

Un calme précaire fait place à des turbulences sur les marchés financiers

Le relèvement des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine en décembre n'a guère troublé le calme précaire qui régnait sur les marchés financiers fin 2015. En revanche, la nouvelle année affiche un début mouvementé, avec l'une des pires vagues de dégagements depuis la crise financière de 2008.

Les marchés se sont d'abord alarmés du ralentissement de la croissance en Chine et, plus généralement, des vulnérabilités des économies de marché émergentes (EME). Le regain de nervosité quant à la croissance mondiale a fait plonger les prix du pétrole et les cours de change des EME, et provoqué une fuite vers la qualité au profit des principaux marchés obligataires. Les turbulences ont gagné les économies développées, tandis que l'aplatissement des courbes de rendement et l'élargissement des écarts de rendement incitaient les investisseurs à envisager des scénarios de récession.

Dans une deuxième phase, la détérioration de la situation mondiale et les mesures prises par les banques centrales ont porté les marchés à croire que les taux d'intérêt allaient continuer à baisser et ont suscité des doutes quant à la rentabilité des banques. Fin janvier, la Banque du Japon a surpris les marchés avec l'adoption de taux d'intérêt négatifs, après que la Banque centrale européenne (BCE) eut annoncé une éventuelle réorientation de sa politique monétaire et que la Réserve fédérale américaine eut publié des recommandations en matière de tests de résistance qui incluaient un scénario de taux d'intérêt négatifs. À la suite de la publication par les banques de résultats décevants, les actions du secteur se sont inscrites largement en retrait par rapport à l'ensemble du marché, en particulier au Japon et en zone euro. Les écarts de rendement se sont élargis au point que les marchés ont redouté une annulation inédite des paiements de coupon sur les obligations convertibles sous condition (CoCo) par les plus grandes banques.

Ces turbulences sont notamment attribuables aux craintes grandissantes des acteurs du marché quant à la raréfaction des possibilités de relance alors que les perspectives de croissance sont de moins en moins encourageantes. Compte tenu de la marge de manœuvre budgétaire restreinte et du report des réformes structurelles, les politiques des banques centrales semblent avoir atteint leurs limites.

Relèvement des taux américains

Le 16 décembre dernier, la Réserve fédérale américaine a revu à la hausse la fourchette des taux des fonds fédéraux, après huit ans d'assouplissement quantitatif dans les grandes zones monétaires. Même après le relèvement de taux, la politique monétaire américaine reste très accommodante : la hausse a été minimale (25 points de base) et le stock d'actifs acquis au fil des années dans le cadre du programme d'achat à grande échelle n'a pas changé. En termes réels, le taux directeur américain est négatif depuis 2008 (graphique 1, cadre de gauche). Le FOMC (Comité de politique monétaire) a indiqué que, compte tenu du faible taux d'inflation (inférieur à l'objectif de 2 %) et de l'incertitude générale quant à la situation économique, la hausse du taux des fonds fédéraux ne serait probablement que très progressive. Néanmoins, la décision de la banque centrale américaine a marqué un tournant, en cette ère de politique monétaire extrêmement accommodante.

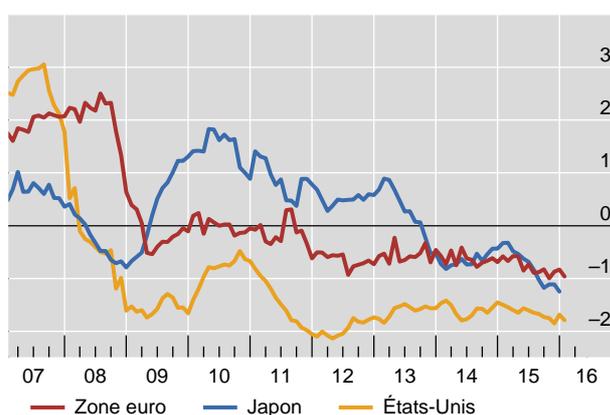
Lorsque le premier relèvement est enfin intervenu, les marchés ont à peine réagi. Le début du cycle de resserrement était attendu depuis longtemps : dès mai 2013, lorsque les rumeurs de réduction progressive du programme d'achat d'actifs avaient fait vaciller les marchés financiers du monde entier. Dans les jours qui ont précédé le 16 décembre 2015, les contrats à terme laissaient prévoir une probabilité de hausse en décembre de près de 80 %, reflétant la confiance dans les perspectives de l'économie américaine (ligne rouge dans le cadre de droite du graphique 1)¹. Hormis la volatilité temporaire observée aux alentours de la date de l'annonce, la courbe des

Relèvement des taux et rythme de normalisation attendu

En %

Graphique 1

Taux directeurs réels¹



Probabilité d'un relèvement des taux par la Réserve fédérale²



Cadre de droite : les lignes verticales correspondent au 16 décembre 2015 (réunion du FOMC) et au 4 janvier 2016 (publication de l'indice Caixin des directeurs d'achat - PMI - du secteur manufacturier de la Chine).

¹ Taux directeur nominal, déduction faite de la hausse des prix à la consommation, hors alimentation et énergie. Japon : inflation sous-jacente hors alimentation et énergie, corrigée de la hausse de la taxe sur la consommation. ² Bloomberg : probabilités implicites dans les contrats à terme sur les taux des fonds fédéraux.

Sources : Banque du Japon ; Bloomberg ; et données nationales.

¹ « Calme précaire sur les marchés dans l'attente d'un relèvement des taux », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2015.

rendements n'a pratiquement pas bougé. Les marchés d'actions sont restés indécis après la résorption d'une des sources d'incertitude. Toutefois, d'autres facteurs sont vite apparus et ont fini par occuper le devant de la scène.

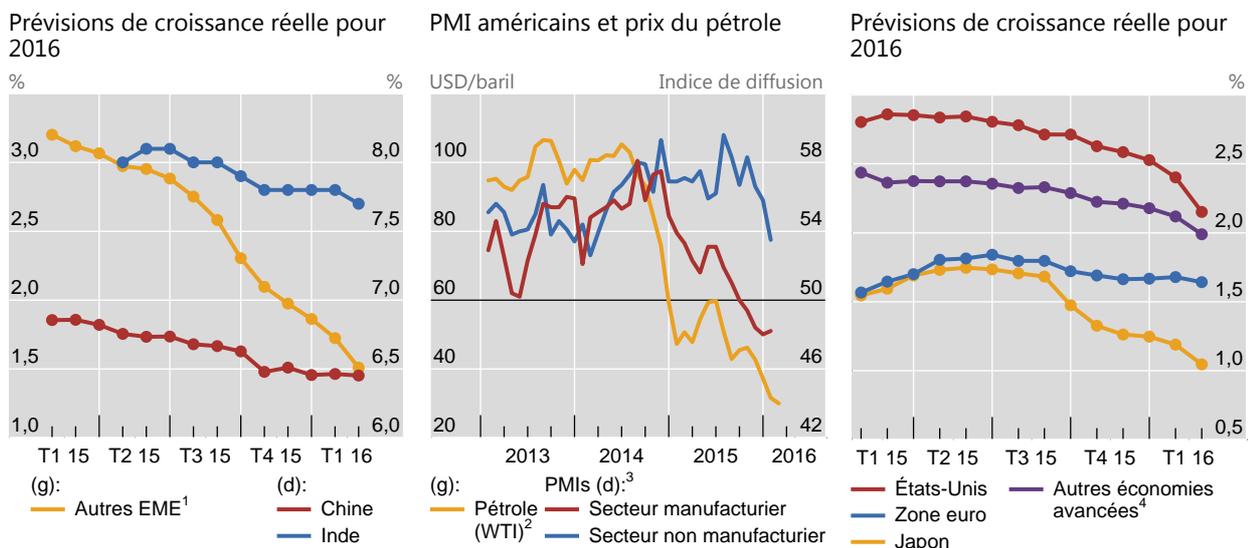
Les turbulences se propagent des EME aux économies avancées

À partir du début de l'année, la dégradation des perspectives de croissance mondiale a déstabilisé les marchés financiers.

Les turbulences ont d'abord trouvé leur origine dans les préoccupations relatives à la croissance globale des EME, et plus particulièrement de la Chine. Les statistiques chinoises ont fait état d'un ralentissement de la croissance à 6,9 % en 2015, soit le taux officiel le plus bas depuis 1990. Les prévisions consensuelles pour 2016 avaient continuellement reculé au cours des douze mois précédents (graphique 2, cadre de gauche). Depuis longtemps déjà, l'atonie du secteur manufacturier était compensée par la vigueur du secteur des services mais, en décembre, l'indice PMI des services était à son plus bas niveau depuis 17 mois. Les inquiétudes suscitées par un ralentissement des industries manufacturières chinoises se sont propagées à d'autres EME, dont les prévisions de croissance pour 2016 s'étaient fortement tassées au second semestre 2015 (graphique 2, cadre de gauche). Les craintes à propos du secteur manufacturier ne concernaient pas que l'Asie : la vigueur du dollar et les faibles prix du pétrole ont assombri les perspectives du secteur manufacturier

Les perspectives mondiales s'assombrissent

Graphique 2



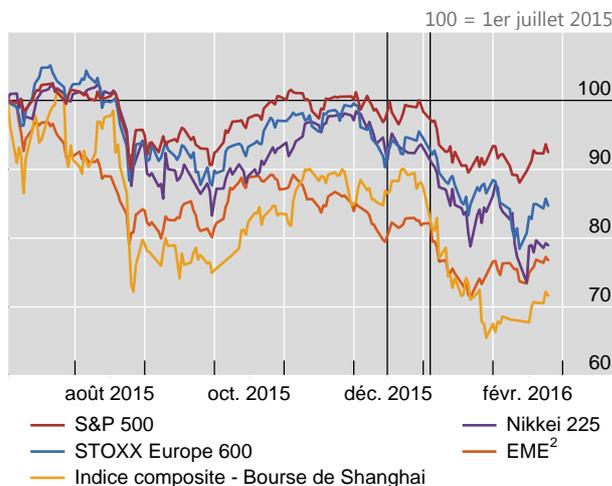
¹ Moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA des pays suivants : Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Singapour, République tchèque, Taïwan, Thaïlande et Turquie. Chiffres agrégés sur la base des PIB et PPA. ² Moyenne arithmétique des données journalières pour chaque mois. ³ Indices des directeurs d'achats (PMI) : Institute for Supply Management. Une valeur supérieure (inférieure) à 50 indique une expansion (contraction) par rapport au mois précédent, et une valeur de 50 représente l'équilibre entre les directeurs déclarant une progression et ceux indiquant une baisse de leur activité. ⁴ Moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA des pays suivants : Australie, Canada, Danemark, Norvège, Royaume-Uni, Suède et Suisse.

Sources : Bloomberg ; et Consensus Economics.

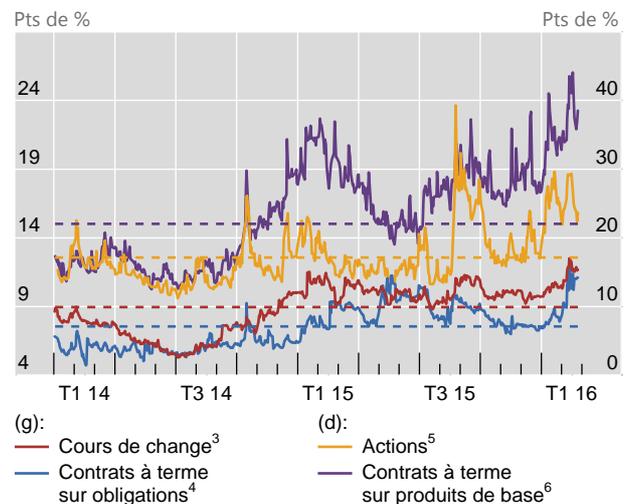
Les préoccupations concernant les EME déclenchent des turbulences sur les marchés

Graphique 3

Cours des actions



Volatilité implicite¹



Cadre de gauche : les lignes verticales correspondent au 16 décembre 2015 (réunion du FOMC) et au 4 janvier 2016 (publication de l'indice PMI Caixin du secteur manufacturier de la Chine).

¹ Les lignes horizontales discontinues représentent les moyennes arithmétiques de la période 2012–2015 pour chaque série de volatilité implicite. ² Indice MSCI Marchés émergents en dollars. ³ 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). ⁴ 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. ⁵ Volatilité implicite des indices S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 et Nikkei 225 ; moyenne pondérée sur la base de la capitalisation boursière. ⁶ Moyenne arithmétique de la volatilité implicite dans les options à parité sur les contrats à terme sur le pétrole, l'or et le cuivre.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; et calculs BRI.

américain, qui a fléchi par rapport au secteur non manufacturier (graphique 2, cadre du milieu). De fait, les perspectives de croissance de toutes les grandes régions économiques ont continué de se détériorer (graphique 2, cadre de droite).

Dans ce contexte, les nouvelles décevantes en provenance de Chine ont engendré des turbulences dès le premier jour d'ouverture des marchés en 2016. Lorsqu'un indice manufacturier très suivi a montré que la faiblesse sectorielle allait perdurer, une vague de liquidation a balayé les marchés d'actions des économies avancées et émergentes (graphique 3, cadre de gauche). Le Shanghai Composite Index a plongé de plus de 15 % au cours des deux premières semaines de l'année, tandis que les marchés d'actions des principales économies avancées ont reculé de près de 10 %. Pendant la seule première semaine, le négoce sur titres a été suspendu deux fois en Chine par de nouveaux mécanismes qui se déclenchent lorsque les pertes franchissent un certain seuil, ce qui n'a fait qu'aggraver les tensions sur les marchés. La volatilité implicite a atteint des sommets comparables à ceux observés en août 2015, bien supérieurs aux niveaux modérés des trois années précédentes (graphique 3, cadre de droite). Toutefois, contrairement à ce bref épisode, la tourmente de début 2016 a duré plusieurs semaines.

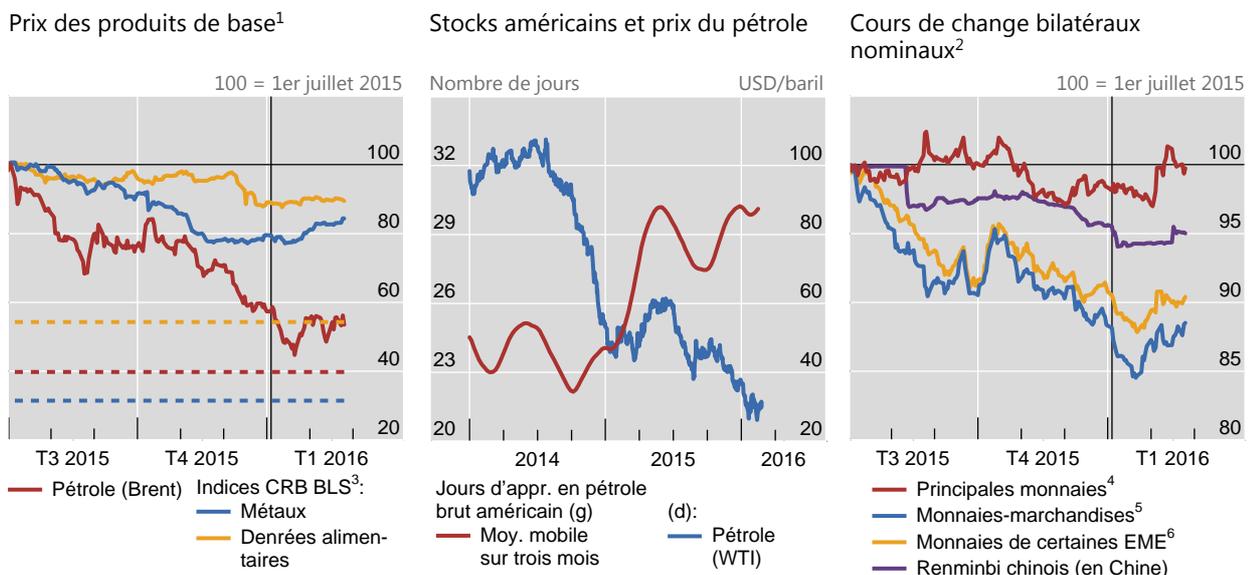
Les inquiétudes croissantes suscitées par les perspectives économiques mondiales ont entraîné de nouvelles pertes sur les marchés des produits de base. Outre l'offre excédentaire qui se dessinait depuis 18 mois, la possibilité d'un fléchissement de la demande a frappé de plein fouet les marchés du pétrole brut. Les prix du pétrole ont poursuivi leur descente du second semestre 2015 pour se

retrouver sous la barre des 30 USD le baril pendant plusieurs jours avant de rebondir légèrement au-dessus (graphique 4, cadre de gauche). Le Brent s'est stabilisé à 70 % au-dessous du prix nominal moyen observé entre la mi-2010 et la mi-2014, lorsqu'a été atteint le pic du long boom des produits de base, qui a duré plus de 10 ans. En réalité, les prix actuels du pétrole ont à peine dépassé les prix nominaux moyens des cinq années antérieures à 2002, quand a commencé l'envolée des prix des produits de base. Les métaux de base et les denrées alimentaires se sont montrés plus résilients, notamment parce que leurs indices respectifs s'étaient déjà effondrés avant la récente période de turbulences. Leurs prix nominaux sont restés bien au-dessus des niveaux atteints avant le pic.

Dans le cas du marché du pétrole, l'endettement considérable des producteurs (en particulier, les compagnies américaines exploitant le pétrole ou le gaz de schiste) a peut-être amplifié la baisse des prix². Cette baisse réduit la trésorerie disponible sur la production actuelle et accroît le risque d'illiquidité, voire de défaut de remboursement de la dette. Il se peut que les compagnies soumises à de telles contraintes aient maintenu, voire augmenté, leur production afin de préserver leurs liquidités et de réduire leur endettement, ce qui a contribué à la poursuite de la baisse des prix. Ces mouvements ont peut-être pesé sur le marché américain, où la forte chute des prix du pétrole est allée de pair avec une progression continue des stocks de pétrole (graphique 4, cadre du milieu).

La chute des prix du pétrole se propage aux taux de change

Graphique 4



Cadres de gauche et de droite : la ligne verticale correspond au 4 janvier 2016 (publication de l'indice PMI Caixin du secteur manufacturier de la Chine).

¹ Les lignes horizontales discontinues représentent la moyenne arithmétique de la période 1998-2002 pour chaque indice de produit de base. ² Une baisse dénote une dépréciation de la monnaie locale par rapport au dollar. Moyenne arithmétique des monnaies indiquées (hormis le renminbi). ³ Commodity Research Bureau – Bureau of Labor Statistics. ⁴ Livre sterling, euro et yen. ⁵ Dollar australien, dollar canadien, peso chilien, couronne norvégienne et rouble russe. ⁶ Real brésilien, peso colombien, couronne tchèque, forint hongrois, rupiah indonésienne, roupie indienne, won coréen, peso mexicain, ringgit malais, zloty polonais, livre turque et rand sud-africain.

Sources : US Energy Information Administration ; Bloomberg ; Datastream ; et données nationales.

² D. Domanski, J. Kearns, M. Lombardi et H. S. Shin, « Oil and debt », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2015 ; et S. Dale, « New economics of oil », présentation à la conférence annuelle de la Society of Business Economists, Londres, 13 octobre 2015.

Les turbulences des marchés perturbent les marchés du crédit

Primes, en points de base

Graphique 5



¹ Écarts, corrigés des clauses optionnelles, par rapport aux titres du Trésor américain. ² JPMorgan EMBI Global Index, écarts de rendement (hors garanties). ³ Indice CDX.EM des marchés émergents (moyenne de la prime CDS à 5 ans, dernière émission).

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; et JPMorgan Chase.

Avec la vague mondiale de liquidation des actifs à risque, la fuite générale vers la qualité a contribué à renforcer le dollar. Les monnaies des EME et des exportateurs de produits de base ont atteint de nouveaux points bas avant de rencontrer une résistance, mi-janvier, à des niveaux inférieurs d'environ 3 % à ceux de fin d'année (graphique 4, cadre de droite). Les inquiétudes éveillées par la dépréciation du renminbi ont, elles aussi, engendré une certaine volatilité sur les marchés de change. Le 11 décembre 2015, la Banque populaire de Chine a mis en place le panier de référence du China Foreign Exchange Trade System (CFETS), qui marque l'abandon de la référence exclusive au dollar. Entre août 2015 et fin janvier 2016, le renminbi a perdu 6 % de sa valeur face au billet vert, tout en restant globalement stable par rapport au panier du CFETS. Les réserves de change du pays ont fondu de plus de 300 milliards de dollars au cours de la même période, à un rythme apparemment croissant qui a inquiété les investisseurs. Les anticipations d'une nouvelle dépréciation ont peut-être favorisé les ventes massives d'actions sur le marché chinois, ce qui a encore accru les tensions sur la monnaie chinoise. L'incidence combinée de la baisse des prix du pétrole et de la vigueur du dollar a fait peser des pressions considérables sur de nombreuses EME, alors que le flux mondial des liquidités en dollar semble s'inverser³.

Les marchés mondiaux du crédit ont également souffert des turbulences. Les faibles taux d'intérêt prévalant ces dernières années sont allés de pair avec une quête de rendement qui a conduit à un assouplissement des conditions de crédit, en particulier pour les emprunteurs les plus risqués. À mesure que les turbulences se sont propagées dans les économies avancées, le crédit à haut rendement a subi des pressions inhabituelles, après avoir dû affronter des vents contraires de plus en plus forts depuis la mi-2014 (graphique 5, cadre de gauche). L'élargissement des écarts a

³ Voir le chapitre « Principales tendances des flux financiers mondiaux » du présent rapport et J. Caruana, « Credit, commodities and currencies », conférence à la London School of Economics and Political Science, Londres, 5 février 2016.

été particulièrement marqué pour la dette à haut rendement aux États-Unis, qui subit des tensions du fait des mauvais résultats du secteur de l'énergie et des craintes d'une envolée des taux de défaut (encadré 1). Depuis la mi-2014, la prime sur les titres à haut rendement américains a plus que doublé, atteignant des niveaux comparables aux pics observés lors de la crise de la dette européenne de 2011. En comparaison, l'élargissement des écarts sur les titres d'entreprises a été plus modéré en Europe, où les primes sur le haut rendement n'atteignent que la moitié des sommets atteints en 2011. La divergence des primes sur les titres de qualité investissement entre les deux côtés de l'Atlantique a coïncidé avec le début de la chute des prix du pétrole, à la mi-2014, reflétant peut-être la crainte d'une contagion des maux du secteur pétrolier vers d'autres secteurs de l'économie américaine (graphique 5, cadre du milieu). Les primes souveraines des EME ont également augmenté pendant les premières semaines de l'année, dépassant même le pic de 2011 (graphique 5, cadre de droite).

L'environnement monétaire a été différent d'une EME à l'autre, en fonction du rôle des produits de base, des cours de change et d'autres déterminants de l'inflation. Les banques centrales de l'Asie et de l'Europe émergentes, dont les économies ont le plus souvent profité de la chute des prix des produits de base, ont maintenu leurs politiques monétaires inchangées malgré une forte dépréciation de leurs monnaies. Quant aux pays exportateurs de produits de base, ils ont resserré leurs taux ou annoncé leur intention de le faire, la dépréciation de leur monnaie ayant fortement accru les tensions inflationnistes malgré le ralentissement de l'activité économique. Néanmoins, pour la plupart des pays, la situation mondiale difficile en matière de taux de change a laissé peu de marge de manœuvre pour une relance monétaire.

Les banques retiennent l'attention des marchés et les turbulences se propagent

Ces perturbations financières, dans un contexte mondial en berne, ont fait place à une deuxième phase de turbulences, lorsque les marchés ont commencé à redouter que les banques centrales abaissent encore des taux d'intérêt déjà négatifs, ce qui ne ferait qu'aggraver la faiblesse persistante de la rentabilité des banques.

Lorsque les effets de ces turbulences se sont fait sentir sur les marchés émergents et avancés, ils ont provoqué une fuite vers la qualité qui a contribué à aplatir les courbes de rendement sur les principaux marchés obligataires. Fin janvier, l'écart de rendement entre les obligations du Trésor américain à 10 ans et les bons à 3 mois avait cédé plus de 50 pb par rapport à la fin 2015 (graphique 6, cadre de gauche) et, pour les Bunds allemands, près de 40 pb. Par le passé, l'aplatissement des courbes de rendement et l'élargissement des écarts de rendement ont souvent été annonciateurs d'un fléchissement de l'activité économique (encadré 1).

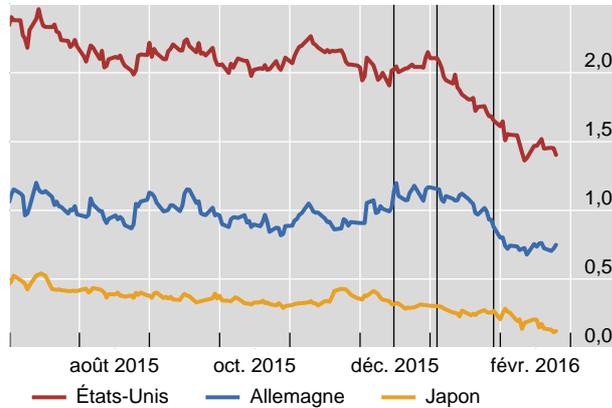
Cette évolution a semé le doute parmi les acteurs du marché quant aux prévisions optimistes pour l'économie américaine, sur lesquelles s'était appuyée la Fed pour annoncer le relèvement de taux de décembre. La perte de vitesse à l'extérieur, la vigueur du dollar et le creusement des écarts de rendement menaçaient d'étouffer la reprise. Dans ce nouveau contexte, les anticipations des marchés quant à de futures hausses des taux ont reculé au point de contredire la perspective de trois à quatre relèvements en 2016, qui ressortait de l'évaluation de la politique monétaire par les membres du FOMC (graphique 1, cadre de droite). Début février, la probabilité d'une hausse des taux en mars avait chuté de 50 % à près de zéro, et même pour juin,

Les turbulences déclenchent une fuite vers la sécurité

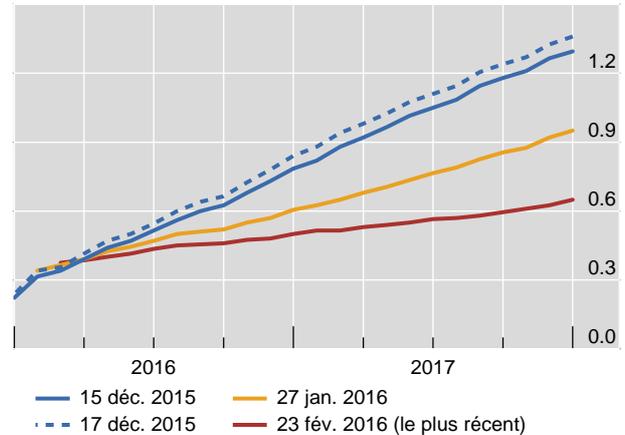
En %.

Graphique 6

Pente de la courbe des rendements sur les principaux marchés obligataires¹



Courbe des taux d'intérêt à terme américains²



Cadre de gauche : les lignes verticales correspondent au 16 décembre 2015 (réunion du FOMC), au 4 janvier 2016 (publication de l'indice PMI Caixin du secteur manufacturier de la Chine) et au 29 janvier 2016 (communication de la Banque du Japon annonçant des taux d'intérêt négatifs sur les réserves).

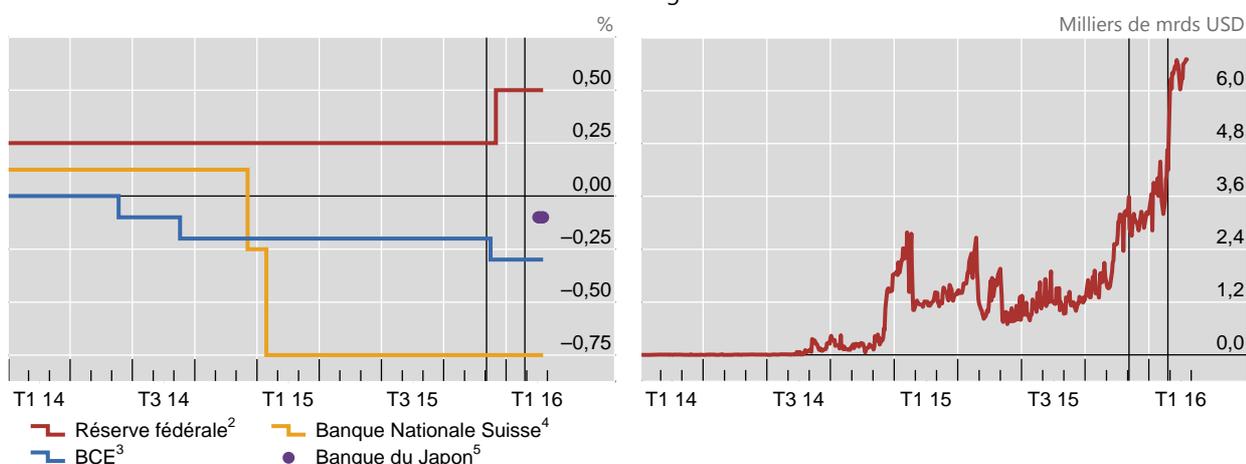
¹ Définie comme l'écart de rendement entre les obligations d'État à 10 ans et les bons à 3 mois. ² Contrats à terme sur taux des fonds fédéraux à 30 jours.

Source : Bloomberg.

une telle mesure était finalement considérée comme improbable. Les turbulences ont conduit les marchés à intégrer dans les prix un resserrement très étalé dans le temps. Fin janvier, contrairement à ce qui était prévu lors du relèvement de décembre, les marchés s'attendaient à ce que les taux des fonds fédéraux restent inférieurs à 1 % tout au long de 2017 et, en février, le rythme prévu du resserrement a même encore été revu à la baisse (graphique 6, cadre de droite).

Les autorités des principales économies avancées ont réagi à ces mouvements en prenant des mesures interprétées comme un pas vers un assouplissement supplémentaire. Lors de sa réunion de janvier, le FOMC a reconnu que les marchés financiers mondiaux étaient dans la tourmente et que cela pourrait avoir des répercussions sur l'économie américaine, mais n'a pas modifié ses précédentes orientations prospectives. Toutefois, le 28 janvier, l'annonce par la Fed de recommandations pour les tests de résistance à mener en 2016, qui demandaient aux banques d'envisager l'impact potentiel de taux négatifs sur les bons du Trésor en cas de « scénario très défavorable », n'est pas passée inaperçue parmi les acteurs du marché. La semaine précédente, la BCE avait opté pour le statu quo en matière de politique monétaire, mais avait évoqué une révision en mars, amenant les marchés à considérer un nouvel assouplissement comme plus probable. Pour sa part, la Banque du Japon a créé la surprise le 29 janvier en imposant des taux d'intérêt négatifs sur les excédents par rapport aux réserves obligatoires et sur les soldes accumulés par les établissements financiers dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif et de son programme d'appui au crédit. Elle a ainsi rejoint, aux

Taux de rémunération des dépôts de banques centrales

Volume d'obligations d'État assorti de rendements négatifs¹

Les lignes verticales correspondent au 3 décembre 2015 (la Banque centrale européenne abaisse le taux de sa facilité de dépôt à -0,3 %) et au 29 janvier 2016 (la Banque du Japon annonce des taux d'intérêt négatifs sur les réserves).

¹ Sur la base des composantes de l'indice Bank of America Merrill Lynch World Sovereign au 8 février 2016. ² Taux appliqué aux réserves excédentaires. ³ Taux de la facilité de dépôt. ⁴ Taux d'intérêt sur les dépôts à vue. ⁵ Taux d'intérêt appliqué à la troisième catégorie de réserves excédentaires.

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

côtés de la BCE et de la Banque nationale suisse, le groupe des banques centrales qui imposent des taux négatifs sur les réserves bancaires (graphique 7, cadre de gauche)⁴.

La décision de la Banque du Japon a eu un effet démesuré sur les marchés financiers. Les rendements des obligations de l'État japonais sont tombés à des minima historiques sur toute la courbe, devenant négatifs pour toutes les échéances jusqu'à 10 ans. Après un bref rebond du marché boursier japonais et une dépréciation passagère du yen, les cours des actions des banques japonaises se sont effondrés, alors que la mesure prise par la Banque du Japon était conçue de façon à atténuer l'impact immédiat sur la rentabilité des banques.

Après avoir assimilé les conséquences des taux directeurs négatifs au Japon, les marchés ont semblé anticiper de nouvelles mesures d'assouplissement. En quelques jours, le volume d'obligations souveraines assorti de rendements négatifs est passé de 4 000 milliards de dollars à 6 500 milliards de dollars (graphique 7, cadre de droite). Début février, près d'un quart des obligations souveraines en circulation couvertes par l'indice Merrill Lynch s'échangeait à des taux négatifs. Pour les obligations d'État japonaises, cette part dépassait même 60 %.

À mesure que l'éventail d'obligations assorties de taux négatifs s'élargissait, les marchés ont pris conscience de nouveaux arbitrages et contraintes susceptibles de réduire la marge de manœuvre des décideurs. Selon certains rapports, le montant de la dette libellée en euro offrant un rendement inférieur au taux de dépôt de la BCE

⁴ Au total, cinq banques centrales ont fait passer leurs taux directeurs sous la barre du zéro, normalement considéré comme la limite inférieure des taux d'intérêt nominaux : Banque nationale du Danemark, BCE, Banque de Suède, Banque nationale suisse et Banque du Japon. Voir M. Bech et A. Malkhozov, « How have central banks implemented negative policy rates? », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2016, pour une analyse détaillée de la mise en œuvre des taux directeurs négatifs.

(actuellement à -0,3 %) a bondi d'un tiers après la dernière réunion de la BCE, le 21 janvier. Or, en vertu des règles régissant son programme d'achat d'actifs, la BCE ne pourra pas acquérir ces titres à l'avenir. Si la dynamique des prix continue de restreindre l'éventail des titres admissibles, le champ d'intervention du programme d'achat d'actifs va se rétrécir, à moins que le taux de dépôt ne descende encore plus bas en territoire négatif, ce qui pourrait rogner encore davantage les marges d'intérêt nettes des banques de la zone euro.

Par suite de cette situation, les divergences que les marchés anticipent entre les futures orientations des politiques monétaires du G3 font l'objet de larges variations. Un indicateur simple permet de comparer le taux moyen des dépôts au jour le jour qui est anticipé sur un an aux États-Unis avec celui attendu dans la zone euro et au Japon (graphique 8, cadre de gauche). Cet indicateur de la divergence des politiques monétaires a augmenté avant le relèvement des taux américains, fin 2015, pour ensuite reculer en janvier, les marchés revoyant à la baisse leurs prévisions de resserrement monétaire aux États-Unis. Or, à présent que la Banque du Japon s'aventure en territoire négatif, la divergence prévue avec la politique monétaire des États-Unis s'élargit de nouveau. Reflétant plus ou moins les divergences entre les politiques monétaires des grandes zones monétaires, les primes des swaps croisés de taux de référence se sont accrues par rapport au dollar, d'environ 15 pb pour le yen et de 8 pb pour l'euro (graphique 8, cadre de droite)⁵.

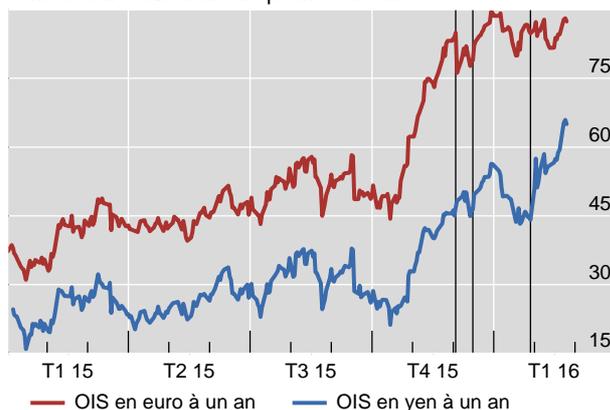
Sous l'effet des tensions régnant sur les marchés financiers et de la dégradation des perspectives mondiales, les turbulences se sont propagées aux actions et aux obligations des grandes banques internationales. Les actions des banques

Fortes variations de la divergence attendue des politiques monétaires

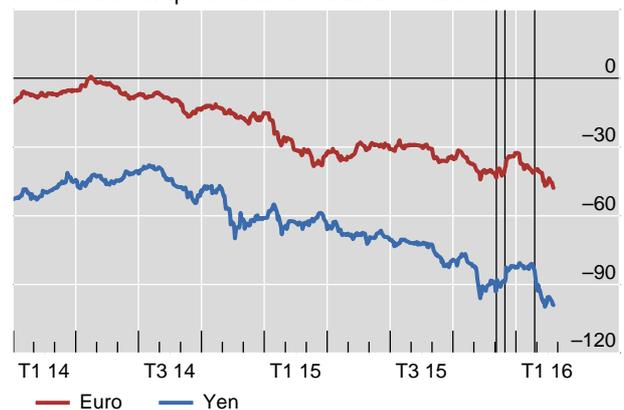
En points de base

Graphique 8

Primes sur l'OIS à un an pour le dollar¹



Primes des swaps croisés de taux de référence²

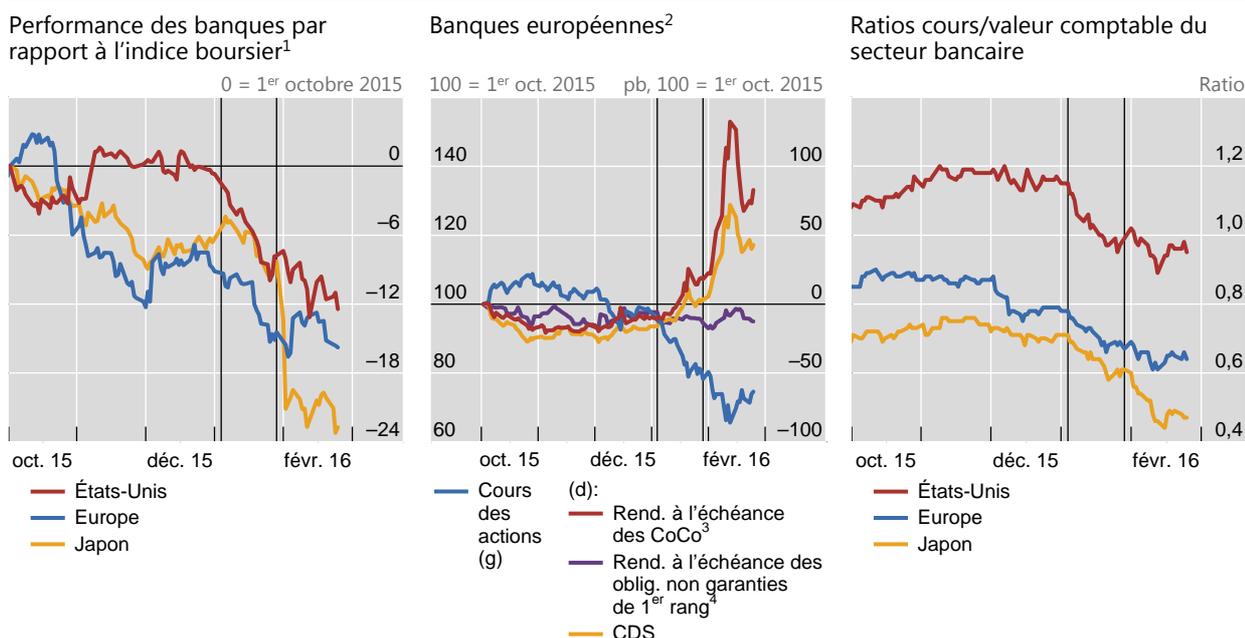


Les lignes verticales correspondent au 3 décembre 2015 (la Banque centrale européenne abaisse le taux de sa facilité de dépôt à -0,3 %), au 16 décembre 2015 (réunion du FOMC) et au 29 janvier 2016 (la Banque du Japon annonce des taux d'intérêt négatifs sur les réserves).

¹ Différence entre le taux des swaps référencés sur l'indice au jour le jour (*overnight index swap* – OIS) pour le dollar à un an et le taux de l'OIS à un an pour l'euro ou pour le yen. ² Primes des swaps de taux euro ou yen contre dollar à cinq ans.

Source : Bloomberg.

⁵ Au sujet des résultats obtenus eu égard au rétablissement de la solidité du système financier et des défis à relever par les banques des économies avancées, voir BRI, « Risques présents et émergents dans le paysage financier », 85^e Rapport annuel, Chapitre VI, juin 2015.



Les lignes verticales correspondent au 4 janvier 2016 (publication de l'indice PMI Caixin du secteur manufacturier de la Chine) et au 29 janvier 2016 (communication de la Banque du Japon annonçant des taux d'intérêt négatifs sur les réserves).

¹ Défini comme la différence entre les sous-indices bancaires compilés par Datastream pour chaque région, moins le STOXX Europe 600 pour l'Europe, le Nikkei pour le Japon et le S&P 500 pour les États-Unis. ² Moyennes arithmétiques de Barclays, Banco Santander, BBVA, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Intesa Sanpaolo, Société Générale, UBS et UniCredit (en fonction de la disponibilité des données). ³ Rendement à l'échéance ; pour les obligations convertibles sous condition (CoCo) perpétuelles. ⁴ Rendement à l'échéance d'obligations de premier rang non garanties les plus proches possible des obligations CoCo sélectionnées en termes de monnaie et de durée résiduelle.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; Markit ; et calculs BRI.

européennes étaient déjà en retrait du reste du marché depuis la mi-2015, mais l'écart s'est creusé en 2016 (graphique 9, cadre de gauche). Les banques américaines, quant à elles, se sont inscrites à 10 % au-dessous de l'indice S&P 500 depuis début janvier, et les banques japonaises ont plongé de 15 % par rapport au Nikkei après l'annonce de la Banque du Japon.

Outre la baisse du cours des actions et l'augmentation des primes CDS, le marché des obligations convertibles sous condition (CoCo) des banques européennes a subi une chute vertigineuse (graphique 9, cadre du milieu). L'incidence limitée de ces mouvements sur les écarts de rendement des obligations bancaires de premier rang laisse penser que, dans le contexte de l'envolée des primes CDS, la taille ou la qualité des volants de fonds propres n'était pas le premier motif d'inquiétude. Toutefois, la possibilité que les banques européennes se voient contraintes de suspendre la distribution de dividendes et le paiement du coupon des CoCo a enclenché une dynamique qui a amplifié la dégringolade de la valorisation des banques sur l'ensemble des catégories d'actifs (encadré 2).

Cette évolution a conduit les acteurs du marché à observer de plus près la rentabilité des banques. Les doutes des marchés quant aux perspectives des banques européennes et japonaises, en particulier, se sont longtemps manifestés par le cours des actions, qui s'échangeaient au-dessous de leur valeur comptable (graphique 9, cadre de droite). Les ratios cours/valeur comptable ont encore fléchi durant les turbulences, mais l'écart entre les banques européennes et japonaises et les banques

américaines s'est maintenu. La réticence des banques à l'idée de répercuter les taux négatifs sur les déposants a contribué à l'érosion progressive du produit d'intérêts net (encadré 2)⁶. Parallèlement, les préoccupations quant aux futurs résultats bancaires ont amené les acteurs du marché à s'intéresser davantage à l'impact probable d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs sur la rentabilité des banques.

Certaines des turbulences des derniers mois sont attribuables à la perception croissante des marchés financiers selon laquelle les banques centrales seront bientôt à court d'options pour mener une politique efficace. Les marchés ont à nouveau reporté leurs anticipations d'une normalisation progressive de la part de la Fed. La Banque du Japon et la BCE ayant fait état de leur intention de poursuivre l'assouplissement, les marchés se sont montrés de plus en plus inquiets des conséquences indésirables de taux directeurs négatifs. En arrière-plan, la croissance est restée décevante et l'inflation, obstinément inférieure aux objectifs. Les marchés ont semblé douter de la continuité du soutien apporté à la valorisation des actifs pendant des années. En l'absence d'autres politiques susceptibles de prendre le relais après la crise financière, la charge incombant aux banques centrales s'est alourdie peu à peu, rendant leur tâche de plus en plus difficile.

⁶ Au sujet des perturbations sur les marchés des dérivés sur titres à revenu fixe, voir l'encadré de S. Sundaresan et V. Sushko, « Calme précaire sur les marchés dans l'attente d'un relèvement des taux », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2015.

Tensions sur les marchés obligataires à haut rendement

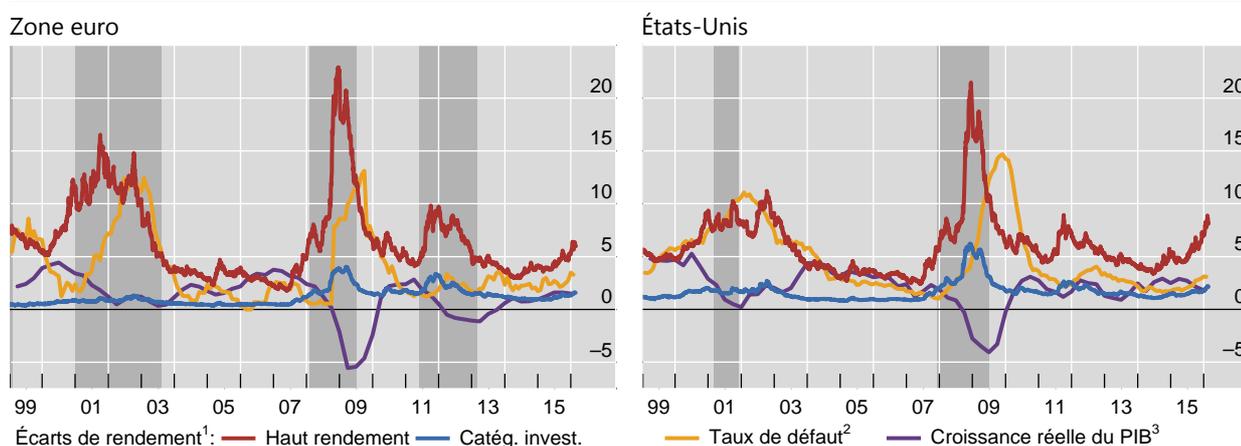
Ben Cohen et Gianpaolo Parise

En 2015, le marché de la dette à haut rendement a été soumis à des tensions importantes. L'indice BofA Merrill Lynch U.S. High-Yield Index a reculé de 4,6 %, tandis que les écarts sur les titres à haut rendement ont dépassé 5 % en Europe et 7 % aux États-Unis (graphique A). Fin 2015, un certain nombre de fonds d'investissement spécialisés ont souffert des turbulences du marché, et une puissante vague de demandes de remboursement émanant des investisseurs les a contraints à tenter de céder des actifs illiquides au moment où les prix s'effondraient. Au cours de la deuxième semaine de décembre, le fonds Third Avenue Focused Credit Fund a cessé de traiter les ordres de vente des investisseurs et annoncé un projet de liquidation ordonnée de la totalité de son portefeuille d'ici un an. Dans les jours qui ont suivi, d'autres fonds axés sur le haut rendement (notamment ceux gérés par Sun Lion Capital Partners, Lucidus Capital Partners et Whitebox Advisors) ont suspendu les rachats ou fait part de leur intention de liquider leurs positions.

Les écarts de rendement s'élargissent malgré une croissance soutenue

En %

Graphique A



Les zones ombrées correspondent aux périodes de récession telles que définies par l'OCDE (zone euro) et le National Bureau of Economic Research (États-Unis).

¹ Écarts, corrigés des clauses optionnelles, sur un indice d'obligations libellées en monnaie locale émises par des entreprises financières et non financières. ² Taux de défaut d'emprunteurs hors catégorie investissement (pondérés en fonction des émetteurs, sur les 12 derniers mois). ³ Taux de croissance du PIB réel trimestriel en glissement annuel.

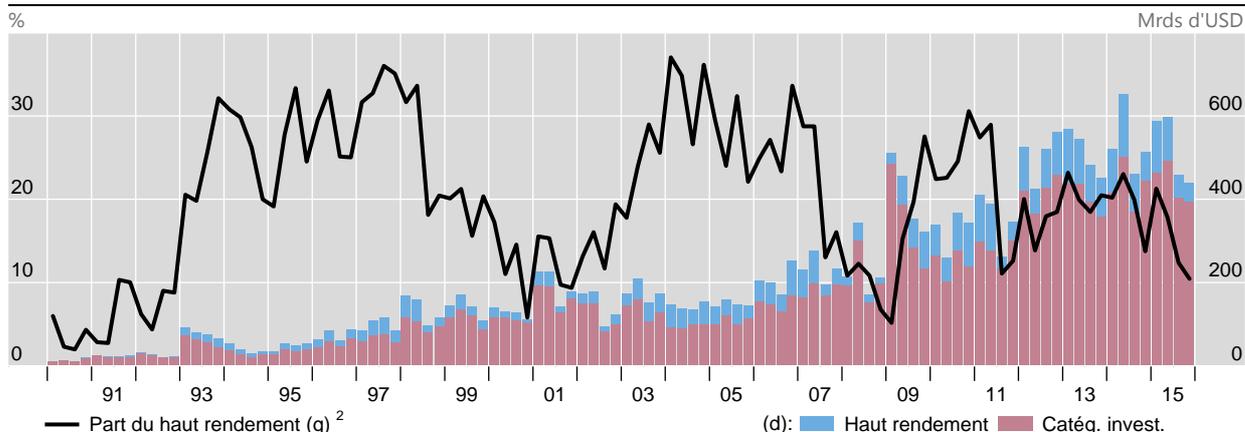
Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Moody's ; et données nationales.

Face au tassement de la demande des investisseurs, l'émission de nouveaux titres à haut rendement a ralenti. Alors que, sur le segment des obligations d'entreprises, les émissions sont restées solides, elles se sont contractées sur le segment à haut rendement, notamment au second semestre. Après avoir touché un point bas à 98 milliards de dollars en 2008, les émissions de titres à haut rendement avaient dépassé 400 milliards de dollars par an en 2013 et 2014 ; elles sont retombées à 334 milliards de dollars en 2015 (graphique B).

Les turbulences que traverse actuellement le secteur de l'énergie sont un facteur central des tensions subies par les titres de créance à haut rendement. En 2015, l'indice Merrill Lynch HY Energy Index s'est effondré, tombant plus bas que les deux indices U.S. Corporate High-Yield Index et Emerging Markets High-Yield Index. Même si les précédentes crises avaient, elles aussi, infligé des pertes conséquentes aux titres à haut rendement, les tensions sur le secteur de l'énergie sont propres à la période actuelle (graphique C). Toutefois, l'augmentation du nombre de défauts enregistrée en fin d'année 2015 est peut-être le signe d'une fragilité plus générale (graphique C, cadre de droite).

L'émission de titres à haut rendement ralentit¹

Graphique B



¹ Émission brute d'obligations d'entreprises non financières ² Part des émissions à haut rendement dans le total des émissions d'obligations d'entreprise.

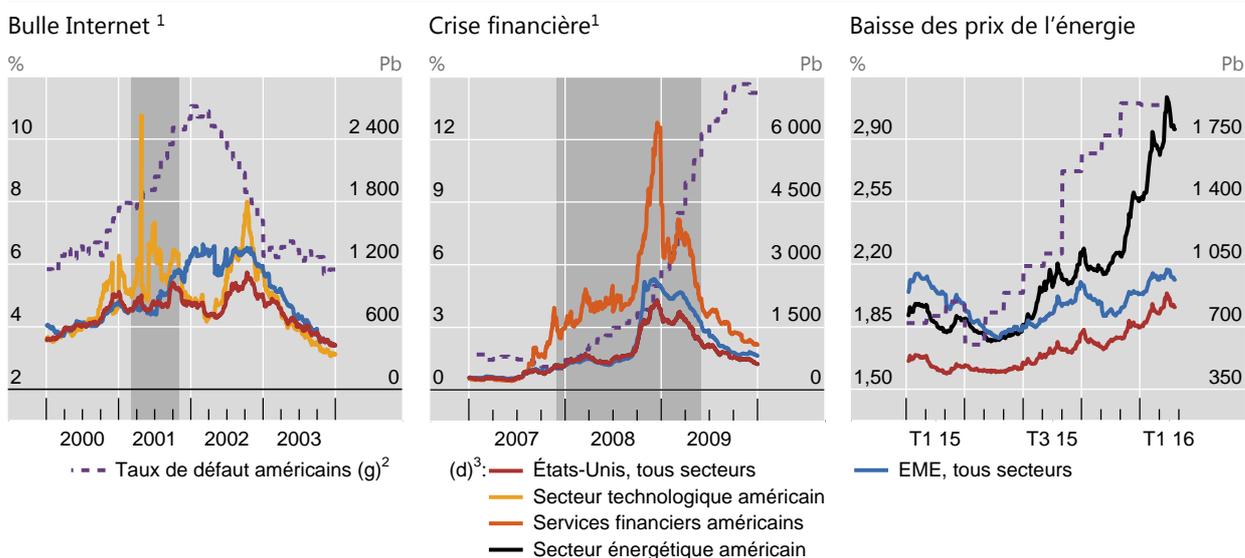
Sources : Dealogic ; et calculs BRI.

Pour certains, la récente déroute du haut rendement est un événement isolé, conséquence de la faiblesse du secteur pétrolier américain, tandis que, pour d'autres, c'est un signe avant-coureur qui témoigne de difficultés plus vastes. L'expérience récente, appuyée par des travaux de recherche, démontre qu'une envolée des écarts de rendement constitue un indicateur avancé des récessions^①. Et cela se vérifie même si l'élargissement de ces écarts

Les indices à haut rendement évoluent différemment selon les épisodes

En points de base

Graphique C



¹ Les zones ombrées correspondent à une récession au sens du National Bureau of Economic Research. ² Taux de défaut d'emprunteurs hors catégorie investissement (pondérés en fonction des émetteurs, sur les 12 derniers mois). ³ Écarts, corrigés des clauses optionnelles, sur un indice de titres de dette non souveraine.

Sources : National Bureau of Economic Research ; Bank of America Merrill Lynch ; et Moody's.

traduit au départ des difficultés strictement sectorielles : les écarts du haut rendement ont commencé à se creuser dans le secteur technologique début 2000, juste avant l'explosion de la bulle technologique (graphique C, cadre de gauche), tandis que ceux du secteur financier ont crû en 2007 avant la Grande Crise financière (graphique C, cadre du milieu). Les écarts de rendement d'autres titres à risque n'ont, eux, commencé à augmenter que lorsque l'économie tout entière a ralenti. Pour citer un exemple plus récent, alors que les écarts de rendement du secteur de l'énergie ont connu une poussée spectaculaire à partir du deuxième trimestre 2015, d'autres, notamment ceux des obligations d'entreprises des marchés émergents, se sont élargis beaucoup plus progressivement (graphique C, cadre de droite).

① A. Estrella et G. Hardouvelis, « The term structure as predictor of real economic activity », *Journal of Finance*, vol. 46, 1991, pp. 555-576 ; A. Estrella et F. Mishkin, « Predicting U.S. recessions: financial variables as leading indicators », *Review of Economics and Statistics*, vol. 80, 1998, pp. 45-61 ; et J. Faust, S. Gilchrist, J. Wright et E. Zakrajsek, « Credit spreads as predictors of real-time economic activity: a Bayesian model-averaging approach », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 95, n° 5, 2013.

Les actions des banques européennes victimes de ventes massives

Michael Chui

Les actions des banques européennes ont été particulièrement malmenées au cours des premières semaines de 2016. L'indice Stoxx Europe 600 a chuté de 23 % depuis le début de l'année, tandis que les primes CDS et les écarts de rendement des obligations convertibles sous condition (CoCo) se sont inscrits en forte hausse (graphique 9, cadre du milieu). Les investisseurs semblent avoir été préoccupés par les perspectives du secteur, notamment en matière de bénéfices. La dynamique de marché a, en outre, aggravé le repli des actions.

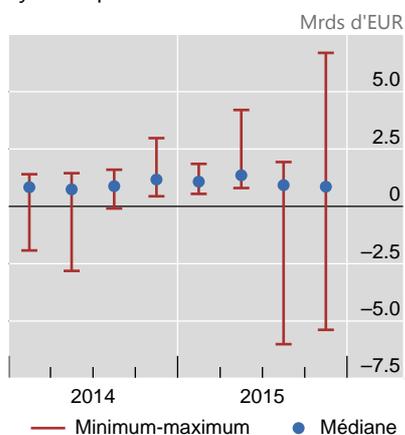
Les inquiétudes des investisseurs à l'égard de la santé des banques sont multiples. Plusieurs établissements de premier plan ont annoncé des pertes accrues ou des bénéfices décevants au quatrième trimestre 2015 (graphique B, cadre de gauche). Certaines banques restent pénalisées par les prêts non productifs qui figurent toujours à leurs bilans (cadre du milieu), tandis que l'importance de l'exposition directe et indirecte au secteur de l'énergie est source de nouvelles craintes.

En outre, la probabilité de voir des taux directeurs négatifs et des taux d'intérêt exceptionnellement bas sur toute la courbe des rendements perdurer plus longtemps que prévu a renforcé l'incertitude entourant les perspectives de bénéfices des banques. Celles-ci étant réticentes à l'idée de répercuter les taux négatifs sur leurs déposants, leurs marges d'intérêt se sont réduites (graphique D, cadre de droite). Pour l'heure, elles semblent réussir à surmonter les défis opérationnels, mais la situation pourrait se compliquer si les taux continuent de baisser et restent négatifs pendant une période prolongée.

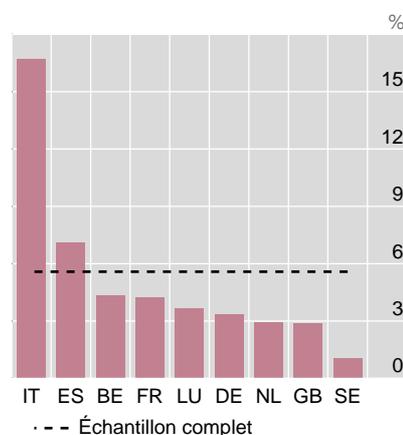
Des banques européennes sous tension

Graphique D

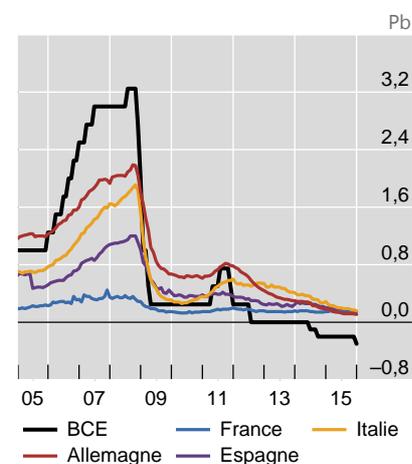
Résultat net trimestriel de plusieurs banques européennes d'importance systémique mondiale¹



Ratio de prêts non productifs dans différents pays européens²



Taux des dépôts au jour le jour³



BE = Belgique ; DE = Allemagne ; ES = Espagne ; FR = France ; GB = Royaume-Uni ; IT = Italie ; LU = Luxembourg ; NL = Pays-Bas ; SE = Suède.

¹ Y compris BNP Paribas, Deutsche Bank, Credit Suisse, Groupe Crédit Agricole, HSBC, ING Bank, Nordea, Santander, Société Générale et UBS. ² Sur la base des résultats de l'exercice de transparence mené par l'Autorité bancaire européenne dans l'UE en 2015 ; prêts non productifs/total des prêts à fin juin 2015. ³ Pour la Banque centrale européenne (BCE) : taux de dépôt de la facilité permanente ; pour les pays : taux au jour le jour appliqué aux entreprises non financières et aux ménages, nouveaux contrats.

Sources : Autorité bancaire européenne ; BCE ; et Thomson Reuters Eikon.

Les fluctuations des cours des titres bancaires ont été exacerbées par la dynamique de marché qui découle de l'interaction entre CoCo, actions et contrats dérivés sur défaut (CDS). En Europe, les nouvelles règles imposant aux créanciers de rang inférieur un partage des pertes lors de récentes défaillances bancaires ainsi que la clarification du rôle des exigences de fonds propres complémentaires (T2) dans la capacité des banques à honorer les coupons des CoCo ont peut-être attiré l'attention des investisseurs sur des sources potentielles d'incertitude^①. Par exemple, la crainte d'une annulation potentielle des coupons des CoCo en cas de pertes importantes a pesé sur la valeur de ces obligations. Une annulation pure et simple serait, de fait, une première pour cette nouvelle classe d'actifs. Cette éventualité a peut-être déclenché des opérations de couverture de la part des détenteurs de CoCo, qui ont pris des positions courtes sur les actions des banques ou acheté des protections contre le défaut afin de se prémunir contre la poursuite de la baisse des prix des CoCo, avec à la clé de fortes covariations du prix de ces instruments. La frilosité des investisseurs en CoCo et la faiblesse du cours des actions ont également soulevé des questions quant à la capacité future des banques à lever, si nécessaire, des fonds sur les marchés.

^① Autorité bancaire européenne : *Opinion of the EBA on the interaction of Pillar 1, Pillar 2 and combined buffer requirements and restrictions on distributions*, 16 décembre 2015.