1 100 milliards d'euros. Ce programme englobe les programmes existants d'achats de titres adossés à des actifs et d'obligations sécurisées, auxquels s'ajoutent des achats d'obligations émises par les administrations centrales, les agences et les institutions européennes de la zone euro. Les achats, qui s'élèveront à 60 milliards d'euros par mois, ont démarré le 9 mars et se poursuivront au moins jusqu'à fin septembre 2016, et en tout cas jusqu'à ce que l'inflation IPC soit conforme à l'objectif de la BCE à moyen terme, soit un taux inférieur à, mais proche de, 2 %.

L'ampleur et la durée de ce programme étant supérieures aux anticipations des acteurs du marché, les prix des actifs ont augmenté, même s'ils s'étaient déjà raffermis dans la perspective de la réunion de janvier du Conseil des gouverneurs de la BCE. À la date de l'annonce, les cours des actions dans les principaux pays du cœur et de la périphérie de la zone euro ont gagné entre 1,3 % et 2,4 %, tandis que les rendements des obligations souveraines chutaient (graphique 7, cadres supérieurs). L'euro s'est déprécié d'environ 1,5 % face au dollar et les anticipations d'inflation constatées sur les marchés ont augmenté, ce que montre la hausse des taux des swaps d'inflation cinq ans/cinq ans pour la zone euro (graphique 7, cadre inférieur gauche). Cet indicateur, suivi de près par la BCE comme par les intervenants de marché, est ensuite retombé, avant de remonter à un niveau supérieur sur la période qui a précédé la réunion de mars du Conseil des gouverneurs.

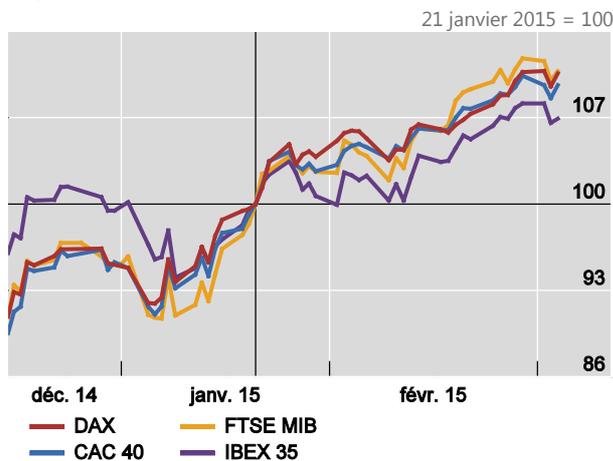
Dans le même temps, les incertitudes entourant les politiques du nouveau gouvernement grec ont pesé sur le sentiment des marchés. Les craintes relatives au déroulement des négociations entre la Grèce et ses créanciers au sujet des modalités du programme d'aide ont provoqué des accès de volatilité et porté les taux de rendement des titres grecs à des niveaux jamais atteints depuis juillet 2013. Toutefois, la contagion a été limitée, les rendements des obligations d'État italiennes, portugaises et espagnoles ayant suivi une trajectoire sensiblement différente (graphique 7, cadre inférieur droit).

La vigueur du dollar et la faiblesse de l'euro ont suscité de nouvelles mesures de détente monétaire partout dans le monde. Les taux de change ancrés sur l'euro sont ceux qui ont subi le plus de pression. La BNS, qui maintenait jusqu'alors un taux de change plancher de 1,20 franc suisse pour 1 euro a introduit, le 18 décembre, un taux d'intérêt négatif (-0,25 %) sur les dépôts à vue supérieurs à un certain montant afin d'atténuer les tensions à la hausse sur sa monnaie. Celles-ci

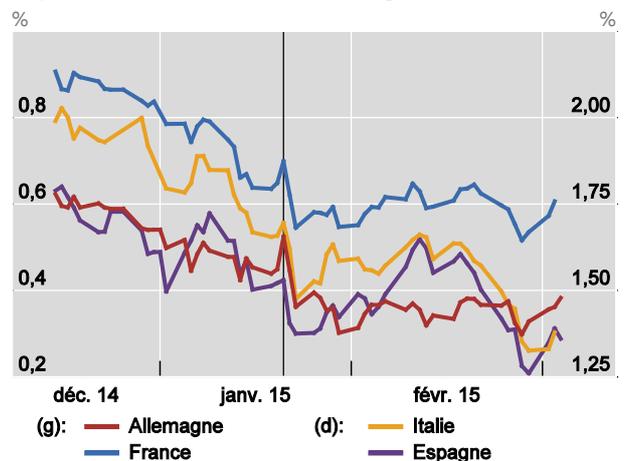
Annonce par la BCE d'un programme étendu d'achats d'actifs

Graphique 7

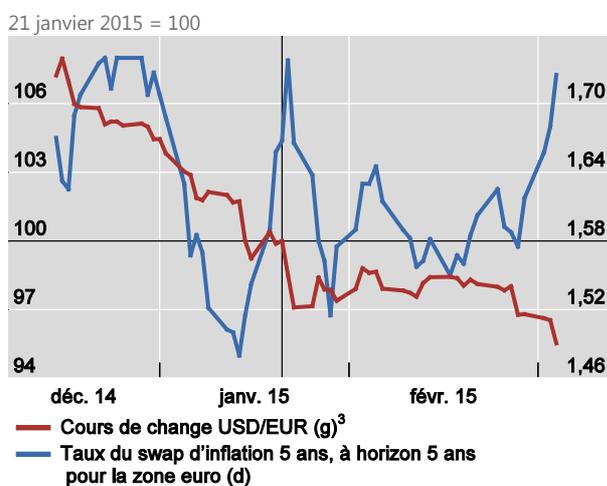
Impact sur les cours des actions¹



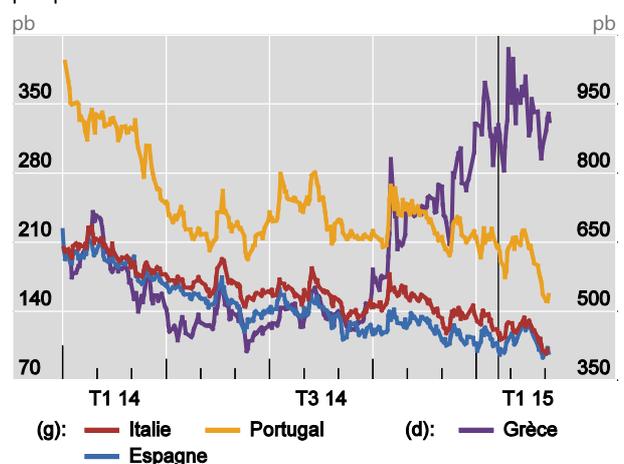
Impact sur les rendements des obligations d'État 10 ans



Impact sur les taux de change et les anticipations d'inflation



Écart de rendement sur les obligations des États de la périphérie de la zone euro²



Ligne verticale : 21 janvier 2015, veille de l'annonce par la BCE d'un programme étendu d'achats d'actifs.

¹ Indices boursiers, en monnaie locale. ² Écart entre les rendements des obligations d'État à dix ans et les rendements d'obligations allemandes comparables. ³ Dollars pour 1 euro. Une baisse indique une dépréciation de l'euro.

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

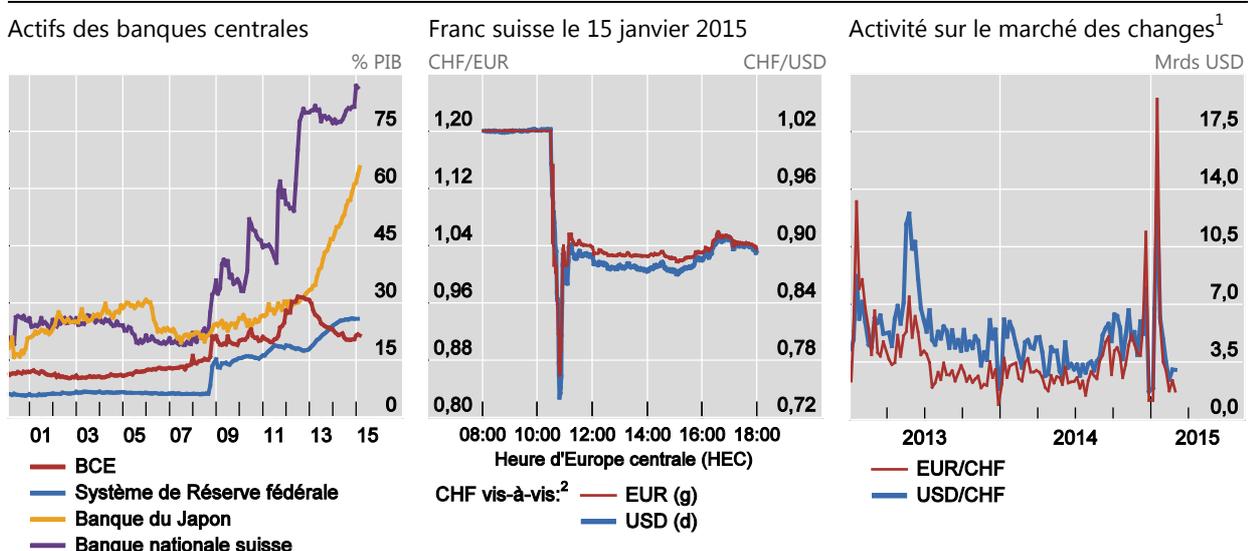
faisaient suite à un accroissement de l'aversion pour le risque et à des pics de volatilité sur les marchés financiers mondiaux, qui avaient accru la demande d'actifs sûrs. La défense du cours plancher avait entraîné une forte augmentation de l'actif total de la BNS, à 87 % du PIB en décembre (graphique 8, cadre de gauche). Le 15 janvier, une semaine avant que la BCE n'annonce son programme étendu d'achats d'actifs, la BNS a abandonné son cours plancher, justifiant essentiellement sa décision par les divergences entre les politiques monétaires des principales zones monétaires et l'appréciation du dollar. De plus, la BNS a abaissé une nouvelle fois son taux de rémunération des dépôts, à -0,75 %.

Les marchés financiers ont vivement réagi à l'abandon du cours plancher. Le principal indice boursier suisse a perdu près de 9 % ce jour-là, et les rendements des obligations d'État suisses à long terme sont devenus négatifs. Immédiatement après l'annonce, le franc suisse a plongé à un niveau jamais atteint face à l'euro, avant de revenir à des niveaux plus stables dans le courant de la journée (graphique 8, cadre du milieu). Les volumes d'opérations sur les marchés au comptant euro/franc suisse et dollar/franc suisse ont fortement progressé, atteignant respectivement leurs niveaux de mai 2010 et août 2011 (graphique 8, cadre de droite). Après l'annonce de la BNS, le forint hongrois et le zloty polonais se sont considérablement affaiblis, en raison de craintes quant aux répercussions d'un franc suisse plus fort sur les économies hongroise et polonaise (graphique 5, cadre de droite).

Les tensions sur la couronne danoise suscitées par le fléchissement de l'euro ont commencé à s'intensifier. La Banque nationale du Danemark a abaissé ses taux d'intérêt sur les certificats de dépôt à quatre reprises en seulement trois semaines, jusqu'à -0,75 % le 5 février, afin de défendre l'arrimage de la monnaie danoise à l'euro. La banque centrale a cédé 106,3 milliards de couronnes (16 milliards de dollars) lors d'interventions de soutien à sa monnaie en janvier, suivies par un record mensuel de 168,7 milliards de couronnes (26 milliards de dollars), soit environ 9 % du PIB, en février, selon les données publiées sur son site web.

La BNS abandonne le cours plancher

Graphique 8



¹ Opérations de change au comptant (EBS), volume journalier moyen. ² Une baisse indique une appréciation du franc suisse.

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

Tour d'horizon des principales mesures d'assouplissement prises par les banques centrales¹

Tableau 1

	Date de décision	Baisse du taux directeur (pb)	Nouveau taux directeur (%)	Programme d'achats d'actifs	Autres mesures
Banque centrale d'Islande	10 déc 2014	50	5,25		
Banque centrale de Norvège	11 déc 2014	25	1,25		
Banque nationale suisse	18 déc 2014	25	-0,25		
Banque centrale de Réserve du Pérou	15 jan 2015	25	3,25		
Banque de Réserve de l'Inde	15 jan 2015	25	7,75		
Banque nationale suisse	15 jan 2015	50	-0,75		Abandon du cours plancher
Banque nationale du Danemark	19 jan 2015	15	-0,20		
Banque centrale de la République de Turquie	20 jan 2015	50	7,75		
Banque du Canada	21 jan 2015	25	0,75		
Banque nationale du Danemark	22 jan 2015	15	-0,35		
Banque centrale européenne	22 jan 2015			≥1 100 mrds d'euros	Suppression de l'écart de 10 pb pour les TLTRO
Banque centrale de Réserve du Pérou	28 jan 2015				Réduction du coefficient de réserves obligatoires en monnaie locale de 50 pb, à 8,5 %
Autorité monétaire de Singapour	28 jan 2015				Réduction du rythme d'appréciation du taux de change pondéré des échanges commerciaux du SGD
Banque nationale du Danemark	29 jan 2015	15	-0,50		
Banque de Réserve d'Australie	3 fév 2015	25	2,25		
Banque nationale de Roumanie	4 fév 2015	25	2,25		
Banque populaire de Chine	4 fév 2015				Réduction du coefficient de réserves obligatoires de 50 pb
Banque nationale du Danemark	5 fév 2015	25	-0,75		
Banque de Suède	12 fév 2015	10	-0,10	≥SEK 10 mrds	
Banque d'Indonésie	17 fév 2015	25	7,5		
Banque d'Israël	23 fév 2015	15	0,1		
Banque centrale de la République de Turquie	24 fév 2015	25	7,5		
Banque centrale de Réserve du Pérou	26 fév 2015				Réduction du coefficient de réserves obligatoires en monnaie locale de 50 pb, à 8,0 %
Banque populaire de Chine	28 fév 2015	25	5,35		
Banque nationale de Pologne	4 mar 2015	50	1,50		
Banque de Réserve de l'Inde	4 mar 2015	25	7,50		

¹ Banques centrales membres de la BRI seulement.

Sources : Bloomberg ; données nationales.

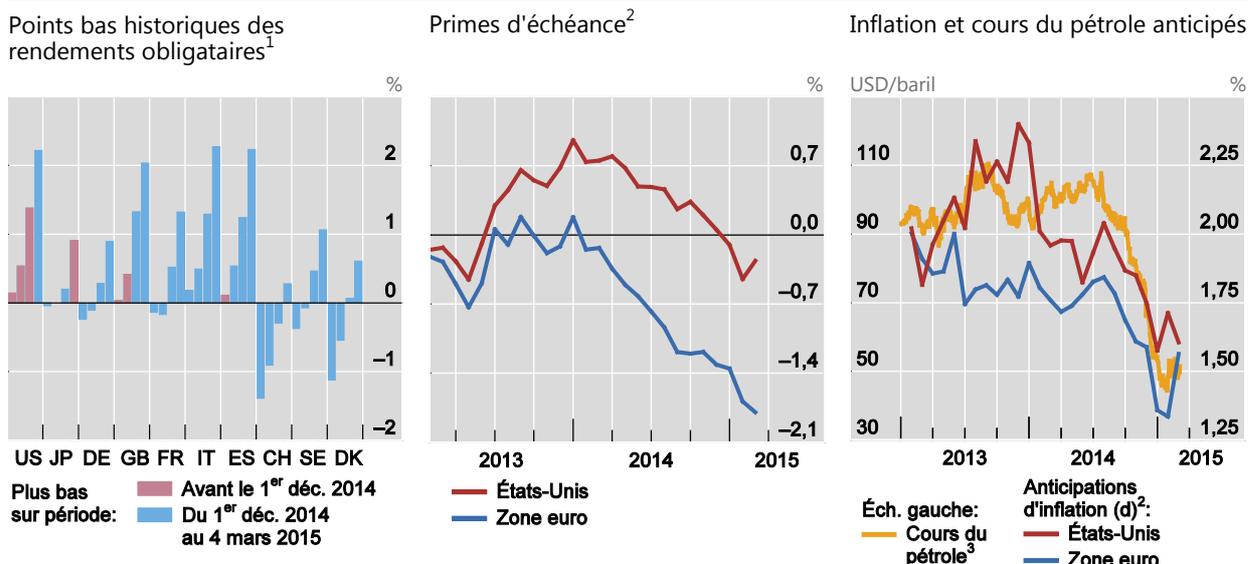
Ces banques centrales n'ont pas été les seules à prendre des mesures d'assouplissement : près d'une vingtaine de banques centrales ont assoupli leur politique monétaire au cours des trois derniers mois, face aux pressions désinflationnistes liées à la chute des prix du pétrole et au regain de tensions sur les marchés des changes (tableau 1). Ainsi, les taux directeurs de quatre banques centrales – la BCE et les banques centrales du Danemark, de la Suède et de la Suisse – étaient négatifs début mars. Les décisions de ces banques centrales ont souvent surpris les marchés financiers, favorisant la prise de risque et la quête du rendement qui ont poussé à la hausse la valorisation des actifs à risque. Le 12 février, la Banque de Suède a abaissé le taux des prises en pension de 10 points de base, à -0,1 %, et a par ailleurs annoncé le lancement d'un programme d'achats d'obligations d'État d'un total de 10 milliards de couronnes. La Banque de Suède a en effet estimé qu'une politique monétaire plus expansionniste était nécessaire pour que les anticipations d'inflation à long terme soient compatibles avec l'objectif de sa politique.

Les pressions désinflationnistes ont incité plusieurs banques centrales à assouplir leur politique. Considérant que l'inflation IPC pouvait tomber sous l'objectif fixé pour 2016, la Banque de Réserve de l'Inde a surpris les marchés le 15 janvier en abaissant son principal taux directeur de 25 points de base, à 7,75 %, sa première baisse en 20 mois. Elle a de nouveau créé la surprise le 4 mars, lorsqu'elle a inopinément, entre deux réunions, abaissé ses taux de 25 points de base supplémentaires. L'Autorité monétaire de Singapour a subitement assoupli sa politique le 28 janvier. Celle-ci applique au dollar de Singapour un régime de flottement administré, dans le cadre duquel le taux de change pondéré des échanges commerciaux est autorisé à évoluer dans les limites d'une marge de fluctuation. La banque centrale de Singapour a annoncé qu'elle continuerait à laisser cette marge évoluer dans le sens d'une appréciation modeste et progressive de sa monnaie, tout en freinant le rythme de cette appréciation afin de modérer les pressions désinflationnistes. Le dollar de Singapour s'est déprécié d'environ 1 % face au dollar des États-Unis le jour de cette annonce, chutant à son plus bas niveau depuis mai 2010 (graphique 5, cadre de droite).

Le 4 février, alors que rien ne le laissait prévoir, la Banque populaire de Chine (PBC) a annoncé la réduction de 50 points de base du coefficient de réserves obligatoires s'appliquant à un grand nombre de banques – il s'agit de la première réduction à l'échelle du secteur depuis mai 2012. Puis, le 28 février, la PBC a abaissé ses taux directeurs de référence, alors qu'une baisse avait déjà eu lieu en novembre 2014. Les taux de référence pour les dépôts et les prêts à un an ont ainsi perdu 25 points de base, passant à 2,5 % et 5,35 %, respectivement. Les autres taux de référence pour les dépôts et les prêts ont été réduits en conséquence. La PBC a par ailleurs annoncé des mesures destinées à libéraliser davantage les taux servis sur les dépôts, ce qui représente une nouvelle étape vers l'élimination totale de l'encadrement des taux d'intérêt.

Les taux d'intérêt baissent encore

Les politiques monétaires extrêmement accommodantes ont eu des répercussions sur les marchés obligataires, qui affichent des conditions sans précédent. Les obligations d'État, sur un grand nombre de marchés, ont enregistré des rendements historiquement bas et souvent négatifs (graphique 9, cadre de gauche). Sur toute la courbe des échéances, qui va de 2 à 30 ans, les taux d'intérêt ont atteint des creux



CH = Suisse ; DE = Allemagne ; DK = Danemark ; ES = Espagne ; FR = France ; GB = Royaume-Uni ; IT = Italie ; JP = Japon ; SE = Suède ; US = États-Unis.

¹ Obtenus à partir des points bas intrajournaliers des rendements des obligations d'État. Les horizons temporels des données disponibles varient selon les pays et les échéances, mais les séries remontent au moins à 1997, à l'exception des rendements à 2 ans pour les États-Unis (depuis 1998) et des rendements à 30 ans pour l'Espagne (depuis 1998), le Japon et la Suisse (depuis 1999) et la Suède (depuis 2009). Pour chaque pays, la première barre représente le rendement à 2 ans, la deuxième, à 5 ans, la troisième, à 10 ans et la quatrième, à 30 ans. ² Décomposition du rendement nominal à 10 ans, fondée sur un modèle associant données macroéconomiques et structures des échéances ; pour la zone euro : obligations d'État françaises. Voir P. Hördahl et O. Tristani, « Inflation risk premia in the euro area and the United States », *International Journal of Central Banking*, septembre 2014. ³ Cours au comptant du WTI.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; calculs BRI.

historiques dans plusieurs pays européens. Le recul a été marqué surtout pour les échéances les plus longues, les rendements intrajournaliers des obligations allemandes, danoises et françaises à 30 ans ayant baissé de quelque 60 points de base, tandis que ceux de l'Espagne et de l'Italie ont diminué de 90 et 100 points de base, respectivement. Le rendement des obligations du Trésor américain à 30 ans ont atteint le niveau historiquement bas de 2,2 % fin janvier. Pour les échéances inférieures ou égales à cinq ans, les rendements de nombreux titres souverains sont devenus négatifs, de même que ceux des obligations suisses pour les échéances allant jusqu'à dix ans. En ce qui concerne le Danemark, la Suède et la Suisse, les rendements sont tombés encore plus bas lorsque les taux directeurs des banques centrales ont franchi la limite des taux nuls. Pour certains titres souverains, même les rendements à l'émission sont passés en territoire négatif. Fin février, à l'échelle mondiale, quelque 2 400 milliards de dollars de titres de dette souveraine à long terme s'échangeaient à des taux négatifs, dont plus de 1 900 milliards de dollars ont été émis par des États de la zone euro.

D'après les estimations, la forte baisse des rendements à long terme aux États-Unis et dans la zone euro s'explique principalement par la compression des primes d'échéance et, dans une moindre mesure, par le repli des anticipations d'inflation (graphique 9, cadres du milieu et de droite). Les estimations de la prime d'échéance, c'est-à-dire la rémunération de la prise de risque associée à la détention d'obligations longues exposées à de futures fluctuations des taux nominaux, ont poursuivi leur trajectoire en territoire négatif. Cette baisse des primes d'échéance peut s'expliquer par l'attrait des titres de longue durée dans un contexte

marqué par le programme étendu d'achats d'actifs de la BCE et les effets d'ajustement de portefeuille au niveau international. Dans le même temps, le repli des anticipations d'inflation aux États-Unis comme dans la zone euro a coïncidé avec la chute des cours du pétrole (graphique 9, cadre de droite).

L'annonce par la BCE du lancement, dès mars 2015, de la totalité de son programme d'assouplissement quantitatif a eu des répercussions bien au-delà des marchés immédiatement concernés. Les taux d'intérêt historiquement bas et le tassement des primes de risque ont incité les investisseurs en quête de rendement à acquérir des actifs plus risqués. Les fonds d'actions européens ont enregistré des entrées cumulées de près de 19 milliards de dollars au cours des quatre semaines qui ont suivi cette annonce, ce qui représente le montant le plus élevé jamais enregistré pour une période similaire (graphique 10, cadre de gauche). L'appétit pour les titres de dette d'entreprise mieux rémunérés a fortement progressé lui aussi, comme le montrent les entrées dans les fonds d'obligations d'entreprises européennes à haut rendement, qui sont les plus fortes jamais enregistrées sur un an. Les conditions sur les marchés de la dette des entreprises ont suivi celles des marchés de la dette des États, lorsqu'une obligation Nestlé à 4 ans libellée en euros a commencé à afficher un rendement négatif, le 3 février.

La baisse simultanée des rendements aux États-Unis et dans la zone euro, malgré des politiques monétaires divergentes, signale peut-être un délaissement des marchés obligataires européens au profit de ceux des États-Unis. Ainsi, dans un contexte marqué par la hausse du dollar et le creusement des écarts de rendement entre obligations souveraines allemandes et américaines, les entrées de capitaux

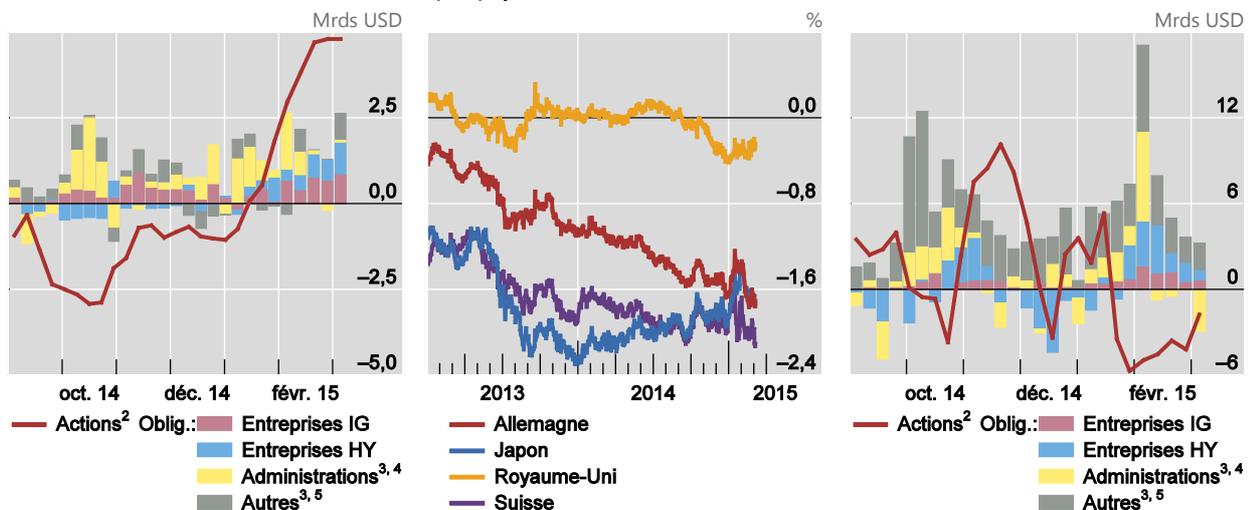
L'investissement dans les fonds s'ajuste aux divergences des politiques monétaires

Graphique 10

Flux vers l'Europe occidentale

Différentiels de taux (économies avancées) par rapport aux États-Unis (par pays)¹

Flux vers les États-Unis



IG = catégorie Investissement ; HY = haut rendement

¹ Écart de rendement entre obligations d'État 10 ans et obligations américaines équivalentes. ² Moyenne mobile sur 4 semaines. ³ Somme des catégories de fonds obligataires citées. ⁴ États et collectivités locales. ⁵ Fonds obligataires mixtes, fonds investis dans des prêts bancaires, fonds indexés sur l'inflation, fonds de titres adossés à des prêts hypothécaires et fonds à rendement global.

Sources : Bloomberg ; EPFR ; calculs BRI.

dans les fonds investis en obligations du Trésor américain enregistrées pendant la semaine suivant l'annonce par la BCE de son programme étendu d'achats d'actifs ont atteint leur point le plus haut depuis fin janvier 2014 (graphique 10, cadres du milieu et de droite). Au total, les fonds obligataires domiciliés aux États-Unis ont enregistré des entrées de capitaux sans précédent, soit quelque 40 milliards de dollars, sur la période de quatre semaines qui a suivi l'annonce de la BCE. Ce chiffre représente environ trois fois le volume moyen d'entrées sur quatre semaines dans ces fonds en 2014. Ce volume important comprend 15 milliards de dollars d'investissements dans des fonds d'obligations d'entreprises, conséquence de l'élargissement des écarts de rendement entre les titres américains et ceux de la zone euro.

Les flux vers les fonds des économies émergentes ont été plus modérés, dans un contexte de craintes relatives aux perspectives de croissance du Brésil, de la Chine et de la Russie. Dans le même temps, cela peut aussi s'expliquer par l'attrait des actifs américains pour les investisseurs internationaux en quête de rendement. Toutefois, les moyennes relatives aux EME masquent d'importantes différences d'une région à l'autre. Tandis que les fonds d'actions d'Europe émergente et d'Amérique latine enregistraient des sorties nettes depuis début février, les fonds d'actions d'Asie ont attiré un volume élevé d'entrées.