

Des marchés dissonants ?

Les banques centrales ont réaffirmé leur ascendant sur les marchés financiers au cours des derniers mois, après deux trimestres ponctués par des épisodes de forte volatilité. Les marchés se sont révélés très résilients face à plusieurs événements politiques potentiellement déstabilisants. Néanmoins, il était toujours permis de se demander si la configuration des prix des actifs reflétait correctement les risques sous-jacents.

Grâce à une croissance mondiale dont le raffermissement, quoique modéré, paraît durable et à une politique monétaire favorable, les investisseurs ont apparemment retrouvé leur appétit pour le risque pendant la période examinée. Cela s'est traduit par une atténuation de la volatilité sur les marchés financiers, une hausse des prix des produits de base, un rétrécissement des écarts de rendement sur les obligations d'entreprises, un redressement des marchés boursiers et une reprise des flux de portefeuille vers les économies de marché émergentes (EME). Dans le même temps, les rendements sur les principaux marchés de titres à revenu fixe ont inscrit de nouveaux creux, tandis que le stock de dette publique s'échangeant à des rendements négatifs augmentait encore, dépassant brièvement les 10 000 milliards de dollars en juillet. Durant l'été, les rendements négatifs se sont propagés au segment des obligations d'entreprises de première qualité, en particulier dans la zone euro. La discordance apparente entre, d'une part, des rendements obligataires battant des records à la baisse et, d'autre part, des cours d'actions en forte hausse et une volatilité modérée a semé le doute sur la fiabilité de ces valorisations. Autre ombre au tableau, les cours des actions bancaires étaient déprimés et des signes de tension sont apparus sur les marchés du financement bancaire.

L'issue du référendum britannique sur la sortie de l'Union européenne a surpris plus d'un observateur et provoqué des remous durant plusieurs séances de cotation. L'effet s'est toutefois rapidement estompé. La réaction des banques centrales et l'anticipation persistante, par les investisseurs, d'une longue période de détente monétaire encore à venir semblent avoir un peu apaisé les esprits.

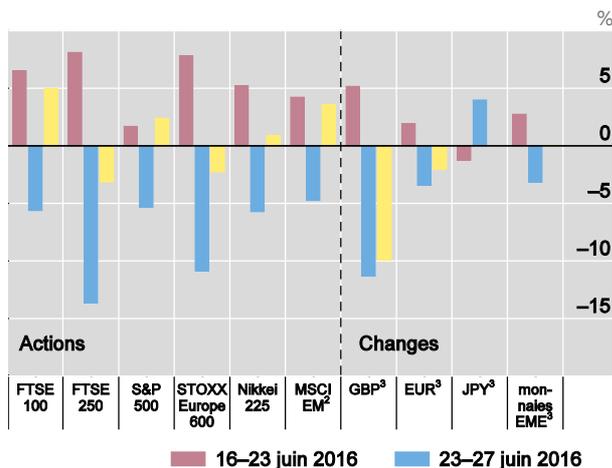
Brexit : au-delà de la réaction des marchés

Dans la semaine qui a précédé le 23 juin, date du référendum britannique sur la sortie de l'Union européenne, une vague d'optimisme a dopé les prix des actifs. Les titres du Royaume-Uni et d'Europe continentale ont affiché des gains importants cette semaine-là, mais les valorisations ont aussi connu un rebond dans de nombreux autres pays. Les écarts de rendement sur les obligations d'entreprises se sont resserrés (surtout dans le segment du haut rendement) et la livre sterling s'est appréciée de 5 % vis-à-vis du dollar, culminant brièvement à son plus haut niveau de l'année (graphique 1, barres rouges dans les deux cadres).

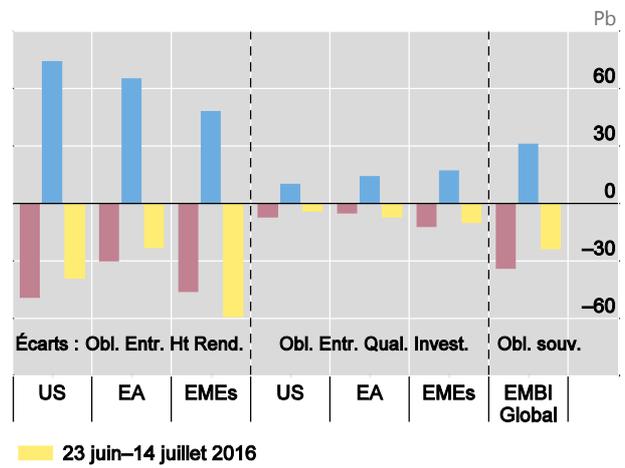
Le scrutin sur le Brexit a eu des effets transitoires sur le prix de la plupart des actifs¹

Graphique 1

Marchés d'actions et des changes



Marchés de la dette



EUR = euro ; GBP = livres sterling ; JPY = yen.

EA = zone euro ; EME = économies de marché émergentes ; US = États-Unis.

¹ Variations au cours de la période indiquée. ² Indice MSCI Marchés émergents, en dollars. ³ Une baisse correspond à une dépréciation de la monnaie concernée par rapport au dollar EU. Pour les monnaies des EME, moyenne arithmétique de la couronne tchèque, du forint hongrois, de la livre turque, du peso colombien, du peso mexicain, du rand sud-africain, du real brésilien, du renminbi chinois, du ringgit de Malaisie, de la roupie indienne, de la rupiah indonésienne, du won coréen et du zloty polonais.

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

Le résultat du vote a surpris les marchés et aussitôt déclenché une vague de révision des taux. Le lendemain et le surlendemain, les principaux indices boursiers des économies avancées ont plongé de plus de 5 % et le FTSE 250 britannique a cédé près de 15 %. Dans le même temps, la livre sterling a chuté de 10 % et le dollar s'est apprécié vis-à-vis de toutes les monnaies sauf le yen (graphique 1, barres bleues du cadre de gauche). La pente de la courbe des rendements s'est aplatie sur les principaux marchés obligataires, l'écart sur les titres 10 ans-1 an des fonds d'État dégringolant de près de 20 points de base (graphique 2, cadre de gauche). Les écarts sur les titres d'entreprises à haut rendement aux États-Unis et dans la zone euro se sont accrus de quelques 70 points de base, tandis que les primes des signatures de qualité enregistraient une hausse supérieure à leur baisse de la semaine précédente (graphique 1, barres bleues du cadre de droite). Les titres de référence des EME ont fluctué plus modérément, tout en suivant à peu près la même trajectoire.

Malgré la vivacité de la réaction initiale, les marchés n'ont pas été déstabilisés, les volumes négociés étaient importants et les valorisations se sont rapidement redressées. Les banques centrales se sont très vite déclarées prêtes à fournir des liquidités afin que les marchés fonctionnent correctement¹. Même pendant le plongeon, la liquidité de marché est restée suffisante, en particulier pour le négoce des titres à revenu fixe (encadré 1). Le climat s'est apaisé la semaine suivante et, à la

¹ La Réserve fédérale, la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre ont publié des déclarations en ce sens le 24 juin, de même que la Banque populaire de Chine. La Réunion sur l'économie mondiale - principal forum de discussion BRI des gouverneurs de banque centrale - a publié un communiqué de presse approuvant les mesures d'urgence décidées par la Banque d'Angleterre. Toutes les déclarations ont mis l'accent sur la collaboration des banques centrales, nécessaire à la surveillance et au traitement des menaces potentielles pour la stabilité financière.

mi-juillet, la plupart des catégories d'actifs étaient repassées au-dessus de leurs cours de clôture du 23 juin. Même le FTSE 100, qui comprend les entreprises britanniques les plus exposées à la demande extérieure, clôturait à 5 % au-dessus des niveaux affichés avant le référendum, soutenu par la dépréciation persistante de la livre sterling². Toutefois, les actifs plus étroitement liés au Royaume-Uni et à l'Europe sont restés affaiblis. La livre sterling, mais aussi le FTSE 250 (dont les membres tendent à générer une part plus importante des revenus intérieurs que ceux du FTSE 100), les actions européennes et l'euro sont demeurés en recul par rapport aux valorisations calculées juste avant le référendum (graphique 1, barres jaunes).

L'issue du Brexit a déclenché, à l'échelle mondiale, une réévaluation générale de la trajectoire future des politiques monétaires. Alors que les progrès du taux global de croissance continuaient d'être perçus comme fragiles dans la majorité des économies avancées et que l'inflation restait résolument faible, le regain d'incertitude lié au Brexit a semblé susciter une réaction claire des principales banques centrales, confirmant en substance que les taux directeurs demeureraient « plus bas plus longtemps ».

Dans le sillage du scrutin, les marchés ont pensé que la Banque d'Angleterre ne modifierait plus son taux directeur avant décembre 2017 au moins (graphique 2, cadre du milieu). Pourtant, le 4 août, la Banque d'Angleterre l'a abaissé de 25 points de base (à 0,25 % actuellement) et augmenté de 60 milliards de livres sterling son programme d'achat de dette souveraine, pour le porter à 435 milliards de livres au total. Elle a également lancé un programme d'achat d'obligations d'entreprises à hauteur de 10 milliards de livres sterling et un nouveau programme de financement à terme (*Term Funding Scheme*) qui permettra aux banques de se financer à des taux proches du taux directeur. Les taux à terme pour décembre 2017 ont rapidement baissé et se sont calés sur le nouveau taux directeur, confirmant l'hypothèse qu'aucun changement d'orientation de la politique n'était anticipé à brève échéance.

Juste après le référendum, les marchés s'attendaient à ce que la Fed diffère encore le redémarrage de son cycle de relèvements (graphique 2, cadre de droite). Le débat opposant les économistes au sujet du recul apparent du taux d'intérêt neutre aux États-Unis et dans d'autres pays a renforcé les interrogations relatives à la trajectoire des taux directeurs³. Compte tenu de ces considérations à court et long terme, le chemin vers la « normalisation » est apparu plus long et plus étroit que prévu. À la fin du mois de juillet, après la publication de solides résultats économiques aux États-Unis, les marchés ont revu leurs anticipations concernant les prochains relèvements du taux des fonds fédéraux (graphique 2, cadre de droite) ; pour autant, les taux d'intérêt à terme continuaient de laisser prévoir tout au plus une seule hausse d'ici fin 2017 (graphique 2, cadre du milieu).

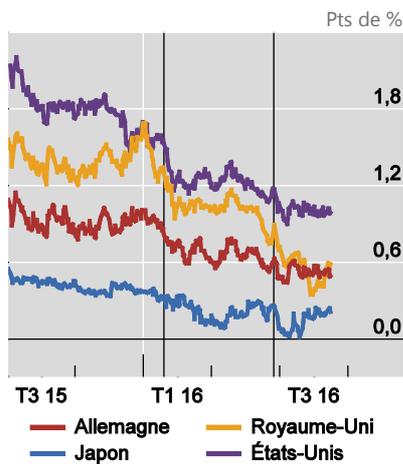
² En dollars EU, cependant, le FTSE 100 valait près de 5 % de moins qu'avant le Brexit, semblant indiquer que les marchés entrevoient une détérioration légère mais durable des perspectives commerciales de ces entreprises.

³ Le taux d'intérêt neutre ou « taux naturel » est le taux compatible avec une production égale à son plein potentiel (et, donc, avec une inflation stable) à long terme. Un taux naturel plus bas annoncerait un processus de « normalisation » plus progressif et un niveau final moins élevé. Pour d'autres points de vue sur le niveau du taux naturel, dont un qui intègre explicitement les effets du cycle financier, voir l'encadré IV.C, chapitre IV du 86^e Rapport annuel et ses références.

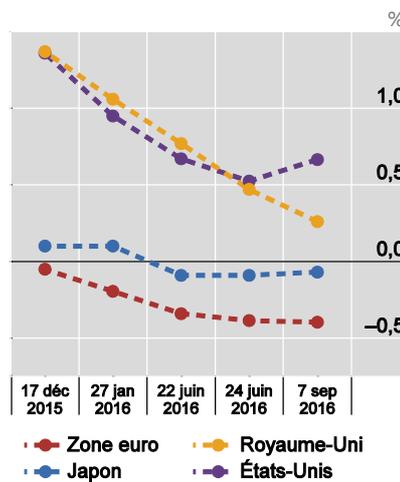
Le Brexit a modifié les anticipations concernant la trajectoire de la politique monétaire

Graphique 2

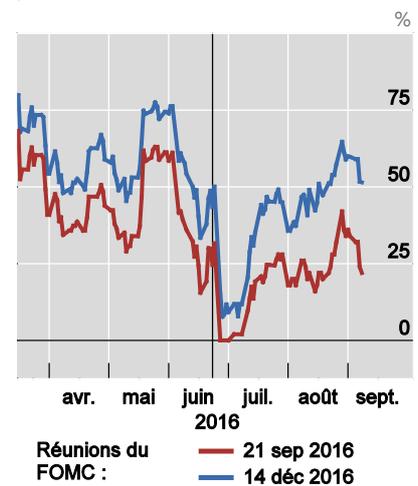
Écart de taux entre échéances 10 ans et 1 an



Taux d'intérêt à terme pour décembre 2017¹



Probabilité d'un relèvement des taux par la Réserve fédérale²



Lignes verticales du cadre de gauche : 29 janvier 2016 (annonce par la Banque du Japon de taux d'intérêt négatifs sur les réserves) et 23 juin 2016 (référendum sur le Brexit); cadre de droite : 23 juin 2016 (référendum sur le Brexit).

¹ Zone euro : contrats à terme sur Euribor 3 mois ; Japon : contrats à terme sur le Tibor 3 mois ; Royaume-Uni : contrats à terme sur la livre sterling 90 jours ; et États-Unis : contrats à terme sur les taux des fonds fédéraux 30 jours. ² Bloomberg : probabilités implicites dans les contrats à terme sur les taux des fonds fédéraux au 7 septembre 2016.

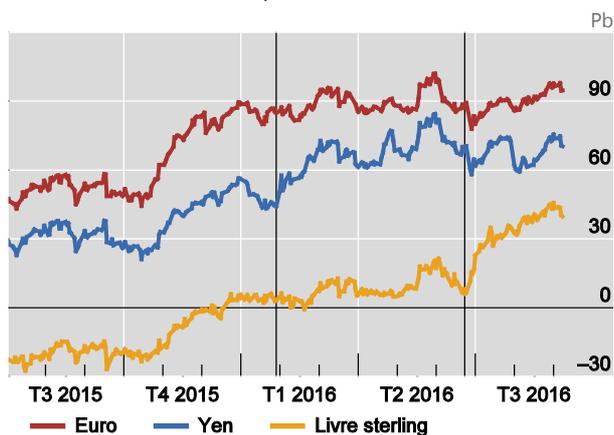
Sources : Bloomberg ; et calculs BRI.

Dans la zone euro et au Japon, le Brexit faisait partie des principaux risques qui, de l'avis des banques centrales, assombrissaient les perspectives économiques. Le 21 juillet, la BCE a réaffirmé que ses principaux taux directeurs se maintiendraient sans doute à leurs niveaux courants, voire à des niveaux inférieurs, encore longtemps, et même bien après la fin du programme d'achat d'actifs. De plus, elle a souligné que ce programme, qui devait initialement prendre fin en mars 2017, pourrait être prolongé jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs constate une inflexion durable de la trajectoire de l'inflation allant dans le sens de l'objectif poursuivi. Le 29 juillet, la Banque du Japon a annoncé l'élargissement de son programme d'assouplissement qualitatif et quantitatif : elle a doublé le rythme annuel d'acquisition de parts de fonds indiciels cotés (*exchange traded funds*, ETF), pour le porter à 6 000 milliards de yens, l'équivalent de près de 8 % de son programme phare d'achat d'obligations de l'État japonais. L'institution a également fait part de nouvelles mesures visant à atténuer les tensions croissantes sur les marchés où les banques du pays se procurent des financements en dollar (voir ci-dessous).⁴ Parallèlement, le gouvernement japonais a renforcé son programme d'expansion budgétaire.

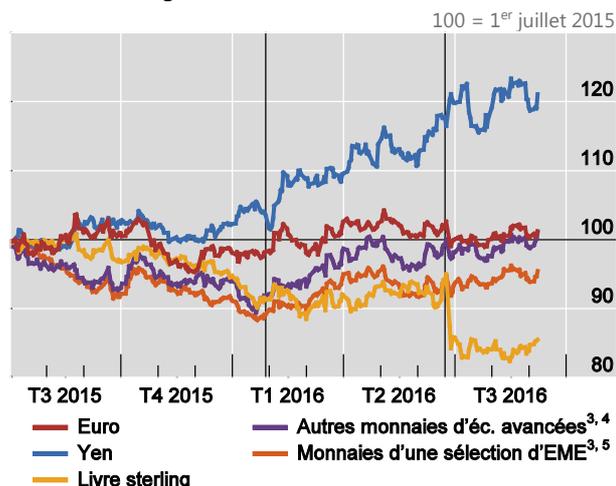
Au cours de la période examinée, les marchés ont estimé que l'ampleur des divergences possibles entre la politique monétaire des États-Unis, d'une part, et celles de la zone euro et du Japon, d'autre part, était limitée (graphique 3, cadre de gauche). Dans ce contexte, après une secousse initiale en réaction au Brexit, le dollar a ensuite évolué sans heurt vis-à-vis de l'euro et du yen, et même de la plupart des autres

⁴ Plus précisément, la Banque du Japon a doublé son programme de prêts en dollar (24 milliards de dollars) et créé un mécanisme qui autorise les banques japonaises à utiliser leurs réserves pour souscrire des obligations de l'État japonais, lesquelles pourraient ensuite servir de sûretés pour des opérations de financement en dollar.

Écart avec l'OIS à un an pour le dollar¹



Cours de change bilatéraux nominaux²



Lignes verticales : 29 janvier 2016 (annonce par la Banque du Japon de taux d'intérêt négatifs sur les réserves) et 23 juin 2016 (référendum sur le Brexit).

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, le yen ou la livre sterling. ² Une baisse dénote une dépréciation de la monnaie locale par rapport au dollar. ³ Moyenne arithmétique des monnaies citées. ⁴ Couronne norvégienne, couronne suédoise, dollar australien, dollar canadien, dollar néo-zélandais, franc suisse et yen japonais. ⁵ Couronne tchèque, forint hongrois, livre turque, peso colombien, peso mexicain, rand sud-africain, real brésilien, renminbi chinois, ringgit de Malaisie, roupie indienne, rupiah indonésienne, won coréen et zloty polonais.

Sources : Bloomberg ; données nationales ; et calculs BRI.

devises (graphique 3, cadre de droite). La livre sterling a été la principale exception : elle s'est fortement dépréciée après le référendum, les investisseurs anticipant une divergence plus large entre les politiques monétaires à moyen terme du Royaume-Uni et des États-Unis (graphique 3, cadre de gauche).

Les banques centrales d'autres juridictions ont également choisi la voie de l'assouplissement. La plupart des changements postérieurs au référendum ont été en faveur de conditions monétaires plus accommodantes, souvent explicitement motivées par le Brexit ou la conjoncture mondiale difficile. Seules exceptions, quelques banques centrales de pays d'Amérique latine gros fournisseurs de produits de base ont dû relever leurs taux pour stabiliser les marchés des changes et contenir les poussées inflationnistes.

Sur les principaux marchés de titres à revenu fixe, les rendements sont sous pression

Alors que l'amplification de la détente monétaire devenait perceptible, les principaux marchés des titres à revenu fixe sont demeurés sous pression. Selon des estimations prudentes, les obligations d'État s'échangeant à des taux négatifs représentaient plus de 10 000 milliards de dollars dans les jours suivant le Brexit (graphique 4, cadre

supérieur gauche)⁵. Des rendements négatifs ont commencé à être observés dans le segment des obligations d'entreprises de première qualité dans les économies avancées. Fin août, d'après certaines estimations du marché, la part des titres à revenu fixe émis par des entreprises de première qualité de la zone euro qui s'échangeaient à des rendements négatifs allait jusqu'à 30 %. En juillet, l'Allemagne a réussi le tout premier placement public de *bunds* à 10 ans assortis d'un taux négatif (-0,05 %). Sur le marché des emprunts d'État, les achats de la Banque d'Angleterre, conjugués à la réticence initiale des investisseurs institutionnels peu disposés à vendre, ont fait plonger les rendements à leurs plus bas historiques. Entre le référendum et début septembre, les échéances proches de 10 ans avaient généré des plus-values de près de 6 %. Certaines obligations d'État à échéances plus éloignées ont affiché des gains supérieurs à 20 %. Grâce aux plus-values résultant des rendements en baisse, les rendements dégagés cette année sur les marchés des titres à revenu fixe ont rivalisés avec ceux des marchés d'actions (graphique 4, cadre supérieur droit).

De ce fait, les principaux rendements obligataires ont continué de plonger vers des creux historiques. Les taux courts pratiquement nuls observés aux États-Unis et au Royaume-Uni étaient les plus bas mesurés depuis la Grande Dépression ; quant à l'Allemagne et au Japon, les taux courts enregistrés pendant l'été n'avaient jamais été aussi loin en territoire négatif. Fin septembre, le rendement nominal des obligations à échéance proche de 10 ans était aussi historiquement bas dans ces pays (graphique 4, cadre inférieur gauche).

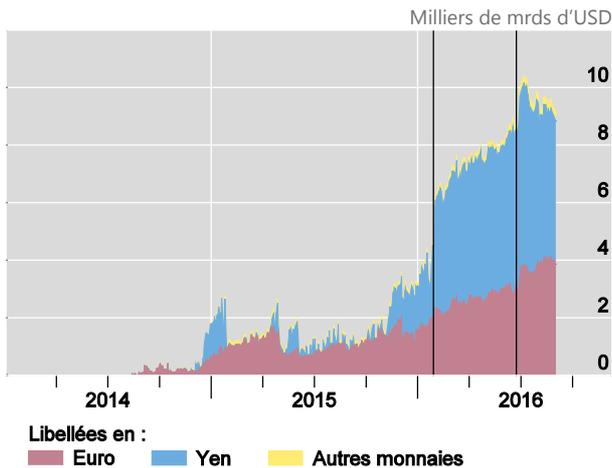
Dans ce contexte, certains observateurs se sont interrogés sur l'éventuelle surévaluation des marchés des titres à revenu fixe. Il est délicat de définir la surévaluation d'obligations d'État, mais une comparaison avec la croissance du PIB nominal donne à penser que les rendements sont bas. Au cours des 65 dernières années, les grandes tendances des rendements obligataires à 10 ans ont assez bien coïncidé avec celles de la croissance du PIB nominal aux États-Unis, en Allemagne, au Japon et au Royaume-Uni. Il est probable que les composantes « rendement réel » et « anticipation d'inflation » des rendements nominaux ont fluctué parallèlement à la croissance du PIB réel et à l'inflation, respectivement. Depuis quelque temps déjà, les rendements obligataires nominaux sont très inférieurs à la croissance du PIB nominal dans ces quatre pays⁶.

Ces rendements obligataires historiquement bas ont coïncidé avec la faiblesse des primes d'échéance estimées, laquelle semble s'être accélérée après l'adoption de taux d'intérêt négatifs, d'abord dans la zone euro puis au Japon. Le Brexit paraît avoir accentué la compression des primes (graphique 4, cadre inférieur droit), mais les anticipations de taux d'intérêt y ont aussi contribué. Le fait que les investisseurs réévaluent la probabilité que l'assouplissement monétaire se poursuive pour ce qui concerne les principales monnaies a pesé sur les rendements nominaux (mêmes graphique et cadre). Cela est vrai en particulier pour les États-Unis, où les anticipations précédentes – prévoyant une normalisation plus rapide – se sont en partie inversées au début de 2016. Dans la zone euro, la composante « anticipations » a joué un rôle plus mineur.

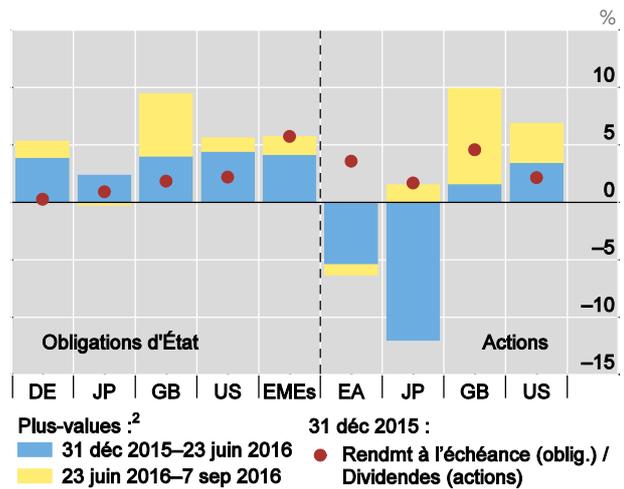
⁵ Selon d'autres estimations, incluant les obligations d'entreprises de première qualité, le chiffre oscillerait entre 13 000 et 16 000 milliards de dollars.

⁶ Pour une analyse plus approfondie du bas niveau actuel des taux d'intérêt, voir le *86^e Rapport annuel* de la BRI, [Chapitre II](#).

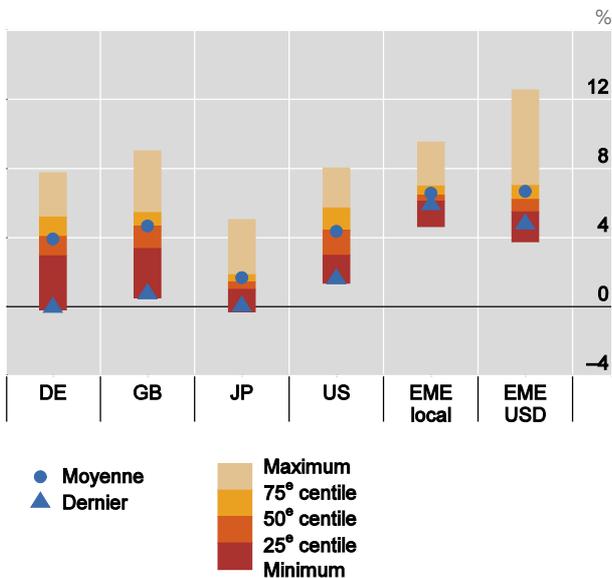
Obligations d'État assorties de rendements négatifs¹



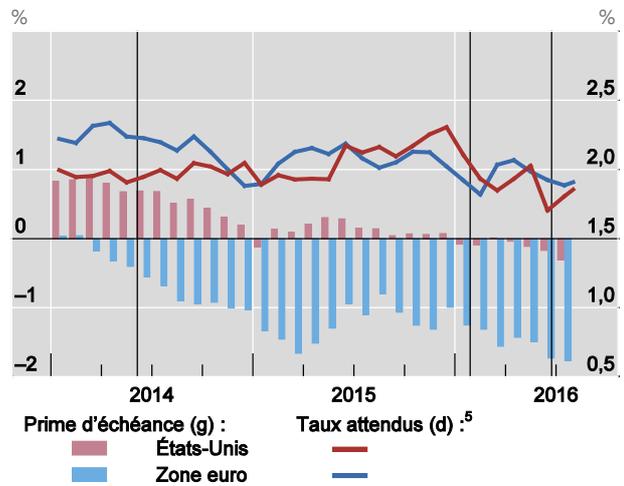
Plus-values et rendements



Perspective à long terme du rendement des obligations d'État³



Composantes des rendements obligataires⁴



DE = Allemagne ; EA = zone euro ; EME local = indice JPMorgan GBI-EM 7-10 ans, rendement à l'échéance, en monnaie locale ; EME USD = indice JPMorgan EMBI Global 7-10 ans, rendement à l'échéance en dollar ; GB = Royaume-Uni ; JP = Japon ; US = États-Unis.

Lignes verticales, cadre supérieur gauche : 29 janvier 2016 (annonce par la Banque du Japon de taux d'intérêt négatifs sur les réserves) et 23 juin 2016 (référendum sur le Brexit) ; cadre inférieur droit : 5 juin 2014 (annonce par la BCE d'un taux négatif sur la facilité de dépôt), 29 janvier 2016 (annonce par la Banque du Japon de taux négatifs sur les réserves) et 23 juin 2016 (référendum sur le Brexit).

¹ Sur la base des composantes de l'indice Bank of America Merrill Lynch World Sovereign. ² Rendements périodiques sur les périodes indiquées. Obligations d'État : sur la base des indices obligataires consolidés de Barclays 7-10 ans ; actions : indices boursiers. ³ Valeurs historiques de long terme du rendement des obligations d'État 10 ans en monnaie locale. ⁴ Décomposition du rendement nominal 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. Rendements exprimés en termes zéro coupon. Zone euro : obligations de l'État français. ⁵ Différence entre le rendement nominal des obligations 10 ans à coupon zéro et la prime d'échéance estimée pour les obligations 10 ans.

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Barclays ; Bloomberg ; JPMorgan Chase ; et calculs BRI.

L'exubérance régnait sur les autres marchés financiers

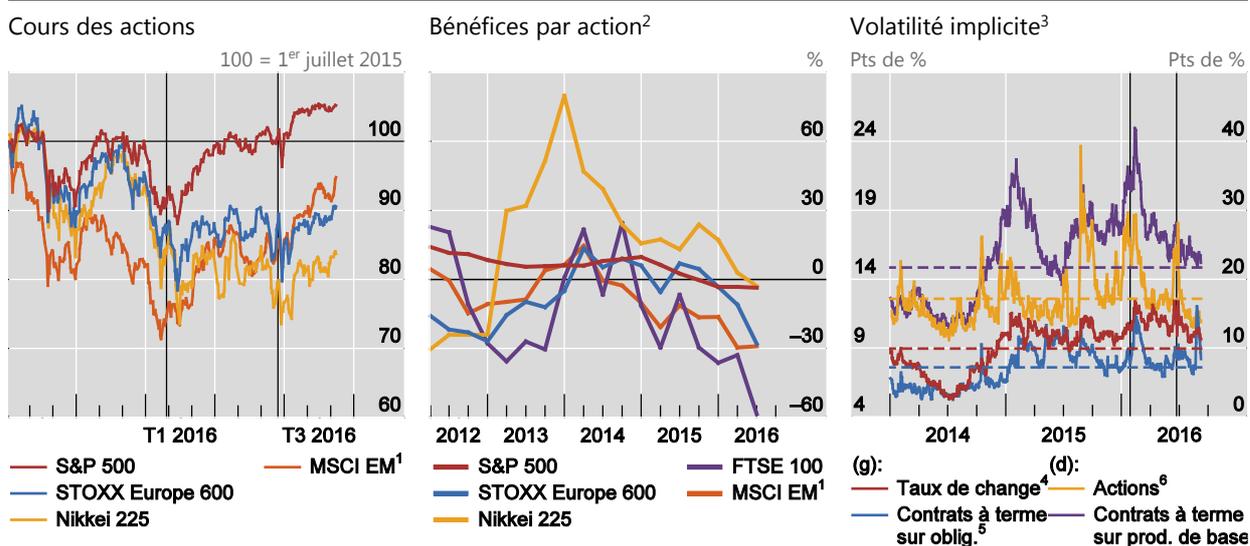
Alors que les rendements sur les principaux marchés des titres à revenu fixe descendaient à des niveaux records pour les échéances plus éloignées, ce qui est généralement associé à un ralentissement attendu de la croissance, les marchés boursiers et d'autres segments du marché ont montré un regain d'effervescence, renforçant l'impression de dissonance.

Les marchés avaient déjà amorcé une reprise il y a quelques mois, après un début d'année difficile. Le point d'inflexion se situe dans les semaines qui ont suivi l'adoption de taux d'intérêt négatifs par la Banque du Japon, le 29 janvier, et précédé l'annonce par la BCE de l'amplification de la politique d'assouplissement, le 10 mars. En juillet et en août, les marchés financiers ont laissé le Brexit derrière eux et affiché de nouveau une véritable exubérance. À la mi-juillet, malgré un tassement des bénéfices, les marchés d'actions américains avaient pulvérisé leurs records de hausse (graphique 5, cadre de gauche et du milieu). Dans les EME aussi, après avoir dégringolé au deuxième trimestre, les cours des actions sont remontés jusqu'aux niveaux constatés un an plus tôt. Les valorisations européennes et japonaises étaient plus hésitantes, freinées par les difficultés liées à leurs propres incertitudes.

La volatilité implicite a eu tendance à s'atténuer, revenant vers les moyennes d'après la crise, voire au-dessous (graphique 5, cadre de droite). La volatilité des

Les marchés se sont remis des turbulences du début de l'année

Graphique 5



Lignes verticales des cadres de gauche et de droite : 29 janvier 2016 (annonce par la Banque du Japon de taux d'intérêt négatifs sur les réserves) et 23 juin 2016 (référendum sur le Brexit).

¹ Indice MSCI Marchés émergents, en dollar. ² Bénéfice par action (12 derniers mois), moyennes trimestrielles, variations en glissement annuel. ³ Lignes horizontales discontinues : moyennes arithmétiques de la période 2012-2015 pour chaque série de volatilité implicite. 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 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. ⁶ Volatilité implicite des indices S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 et Nikkei 225 ; moyenne pondérée sur la base de la capitalisation boursière. ⁷ Moyenne arithmétique de la volatilité implicite dans les options à parité sur les contrats à terme sur le pétrole, l'or et le cuivre.

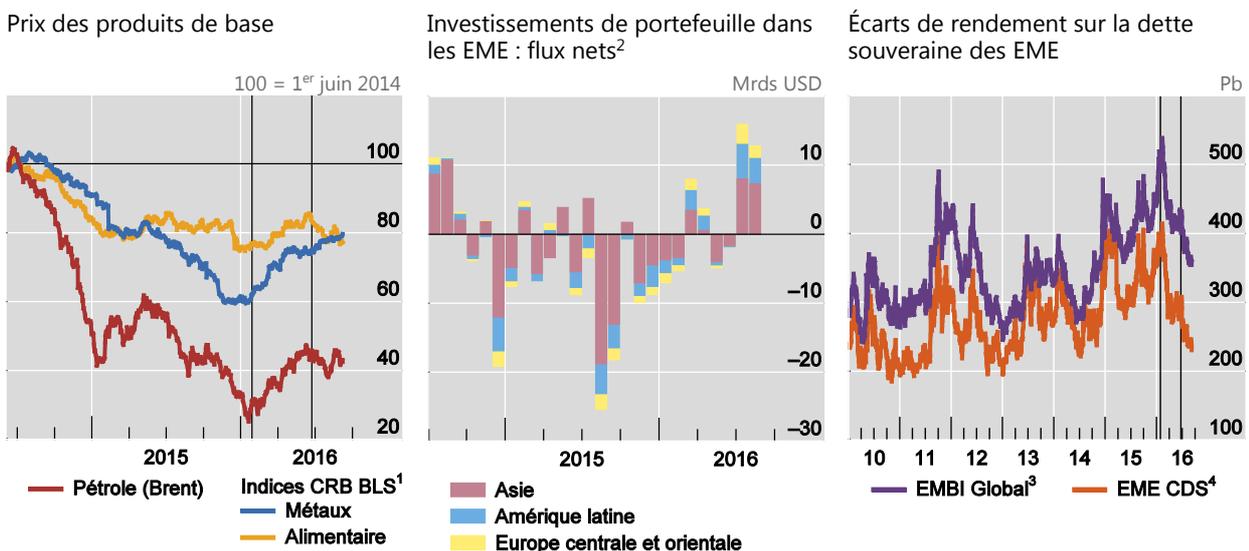
Sources : Bloomberg ; Datastream ; EPFR ; et calculs BRI.

marchés boursiers s'est rapidement rapprochée des creux inscrits en juillet 2014. Sur les autres marchés, la volatilité était moins modérée : fluctuant autour de sa moyenne récente, elle demeurait éloignée des points bas atteints en 2014. Le Brexit a effectivement accentué la volatilité, mais cet effet a été aussi éphémère que sur les cours. Les valorisations élevées affichées par la plupart des catégories d'actifs ont pu aider au maintien d'une faible volatilité⁷.

Le mécanisme classique de quête de rendement semble avoir largement contribué aux évolutions observées sur les marchés des titres à revenu fixe dans les EME, soutenues par des signes d'amélioration des perspectives macroéconomiques. Avec le redressement des prix des produits de base consécutif à leurs creux du début 2016 (graphique 6, cadre de gauche), les EME ont recommencé à recevoir des flux de capitaux substantiels (graphique 6, cadre du milieu). Même si les prix des produits de base étaient encore loin des niveaux élevés constatés avant la mi-2014, la reprise timide a aidé à apaiser les craintes concernant les perspectives de croissance de plusieurs grandes EME, surtout en Amérique latine. Plus généralement, un nombre croissant d'observateurs estimaient que les taux de croissance des EME ne pouvaient que remonter. Les écarts de rendement sur les titres souverains et les primes des contrats dérivés sur défaut (CDS) se sont réduits de 45 points de base après le 23 juin, soit une contraction totale de plus de 150 points depuis fin janvier (graphique 6, cadre de droite).

Rebond des prix des produits de base et reprise des flux vers les EME

Graphique 6



Lignes verticales des cadres de gauche et de droite : 29 janvier 2016 (annonce par la Banque du Japon de taux d'intérêt négatifs sur les réserves) et 23 juin 2016 (référendum sur le Brexit).

¹ CRB BLS : Commodity Research Bureau – Bureau of Labor Statistics. ² Cumul mensuel de données hebdomadaires des grandes économies de chaque région, au 31 août 2016. Couverture des données : flux de portefeuille nets (corrégés des variations de change) investis dans des fonds spécialisés dans certaines EME et dans des fonds spécialisés dans les EME pour lesquels la décomposition par pays/région est disponible. ³ Indice JPMorgan EMBI Global, écarts de rendement (hors garanties). ⁴ Indice CDX.EM des marchés émergents (moyenne de la prime CDS à 5 ans, dernière émission).

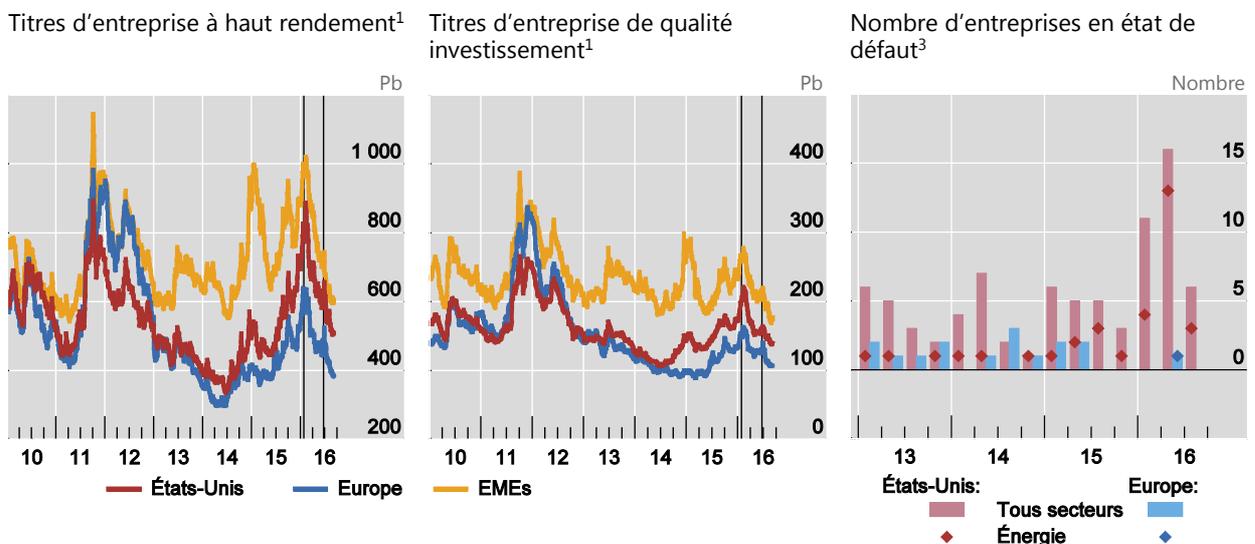
Sources : US Energy Information Administration ; Bloomberg ; Datastream ; EPFR ; JPMorgan Chase ; et calculs BRI.

⁷ Au sujet de la volatilité et pour une perspective historique sur cette question, voir « Malgré un épisode de volatilité, les marchés tiennent bon », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2014.

Les conditions sur les marchés du crédit au secteur privé se sont sensiblement détendues. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises à haut rendement et de catégorie investissement en Europe et dans les EME ont diminué comme jamais depuis le début de 2015 (graphique 7, cadres de gauche et du milieu). Les écarts sur les titres d'entreprises américaines se sont moins réduits en proportion, peut-être en raison de la forte exposition au secteur pétrolier et des signes persistants d'un retournement prochain du cycle des défauts (graphique 7, cadre de droite). La décision prise par la Banque du Japon, en janvier, d'opter pour un taux d'intérêt négatif semble avoir marqué un tournant pour ces marchés. Les modifications apportées au programme d'achat d'actifs de la BCE ont renforcé l'écart qui persistait entre les primes de risque respectivement libellées en dollar et en euro⁸. Les entreprises américaines ont ainsi été encouragées à émettre des emprunts en euro ; les swaps en dollar qu'elles ont conclus par la suite ont contribué à l'élargissement de l'écart de taux entre monnaies (la « base ») depuis 2014⁹.

Les primes de risque se sont considérablement resserrées malgré un retournement du cycle des défauts

Graphique 7



Lignes verticales des cadres de gauche et du milieu : 29 janvier 2016 (annonce par la Banque du Japon de taux d'intérêt négatifs sur les réserves) et 23 juin 2016 (référendum sur le Brexit).

¹ Écarts, corrigés des clauses optionnelles, par rapport aux titres du Trésor américain. ² Entreprises en défaut sur l'ensemble de leurs engagements à long terme ; T3 2016 : données jusqu'au 7 septembre 2016.

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Bloomberg ; Moody's ; et calculs BRI.

⁸ Le 10 mars, la BCE a annoncé que les obligations de catégorie investissement libellées en euro et émises par des entreprises non financières faisaient désormais partie des actifs pouvant faire l'objet d'achats normalisés. D'après la BCE, les écarts de rendement sur les obligations d'entreprises de catégorie investissement admissibles au rachat se sont resserrés de 11 points de base au cours des deux semaines suivantes. De surcroît, les écarts sur les obligations à haut rendement et sur les obligations d'entreprises financières (non admissibles) ont chuté de respectivement 25 et 5 points de base. Voir BCE, *Bulletin économique* (2016), numéro 5, encadré 2.

⁹ C. Borio, R. McCauley, P. McGuire et V. Sushko, « Covered interest parity lost: understanding the cross-currency basis », encadré B, *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2016.

Des valorisations bancaires plombées

Alors que les marchés boursiers de certains pays atteignaient de nouveaux sommets durant l'été, les valeurs bancaires ont continué de plonger et les marchés monétaires ont affiché des signes de tension, ajoutant encore une note dissonante. Même si les instruments de dette des banques ont semblé bénéficier de la quête mondiale de rendement, leurs ratios cours/valeur comptable sont demeurés dans le bas de la fourchette observée après la Grande Crise financière. Des interrogations subsistaient quant à la capacité des banques à produire des bénéfices suffisants dans un contexte de compression des primes d'échéance et de ralentissement de la croissance, en particulier au Japon et dans la zone euro. Les taux faibles ou négatifs constituaient un autre défi de taille pour les banques (encadré B).

Les anticipations d'une croissance morose dans les économies avancées et l'incertitude engendrée par l'issue du référendum britannique ont pesé sur le cours des actions bancaires en juin. Le lendemain du scrutin, l'indice EuroStoxx Banks a perdu 18 %, la pire baisse de son histoire (graphique 8, cadre de gauche). L'incertitude croissante a remis au premier plan les questions récurrentes sur la santé des banques d'Europe continentale, alors que les actions des grandes banques allemandes subissaient des pertes à deux chiffres et que celles des banques italiennes et espagnoles plongeaient vers de nouveaux creux. Les banques britanniques ont également été touchées, dans un contexte où les perspectives s'assombrissaient pour l'économie nationale et où il devenait urgent de repenser les modèles économiques. À l'annonce du résultat du référendum, les cours boursiers des principales banques ont affiché des baisses conséquentes, supérieures à 15 % dans la plupart des cas.

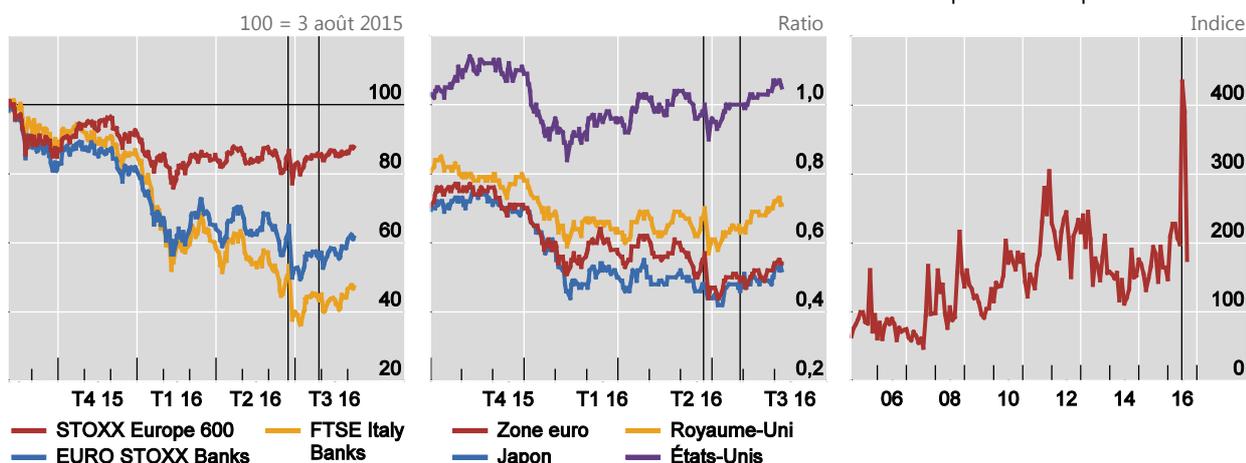
Le Brexit, nouvelle source de difficultés pour les banques

Graphique 8

Cours des actions

Ratios cours/valeur comptable¹

Incertitudes quant aux politiques économiques en Europe²



Lignes verticales des cadres de gauche et du milieu : 23 juin 2016 (référendum sur le Brexit) et 29 juillet 2016 (annonce des résultats des tests de résistance conduits dans toute l'UE) ; cadre de droite : 23 juin 2016 (référendum sur le Brexit).

¹ Pour les banques. ² Indice mensuel des actualités européennes, sur la base des articles de presse consacrés à l'incertitude en matière de politique économique ; moyenne de 10 journaux européens.

Sources : S. Baker, N. Bloom et S. Davis (à paraître), « Measuring Economic Policy Uncertainty », *Quarterly Journal of Economics*, www.policyuncertainty.com ; Bloomberg ; et Datastream.

Après cette phase initiale, cependant, les valorisations bancaires ont plus ou moins rebondi. Le plan de relance annoncé par la Banque d'Angleterre le 4 août a permis aux valeurs bancaires britanniques de regagner un peu de terrain, mais elles s'échangeaient toujours bien au-dessous de leur valeur comptable. Globalement, la chute des principaux indices de valeurs bancaires britanniques et américains a été relativement éphémère et les cours sont rapidement revenus aux niveaux d'avant le référendum. L'indice EuroStoxx Banks a été comparativement plus long à se redresser. Au début du mois de septembre, les actions des banques de la zone euro se négociaient à moins de la moitié de leur valeur comptable, reflétant des doutes concernant leur capacité à générer des bénéfices dans un environnement caractérisé par la faiblesse des taux et de la croissance (graphique 8, cadre du milieu). La poussée de volatilité implicite observée après le référendum était modérée, mais les incertitudes relatives aux politiques économiques en Europe se sont intensifiées. Un indice d'incertitude¹⁰ en particulier a atteint des niveaux records en juin (graphique 8, cadre de droite).

La faiblesse des ratios cours/valeur comptable dans le secteur bancaire est particulièrement frappante par rapport aux valorisations relativement élevées des indices de référence plus larges. Contrairement aux banques, les sociétés non financières (SNF) sont plutôt avantagées par le faible niveau des taux d'intérêt réels, parce qu'il diminue leurs charges d'intérêt nettes ainsi que les facteurs d'actualisation de leurs revenus futurs. Les valorisations des actions des SNF ont en outre été poussées à la hausse par les rachats d'actions ; aux États-Unis, ceux-ci ont augmenté de 43 % entre 2011 et 2015.

Les résultats des tests de résistance conduits en 2016 par l'Autorité bancaire européenne (ABE) et publiés le 29 juillet n'ont pas rassuré les investisseurs en actions. Il en ressort qu'une seule (Monte dei Paschi di Siena, MPS) des 51 banques examinées ferait défaut si le scénario défavorable se réalisait. En revanche, cinq banques ne satisferaient pas au critère de 7 % défini par Bâle III pour CET1, et deux tiers des établissements afficheraient un ratio CET1 inférieur à 10 % dans le scénario de tensions.

Les marchés ont réagi brièvement à la publication de ces résultats, qui, peu ou prou, correspondaient aux anticipations initiales des investisseurs. Les valeurs bancaires ont fortement décroché lors de la publication des résultats, mais sont vite remontées à leurs niveaux précédents. Par comparaison, d'autres tests avaient eu un impact plus important et plus durable sur les valorisations boursières, tant positif (comme en 2010) que négatif (comme en 2014 ; graphique 9, cadre de gauche).

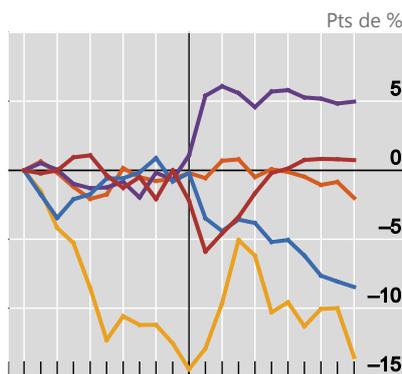
Si les cours des actions des banques européennes étaient déprimés, leurs dettes de premier rang et leurs obligations convertibles sous condition (CoCo) ont regagné une partie de la valeur perdue au premier trimestre de l'année (graphique 9, cadre du milieu). Le rétrécissement des primes CDS et des écarts de rendement des CoCo, combiné à la baisse du cours des actions et des anticipations de bénéfices, semble indiquer que, en dépit du fait que les investisseurs anticipaient la persistance d'une faible rentabilité pour les principales banques européennes, les préoccupations relatives à la solvabilité demeuraient modérées puisque la quête de rendement élargie a bénéficié à un certain nombre d'instruments de dette bancaires.

¹⁰ S. Baker, N. Bloom et S. Davis (à paraître), « Measuring Economic Policy Uncertainty », *Quarterly Journal of Economics*.

Les anticipations de bénéfices médiocres ont accentué les doutes concernant les perspectives du secteur bancaire

Graphique 9

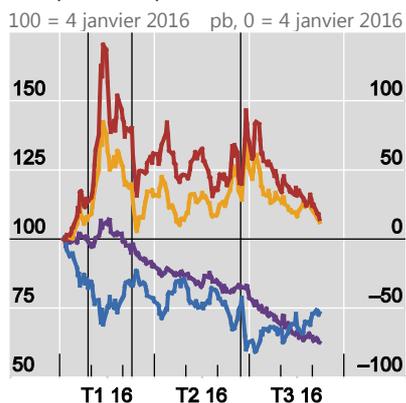
Réactions aux tests de résistance¹



Publication des tests de résistance dans l'UE :

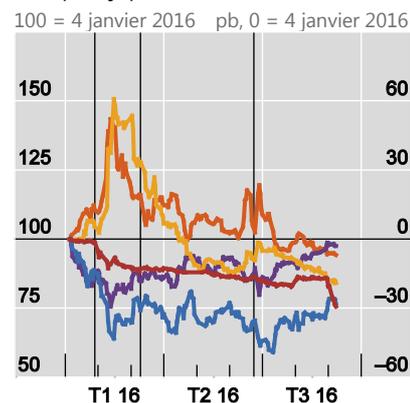
— 29 juil 2016 — 23 juil 2010
 — 27 oct 2014 — 10 oct 2009
 — 15 juil 2011

Banques européennes^{2, 3}



— Cours des actions (d) : — CoCo YTM⁴
 — Senior unsecured YTM⁵
 — CDS

Banques japonaises et américaines²



Japon :⁶ — Cours des actions (g) — CoCo YTM (d)⁴
 — CDS (d) — États-Unis :⁷ — Cours des actions (g) — CDS (d)

Lignes verticales des cadres du milieu et de droite : 29 janvier 2016 (annonce par la Banque du Japon de taux d'intérêt négatifs sur les réserves), 10 mars 2016 (annonce par la Banque centrale européenne de l'élargissement de son programme d'achat d'actifs) et 23 juin 2016 (référendum sur le Brexit).

¹ Rendements anormaux cumulés de l'EURO STOXX Banks par rapport à l'EURO STOXX 600 dans la fenêtre indiquée (jours ouvrables). Le repère 0 correspond à la date de publication ou au jour ouvrable suivant si les données ont été publiées un week-end ou après la clôture. ² Moyenne arithmétique calculée à partir des données disponibles pour les banques et les holdings bancaires citées. ³ Barclays, Banco Santander, BBVA, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Intesa Sanpaolo, Société Générale, UBS et UniCredit. ⁴ YTM (yield-to-maturity) : rendement à l'échéance, sur la base des obligations convertibles sous condition (CoCo) perpétuelles. ⁵ Senior unsecured YTM : 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. ⁶ Pour les actions et obligations CoCo, Mizuho Financial Group, Mitsubishi UFJ Financial Group, Nomura Holdings, Sumitomo Mitsui Financial Group et Sumitomo Mitsui Trust and Banking Ltd ; pour les CDS, Mizuho Bank, Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ, Nomura Holdings, Sumitomo Mitsui Banking Corporation et Sumitomo Mitsui Trust and Bank Ltd. ⁷ Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs, JPMorgan, Morgan Stanley et Wells Fargo.

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

Les difficultés rencontrées en Europe faisaient écho à celles du secteur bancaire japonais. Pour tenter d'améliorer leur rentabilité, les trois plus grandes banques du Japon ont vendu un gros volume d'obligations d'État au deuxième trimestre, multipliant ainsi par plus de deux leur résultat net d'exploitation par rapport à la même période l'an dernier. Quoi qu'il en soit, les taux négatifs et l'atonie persistante de la croissance économique ont continué d'éroder les bénéfices bancaires, poussant les valorisations vers de nouveaux points bas. Et, comme en Europe, les primes CDS et les écarts de rendement des CoCo se sont considérablement réduits par rapport aux pics enregistrés en début d'année (graphique 9, cadre de droite).

Les résultats positifs des banques américaines ont creusé le fossé avec l'Europe et le Japon. Au deuxième trimestre, les bénéfices des six premières banques des États-Unis ont été conformes, voire supérieurs, aux anticipations et, à l'exception des filiales de deux banques européennes, le secteur bancaire a obtenu des résultats satisfaisants aux tests de résistance de la Fed. Les marges d'intérêt nettes sont demeurées à peu près inchangées depuis le relèvement de taux opéré par la Fed en décembre.

Les tensions apparues récemment sur les marchés monétaires ont aggravé un tableau déjà globalement défavorable : l'écart Libor/OIS à 3 mois s'est envolé entre début juillet et fin août, passant de 25 à quelque 40 points de base (graphique 10,

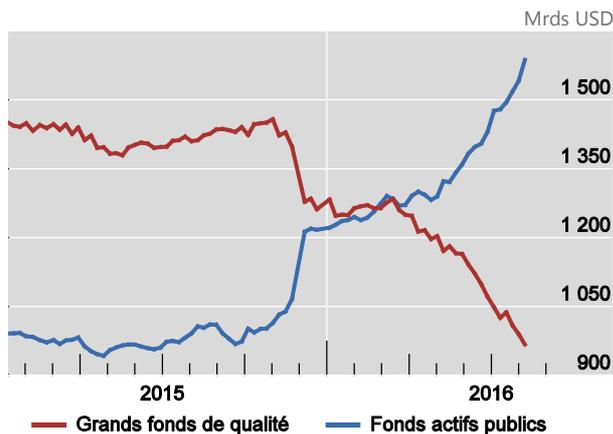
cadre de droite). Des pics de cet ordre ont été observés par le passé, quand le risque de contrepartie était un motif d'inquiétude, en particulier pendant la Grande Crise financière de 2007-2009 puis durant la crise de la dette souveraine en Europe. Cette fois, la hausse semble principalement liée aux réformes de la réglementation visant à améliorer la résilience des fonds du marché monétaire américain. En vertu des nouvelles règles applicables à compter du 14 octobre 2016, il faudra notamment que les grands fonds monétaires (qui investissent dans des actifs non publics) et les fonds institutionnels exonérés d'impôt adoptent le modèle de la valeur liquidative variable. En outre, ils seront autorisés à imposer des restrictions de remboursement et des commissions de liquidité en cas d'augmentation importante des sorties.

Anticipant ces règles, les investisseurs se sont en partie détournés des grands fonds depuis fin 2015, au profit des fonds investissant dans des actifs du secteur public. C'est ainsi que, dernièrement, près de 250 milliards de dollars sont sortis des premiers, tandis que plus de 300 milliards de dollars affluaient vers les seconds (graphique 10, cadre de gauche). Cela a commencé à entraîner des difficultés de financement pour les banques non américaines, en particulier japonaises, qui dépendaient largement de grands fonds de qualité pour se financer en dollar. De ce fait, la demande de financements a augmenté sur le marché des swaps croisés dollar/yen, amplifiant les anomalies préexistantes de la base (graphique 10, cadre de droite)¹¹.

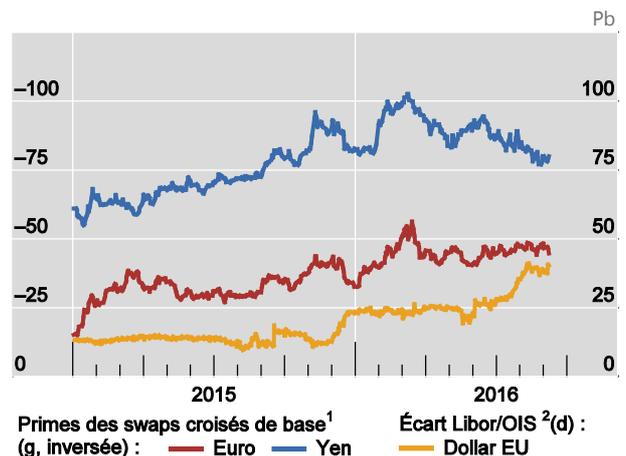
Les tensions s'accroissent sur les marchés de financement en dollar

Graphique 10

Actifs des fonds monétaires, par type de fonds



Écarts Libor/OIS et primes des swaps croisés de base



¹ Primes des swaps croisés de base à cinq ans contre des dollars. ² Écarts à trois mois.

Source : Bloomberg.

¹¹ C. Borio, R. McCauley, P. McGuire et V. Sushko, « Covered interest parity lost: understanding the cross-currency basis », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2016.

La liquidité des marchés des titres à revenu fixe au lendemain du Brexit

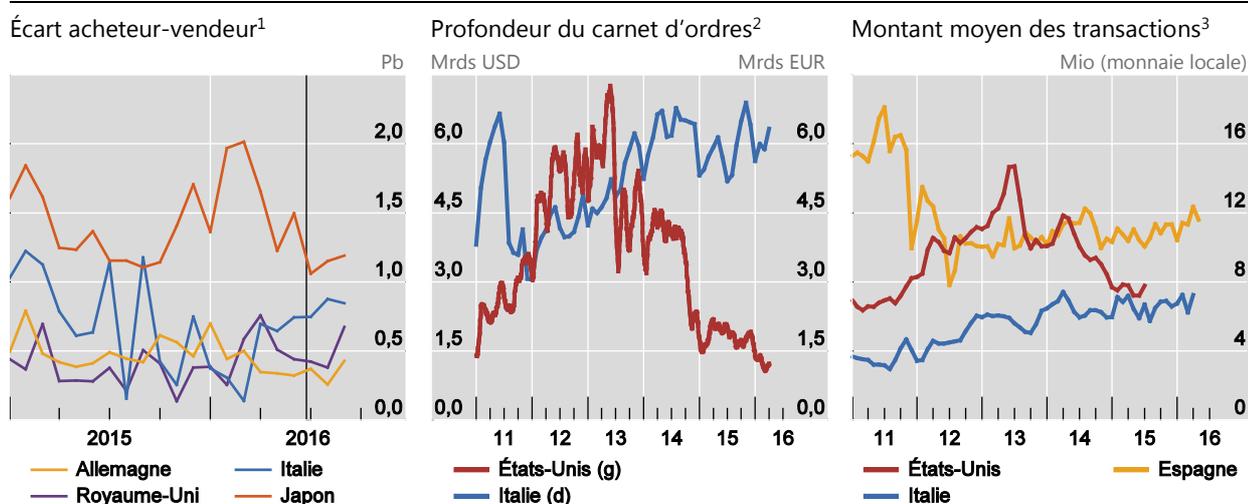
Avant le référendum britannique sur la sortie de l'Union européenne (« Brexit »), nombre d'observateurs avaient exprimé des préoccupations quant à la résilience des marchés en cas d'issue inattendue du scrutin. Pourtant, sur les principaux marchés des titres à revenu fixe, et d'ailleurs sur la majorité des autres marchés, il est apparu que le système était à même d'absorber sans heurt les brèves turbulences qui ont suivi le résultat du référendum (graphique A, cadre de gauche) : le fonctionnement des marchés n'a pratiquement pas été perturbé. Mais des questions persistent quant à la résilience sous-jacente des marchés.

La liquidité de marché se définit comme la capacité à exécuter rapidement et à faible coût des transactions financières importantes, avec une incidence limitée sur les prix^①. La finance de marché jouant un rôle de plus en plus grand dans les systèmes financiers du monde entier, la liquidité de marché revêt une importance croissante au regard de la stabilité financière. C'est particulièrement vrai des principaux instruments à revenu fixe, qui remplissent des fonctions critiques : placements, sûretés ou encore références de tarification.

D'après la plupart des indicateurs, il ne s'est pas produit d'importante raréfaction structurelle de la liquidité ces dernières années sur les marchés financiers. L'écart acheteur-vendeur, par exemple, est resté stable et étroit sur les principaux marchés d'obligations souveraines (graphique A, premier cadre). La profondeur du carnet d'ordres et le montant moyen des transactions ont certes baissé sur certains marchés, mais sans tomber pour autant à des creux historiques (graphique A, deuxième et troisième cadres).

Sur les principaux marchés obligataires, la liquidité a bien résisté au Brexit

Graphique A



Cadre de gauche : la ligne verticale correspond au 23 juin 2016 (référendum sur le Brexit).

¹ Obligations d'État à 10 ans. ² Profondeur du carnet d'ordres = les cinq meilleurs ordres d'achat et de vente ; États-Unis : moyennes mobiles sur 21 jours de la profondeur journalière moyenne pour la dernière émission de bons du Trésor américain à 2 ans ; Italie : moyennes mensuelles des obligations d'État italiennes à moyen-long terme (source : MTS Cash). ³ États-Unis : montant moyen des transactions sur bons du Trésor américain à 2 ans ; Italie : moyenne pondérée de toutes les obligations souveraines ; Espagne : moyenne pondérée des engagements du secteur public ; moyennes mobiles sur 3 mois.

Sources : Banques centrales nationales ; Comité sur le système financier mondial, « Fixed income market liquidity », *CGFS Papers*, n° 55, janvier 2016 ; et Thomson Reuters Eikon.

Cela dit, les marchés financiers ont connu, ces dernières années, plusieurs épisodes de tension brefs mais intenses, comme la ruée éclair sur les titres du Trésor américain (15 octobre 2014) ou le choc obligataire allemand (mai-juin 2015). Bien qu'il existe différentes explications pour ces modifications soudaines des conditions de marché, le recours croissant des intervenants aux plateformes électroniques et la prolifération du courtage algorithmique sur certains marchés de titres à revenu fixe ont probablement joué un rôle important.^② Si cette « électronique » des marchés des titres à revenu fixe a contribué à abaisser les coûts de transaction et à améliorer la liquidité dans des conditions de marché normales, la prolifération de stratégies de négociation complexes et souvent opaques suscitent des préoccupations quant à leurs conséquences potentielles pour la stabilité des marchés en périodes de tension.

^① Comité sur le système financier mondial, « Fixed income market liquidity », *CGFS Papers*, n° 55, janvier 2016. ^② Département américain du Trésor, Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, Banque de Réserve fédérale de New York.

Taux négatifs et modèles économiques des banques

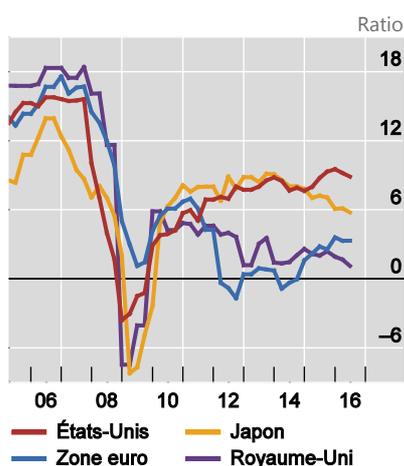
La faiblesse persistante de la rentabilité des banques remet en cause leur modèle économique traditionnel, sur la toile de fond de taux d'intérêt obstinément bas et de primes de risque comprimées.

Les valorisations de marché montrent que les investisseurs demeurent sceptiques quant à la capacité des banques à dégager des bénéfices dans un environnement marqué par des taux bas et une croissance poussive. Les ratios bancaires de rendement des fonds propres^① ne sont toujours pas revenus à leurs niveaux d'avant la Grande Crise financière, même s'il existe de grandes différences entre juridictions (graphique A, cadre de gauche). L'aplatissement des courbes de rendement, résultant d'une compression des taux longs, est l'un des facteurs que les marchés observent attentivement lorsqu'ils évaluent la question de savoir si, et comment, la rentabilité des banques peut se redresser^②.

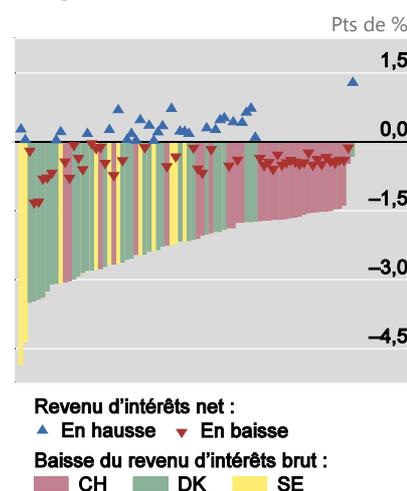
Les banques aux prises avec le rétrécissement de leurs marges

Graphique B

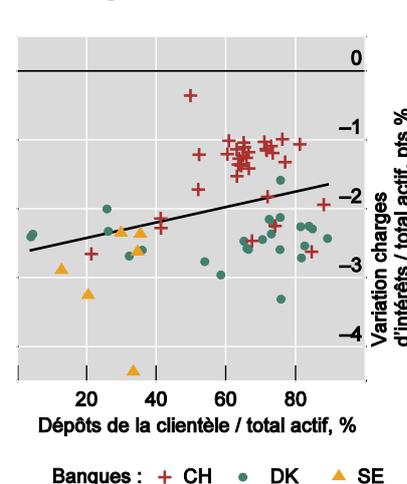
Rendement des fonds propres



La baisse du produit d'intérêts dépasse souvent la réduction des charges^{1,2}



Les banques qui se financent au détail bénéficient moins de la baisse des charges d'intérêts^{1,3}



CH = Suisse ; DK = Danemark ; SE = Suède.

¹ Sur la base d'un échantillon de 76 banques. ² Chaque triangle (barre) représente la variation du revenu d'intérêts net (brut), en pourcentage du total de l'actif d'une banque, entre 2008 et 2015. ³ L'axe horizontal indique les valeurs de 2015 ; l'axe vertical montre la variation entre 2008 et 2015. La ligne noire représente une simple tendance.

Sources : Datastream ; SNL ; et calculs BRI.

La rentabilité souffre essentiellement de l'aplatissement de la courbe des rendements. Les taux longs ont baissé tout particulièrement dans les pays où les investisseurs s'attendaient à ce que les taux courts restent bas pendant longtemps, et où la banque centrale a procédé à de vastes achats d'actifs afin de comprimer les primes d'échéance. La baisse des taux d'intérêt peut améliorer le revenu net des banques à court terme, parce que leurs portefeuilles de titres bénéficient d'une plus-value ponctuelle, mais aussi s'il s'avère que leurs financements deviennent moins onéreux. À long terme, cependant, l'aplatissement de la courbe peut peser sur les rendements de la transformation d'échéances et comprimer les marges d'intérêt nettes.

Deuxièmement, plus les taux d'intérêt diminuent, voire s'enfoncent en territoire négatif, plus il sera difficile d'appliquer aux engagements des banques une révision des taux qui corresponde à celle des actifs – une mesure qui aide à préserver les marges. En outre, les banques semblent hésiter à répercuter les taux courts négatifs sur les déposants. Ainsi, les pressions pesant sur les marges d'intérêt nettes sont particulièrement prononcées dans les pays où les taux d'intérêt sont négatifs. Ainsi, de nombreux établissements, au Danemark, en Suède et en Suisse, ont connu ces dernières années une baisse de leur produit d'intérêts brut (barres du graphique B, cadre du milieu) qui a dépassé l'allègement de leurs charges d'intérêts, et ils enregistrent depuis quelques années une compression de leur marge

d'intérêt nette (triangles, dans le même cadre). Un facteur critique, à cet égard, est la place qu'occupent les dépôts de détail et autres sources de financement similaires dans les engagements des banques (graphique B, cadre de droite).

En définitive, ce sont des facteurs spécifiques aux pays qui détermineront si et comment les banques peuvent compenser la baisse de leur marge d'intérêt nette. Le raffermissement de l'économie permettra aux banques d'accroître le volume de leurs activités de prêt traditionnelles. Certaines banques pourront être en mesure de compenser une partie de leur manque à gagner en développant d'autres sources de revenus, comme le négoce de titres et autres services générateurs de commissions. D'autres seront peut-être en mesure de dégager des gains d'efficacité, par exemple en réduisant les surcapacités ou en abaissant leur ratio coûts/revenu.

① Les ratios déclarés de rendement des fonds propres ne sont pas ajustés en fonction du risque. ② « The influence of monetary policy on bank profitability », C. Borio, L. Gambacorta et B. Hofmann, *BIS Working Paper* n° 514, 2015 ; et *86^e Rapport annuel BRI*, 2016, chapitre VI.