

## Au-delà des fluctuations de l'appétit pour le risque

Les prix de nombreux actifs ont stagné depuis la parution du dernier Rapport trimestriel de la BRI, début décembre, les sources d'incertitude restant nombreuses pour les investisseurs. Les acteurs du marché tablaient sur une évolution des politiques américaines, en particulier sur l'accroissement de la place accordée à la politique budgétaire, sur une poursuite du durcissement progressif de la politique monétaire, sur un mouvement de déréglementation et sur un protectionnisme commercial accru. Toutefois, des incertitudes demeuraient quant à la nature précise et au calendrier de ces changements et quant à leur impact. En février, les marchés boursiers se sont redressés aux États-Unis, tandis qu'en Europe, les investisseurs se sont focalisés sur les incertitudes politiques, ce qui a pesé sur les rendements des obligations souveraines dans un certain nombre de pays de la zone euro.

D'une manière plus générale, les corrélations entre les classes d'actifs, les régions et les secteurs se sont affaiblies. Les étroites corrélations qui avaient caractérisé les marchés pendant une grande partie de la période qui a suivi la Grande crise financière (GFC) semblent s'être rompues. Ce qui donne à penser que, sur la période, les fluctuations de l'appétit des investisseurs pour le risque ont moins influencé les valorisations dans leur ensemble.

Les cours des actions ont été largement soutenus par des données qui confirment une amélioration générale des perspectives macroéconomiques des économies avancées. L'industrie manufacturière et l'emploi se sont raffermis, tandis que l'inflation a enregistré une hausse généralisée, due en partie à des effets de base favorables et au rebond des cours des matières premières. Les politiques monétaires des grandes économies ont continué de diverger, en fonction, dans chaque cas, de la lecture faite par la banque centrale de la situation du pays. Si le Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale (FOMC) a relevé l'objectif du taux des fonds fédéraux d'un quart de point supplémentaire et a laissé entrevoir une légère accélération du resserrement, la BCE et la Banque du Japon ont maintenu leurs politiques de taux durablement bas. Les principaux marchés de titres à revenu fixe et les taux de change ont reflété cette divergence.

Les prix des actifs témoignent également d'une évolution de la perception des difficultés auxquelles sont confrontées les économies de marché émergentes (EME). Si les marchés ont largement surmonté les réactions négatives initiales qui ont suivi les élections présidentielles américaines, les valorisations relatives laissent penser que certaines économies ont continué de susciter des inquiétudes, qu'il s'agisse de leur

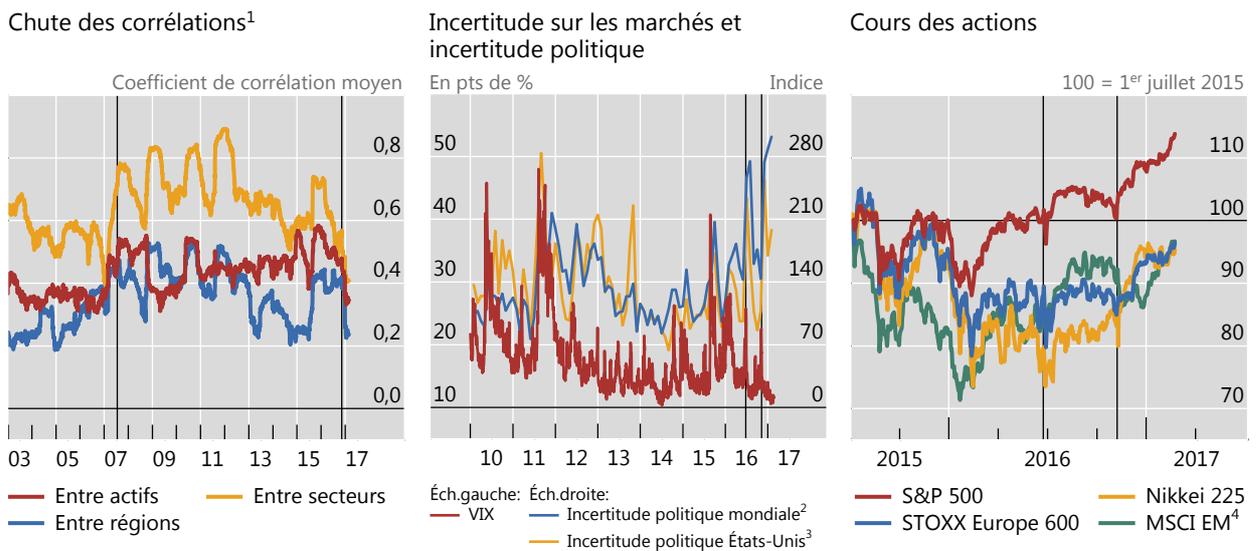
croissance, de leurs échanges commerciaux ou de leurs perspectives en matière de financement. Le marché des changes et le marché obligataire chinois ont ainsi enregistré une volatilité inhabituelle en fin d'année, l'assèchement de la liquidité coïncidant avec un environnement financier mondial moins accommodant.

## Rupture des corrélations

La récente évolution des marchés a été marquée par la forte dispersion des performances entre les classes d'actifs, les secteurs économiques et les régions. Les corrélations entre les classes d'actifs, qui reculaient régulièrement depuis la fin 2015, ont chuté après les élections américaines de novembre (graphique 1, cadre de gauche).<sup>1</sup> Cette rupture des corrélations contraste avec l'essentiel de la période postérieure à la GFC, où les marchés boursiers des économies avancées et émergentes, les écarts de rendement des obligations souveraines des EME, les rendements à long terme dans les économies avancées, le dollar et les écarts de rendement des obligations d'entreprises dans les économies avancées comme dans

Les corrélations chutent sous l'effet de la hausse des incertitudes politiques

Graphique 1



Les lignes verticales dans le cadre de gauche représentent le 17 juillet 2007 (annonce par Bear Stearns de la faillite virtuelle de deux de ses fonds de titres adossés à des emprunts hypothécaires) et le 8 novembre 2016 (élections présidentielles américaines) ; dans les cadres du milieu et de droite, elles marquent les dates du 23 juin 2016 (référendum sur le Brexit) et du 8 novembre 2016 (élections présidentielles américaines).

<sup>1</sup> Moyenne des coefficients de corrélation des évolutions quotidiennes des indices/actifs correspondants inclus dans chaque catégorie (coefficients bilatéraux glissants à six mois) ; le signe des corrélations négatives est inversé. Corrélations régionales : principaux indices boursiers pour BR, CN, GB, HK, JP, KR, MX, PL, RU, TR, US et l'Europe ; corrélations sectorielles : sous-indices sectoriels de niveau 1 de l'indice S&P 500 (11 sous-indices) ; corrélations entre classes d'actifs : indice MSCI Emerging Markets, rendement moyen des indices boursiers et rendements des obligations d'État à 10 ans des principales économies avancées (DE, GB, JP et US), indice EMBI, indice DXY, indices des obligations d'entreprises à haut rendement et de catégorie investissement pour les EME et les économies avancées. <sup>2</sup> Indice d'incertitude politique économique mondiale, basé sur une pondération du PIB corrigé de la parité de pouvoir d'achat. <sup>3</sup> Indice d'incertitude politique basé sur l'actualité (États-Unis). <sup>4</sup> Indice MSCI Emerging Markets, en dollar.

Sources : S. Davis, *An Index of Global Economic Policy Uncertainty*, [www.PolicyUncertainty.com](http://www.PolicyUncertainty.com); Bloomberg ; Datastream ; et calculs BRI.

<sup>1</sup> Les corrélations entre les régions et entre les secteurs ont suivi des trajectoires comparables.

les économies émergentes semblaient suivre une évolution parallèle. Dans un environnement mondial sans croissance mais à la liquidité abondante, les décisions des banques centrales paraissent attirer les investisseurs dans des phases successives d'achat et de vente de risque. La chute des corrélations semble indiquer que les facteurs communs qui, jusqu'à récemment, tiraient les performances, ont continué à relâcher leur emprise sur les marchés durant la période considérée.<sup>2</sup>

La montée des incertitudes politiques s'est accompagnée d'une baisse des corrélations entre les performances. Des incertitudes ont en effet persisté quant au calendrier et à l'ampleur d'un certain nombre d'ajustements politiques aux États-Unis, même si la nouvelle administration a réaffirmé sa volonté de conduire un programme conjuguant déréglementation, expansion budgétaire et réduction du déficit commercial. L'éventail des politiques susceptibles d'être conduites s'est également élargi dans la zone euro, à l'orée d'une année électorale chargée. Tous ces facteurs ont contribué à une forte progression des indices d'incertitude politique, aux États-Unis comme dans le reste du monde (graphique 1, cadre du milieu).

Malgré ce climat d'incertitude, les marchés boursiers des économies avancées ont conservé les gains enregistrés après les élections américaines et ont même progressé en février (graphique 1, cadre de droite). La volatilité intégrée par le marché est également restée faible, l'indice VIX atteignant des points bas rarement observés depuis le début de la GFC. Des divergences importantes sont toutefois apparues entre les secteurs et entre les pays. Aux États-Unis, certains secteurs ont clairement tiré leur épingle du jeu (défense, construction, finance, industrie manufacturière, petites entreprises), tandis que d'autres ont cédé du terrain (secteurs à forte teneur en importations), alors même que les indices globaux atteignaient de nouveaux sommets (graphique 2, cadre de gauche). En Europe et au Japon, les marchés boursiers ont continué d'afficher une relative homogénéité tout au long de la période. Dans les EME, les valorisations des actions se sont nettement redressées, effaçant les pertes subies au lendemain du 8 novembre et, dans de nombreux cas, enregistrant des gains. Le rebond s'est toutefois avéré inégal d'une région émergente à l'autre (voir rubrique suivante).

La bonne performance des marchés boursiers a été soutenue par des signes convaincants d'amélioration durable de l'économie mondiale. Dans les économies avancées, les indices des directeurs d'achats (PMI) du secteur manufacturier et des services ont enregistré des gains importants depuis le milieu de l'année dernière, lesquels ont accéléré en décembre (graphique 2, cadre du milieu). Les indices du sentiment des marchés se sont améliorés dans les grandes économies avancées au lendemain des élections américaines.<sup>3</sup> Cette embellie fait écho au raffermissement de la confiance des consommateurs et des entreprises, laquelle a atteint aux États-Unis des niveaux inédits depuis fin 2014, date de l'arrêt par la Fed de son dernier programme d'achat d'actifs dans un contexte de marché favorable (graphique 2, cadre de droite).<sup>4</sup> Le regain de confiance s'est avéré plus modeste dans les autres économies avancées, mais il a été suffisant pour surmonter les effets négatifs du Brexit. Le PIB s'est avéré meilleur que prévu dans plusieurs économies au second

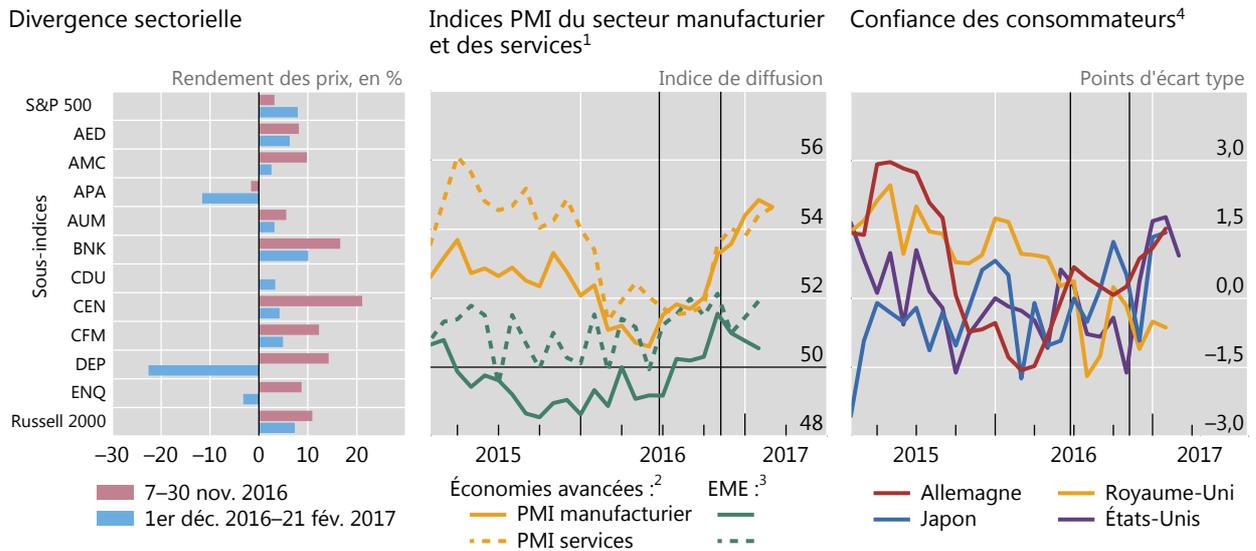
<sup>2</sup> La période en question va de fin novembre 2016 à fin février 2017.

<sup>3</sup> Voir « [Marchés financiers : un changement de paradigme ?](#) », Rapport trimestriel BRI, décembre 2016.

<sup>4</sup> Voir « [Des marchés dynamiques, mais fragiles ?](#) », Rapport trimestriel BRI, décembre 2014.

## La confiance et l'activité rebondissent sur fond de divergence des performances sectorielles

Graphique 2



AED = aéronautique et défense ; AMC = gestion d'actifs et services de banque dépositaire ; APA = habillement et accessoires ; AUM = constructeurs automobiles ; BNK = banques ; CDU = biens de consommation durables et électroménager ; CEN = construction et génie civil ; CFM = engins de construction et poids lourds ; DEP = grands magasins ; ENQ = équipements et services énergétiques.

Les lignes verticales dans les cadres du milieu et de droite correspondent au 23 juin 2016 (référendum britannique sur la sortie de l'UE) et au 8 novembre 2016 (élections présidentielles américaines).

<sup>1</sup> Une valeur de 50 indique que le nombre d'entreprises déclarant une expansion et une contraction de l'activité est égal ; une valeur supérieure à 50 indique une expansion de l'activité économique. Moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA des économies concernées. <sup>2</sup> EA, GB, JP et US. <sup>3</sup> AR, BR, CL, CN, CZ, HK, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PL, RU, SG, TH, TR et ZA. <sup>4</sup> Chiffres normalisés, correspondant à la différence entre l'indice et sa moyenne historique (depuis janvier 2016).

Sources : Bloomberg ; Datastream ; et calculs BRI.

semestre 2016. Aux États-Unis et dans la zone euro, la vigueur de la consommation privée a permis à la croissance de dépasser son potentiel perçu.<sup>5</sup>

Du fait de l'amélioration des perspectives de croissance et de la focalisation sur les changements attendus sur le front budgétaire, entre autres, la politique monétaire a été reléguée au second plan. Le FOMC a relevé l'objectif du taux des fonds fédéraux de 25 points de base début décembre, tandis que les hypothèses d'évolution des taux établies par ses membres (« dot plots ») laissaient anticiper trois hausses supplémentaires de 25 pb en 2017. Les investisseurs semblent tabler sur une hausse du taux directeur d'ici mai ou juin, peut-être suivie d'une deuxième hausse en septembre, un troisième relèvement restant une perspective plus lointaine (graphique 3, cadre de gauche). Pour leur part, la BCE et la Banque du Japon ont maintenu une politique de taux durablement bas. Mi-décembre, la BCE a annoncé qu'à compter du mois d'avril suivant, elle réduirait le rythme de ses achats d'actifs, les ramenant de 80 à 60 milliards d'euros, mais dans le même temps, elle a prolongé son programme d'achats jusqu'en décembre 2017. La Banque du Japon s'est montrée plus optimiste dans son évaluation de l'économie, mais n'a modifié aucun des paramètres de sa politique monétaire : taux négatif sur les réserves excédentaires des banques, objectif de rendement des emprunts d'État à 10 ans de 0 %, et

<sup>5</sup> Sur la croissance tirée par la consommation, voir E. Kharroubi et E. Kohlscheen, « Consumption-led expansions », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2017.

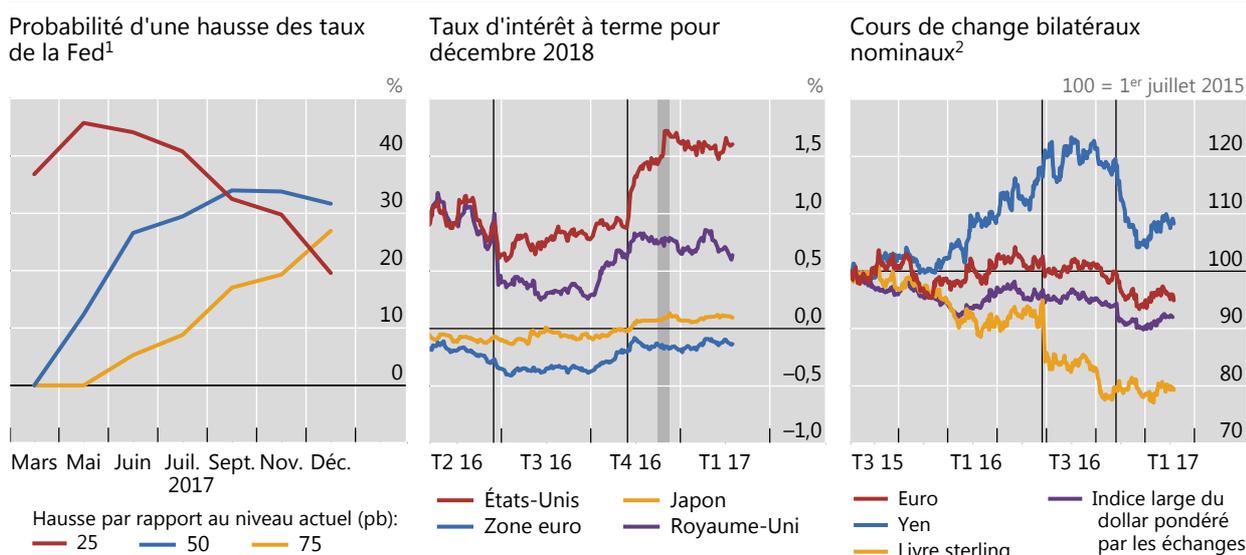
80 000 milliards de yens d'achats par an. Les taux courts ont reflété la divergence des anticipations de politique monétaire. L'écart entre les taux à terme du dollar et ceux de l'euro et du yen, à fin 2018, qui avait fortement augmenté après l'élection, a de nouveau bondi après le relèvement de l'objectif de la Fed. Cet écart s'est ensuite réduit (graphique 3, cadre du milieu).

Les principaux marchés de titres à revenu fixe se sont stabilisés après la débandade générale de novembre. En Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'écart entre les rendements à 10 ans et à un an a fluctué entre décembre et février (graphique 4, cadre de gauche). La hausse initiale des taux longs est due en grande partie à la décompression de la prime d'échéance, la prime estimée renouant avec des niveaux positifs aux États-Unis et devenant moins négative dans la zone euro. Mais les anticipations de hausse des taux ont également joué un rôle, reflétant à la fois la hausse des anticipations d'inflation et la réaction anticipée des banques centrales (graphique 4, cadre du milieu). La prime d'inflation mesurée par les marchés financiers a également augmenté dans les économies avancées, en particulier aux États-Unis, dans un contexte de hausse de l'inflation courante (graphique 4, cadre de droite). En janvier 2017, l'inflation IPC dépassait 2 % aux États-Unis et avoisinait ce chiffre dans la zone euro et au Royaume-Uni, reflétant le renchérissement des matières premières et l'« effet de base » du repli de l'inflation un an plus tôt, sur fond de raffermissement de l'activité mondiale. Après quasiment un an d'inflation nulle ou négative, le Japon a enregistré des chiffres durablement positifs à partir d'octobre (graphique 4, cadre de droite).

Des signes de tension ont refait surface sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro. Les écarts de rendement entre les Bunds allemands et les autres obligations d'État se sont fortement élargis dans les premières semaines de

## La perception par le marché de la divergence des politiques fluctue, tout comme le dollar

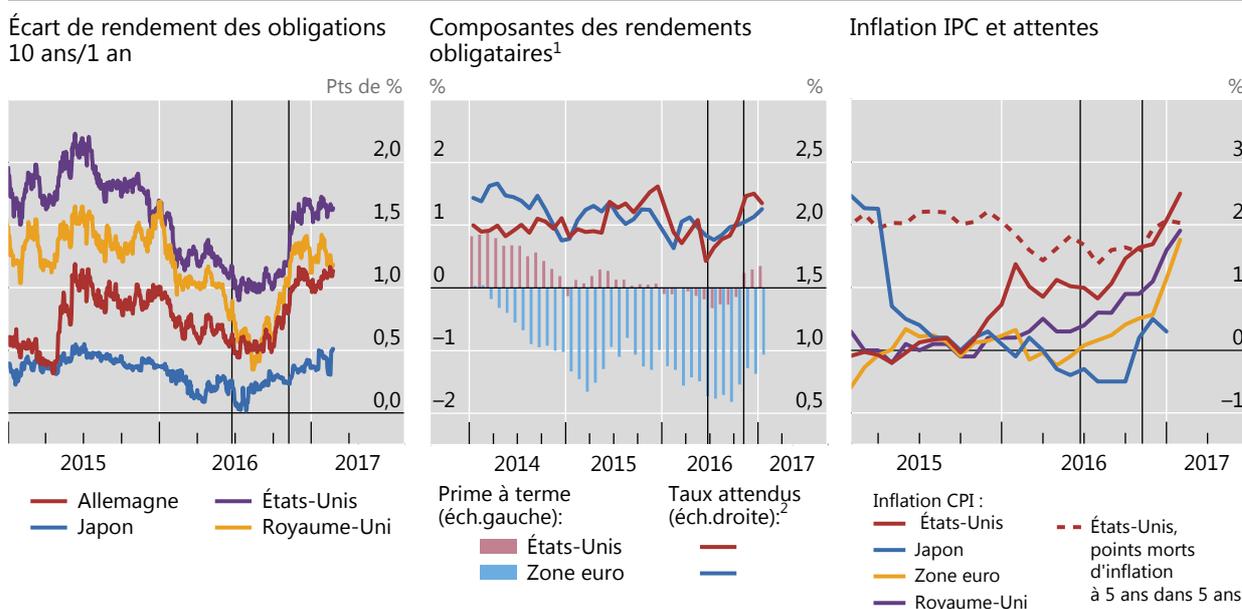
Graphique 3



Les lignes verticales dans les cadres du milieu et de droite correspondent au 23 juin 2016 (référendum britannique sur la sortie de l'UE) et au 8 novembre 2016 (élections présidentielles américaines). La zone grisée dans le cadre du milieu correspond à la période du 8 au 20 décembre 2016 (réunions de politique monétaire de la Fed, de la BCE et de la Banque du Japon).

<sup>1</sup> Moyennes sur la période du 15 au 21 février 2017, modèle WIRP de Bloomberg. <sup>2</sup> Une augmentation indique une dépréciation du dollar.

Sources : Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale ; Bloomberg ; Datastream ; données nationales ; et calculs BRI.



Les lignes verticales correspondent au 23 juin 2016 (référendum britannique sur la sortie de l'UE) et au 8 novembre 2016 (élections présidentielles américaines).

<sup>1</sup> 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. Les rendements sont exprimés en termes coupon zéro. Zone euro : obligations d'État françaises. <sup>2</sup> Différence entre le rendement nominal des obligations à coupon zéro et la prime d'échéance estimée pour les obligations à 10 ans.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; statistiques nationales ; et calculs BRI.

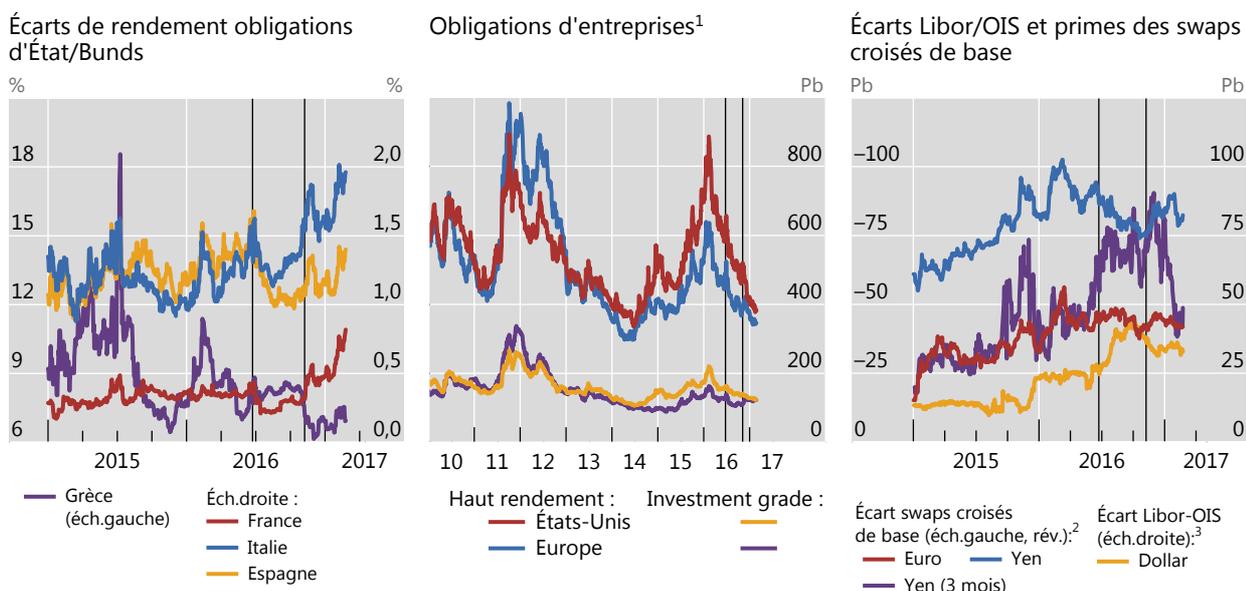
l'année (graphique 5, cadre de gauche). Si la mise en œuvre du programme d'ajustement grec a donné lieu à de vives tensions, les pressions sur les écarts de rendement de la dette souveraine ont semblé davantage liées au regain d'incertitude sur le front politique. Les investisseurs ont semblé particulièrement préoccupés par les possibles implications, pour les politiques publiques, des élections prévues dans certains pays de la zone euro cette année. Dans ce contexte, les déséquilibres au sein du système TARGET2, qui s'accroissent progressivement depuis 2015, ont fait l'objet d'une plus grande attention, mais en fait, ils sont surtout pour l'instant une conséquence technique du programme d'achat d'actifs de la BCE (encadré A).

Le dollar, qui s'était nettement raffermi en novembre et en décembre, a enregistré un repli général en janvier malgré le soutien apporté par les différentiels de taux d'intérêt existants et attendus. Ce repli partiel semble lié à l'impasse dans laquelle se trouve la politique économique en cette période de transition politique. Les inquiétudes de la Fed, exprimées lors de la réunion de décembre du FOMC, quant à l'effet préjudiciable qu'un dollar fort pourrait avoir sur l'économie ont peut-être aussi joué un rôle. Le billet vert n'en a pas moins conservé l'essentiel des gains réalisés depuis les élections, en particulier par rapport au yen (graphique 3, cadre de droite). La bonne performance de l'économie britannique vers la fin de l'année a donné un léger coup de pouce à la livre, qui a, semble-t-il, également profité de la clarification apportée sur le déroulement attendu du Brexit.

Le redressement des marchés d'actions dans les grandes économies s'est accompagné d'une baisse des écarts de rendement sur les marchés du crédit. Après s'être contractés en novembre, les écarts de rendement entre les obligations

## Des tensions réapparaissent sur les marchés d'obligations souveraines de la zone euro, mais ailleurs le calme règne

Graphique 5



d'entreprises européennes et américaines de catégorie investissement sont restés pour l'essentiel inchangés par la suite (graphique 5, cadre du milieu). Les écarts sur les titres à haut rendement ont continué de baisser tout au long de la période et les titres à haut rendement américains ont réduit le différentiel avec leurs homologues européens, grâce essentiellement à l'amélioration des écarts de rendement pour les entreprises des secteurs liés au pétrole.

Les marchés monétaires se sont également stabilisés. Grâce à la mise en œuvre de la réforme des fonds monétaires aux États-Unis,<sup>6</sup> l'écart Libor/OIS s'est stabilisé à environ 35 pb, soit 20 pb au-dessus du niveau d'avant la réforme. La prime des swaps croisés de base euro/dollar à 5 ans a fluctué autour de 45 pb, comme c'est le cas depuis la fin du premier trimestre 2016 (graphique 5, cadre de droite). Les conditions de financement sont restées un peu plus tendues sur le marché du yen, où les échéances longues témoignent de la nécessité structurelle pour les banques japonaises d'avoir recours à des swaps de devises afin de financer les actifs en dollars à long terme. Sur les échéances courtes en revanche, la base yen/dollar a fortement baissé, en raison notamment des effets de calendrier.

<sup>6</sup> Voir I. Aldasoro, T. Ehlers, E. Eren et R. McCauley, « Les financements mondiaux en dollars de banques non américaines augmentent malgré la réforme du marché monétaire aux États-Unis », *Bulletin trimestriel BRI*, mars 2017.

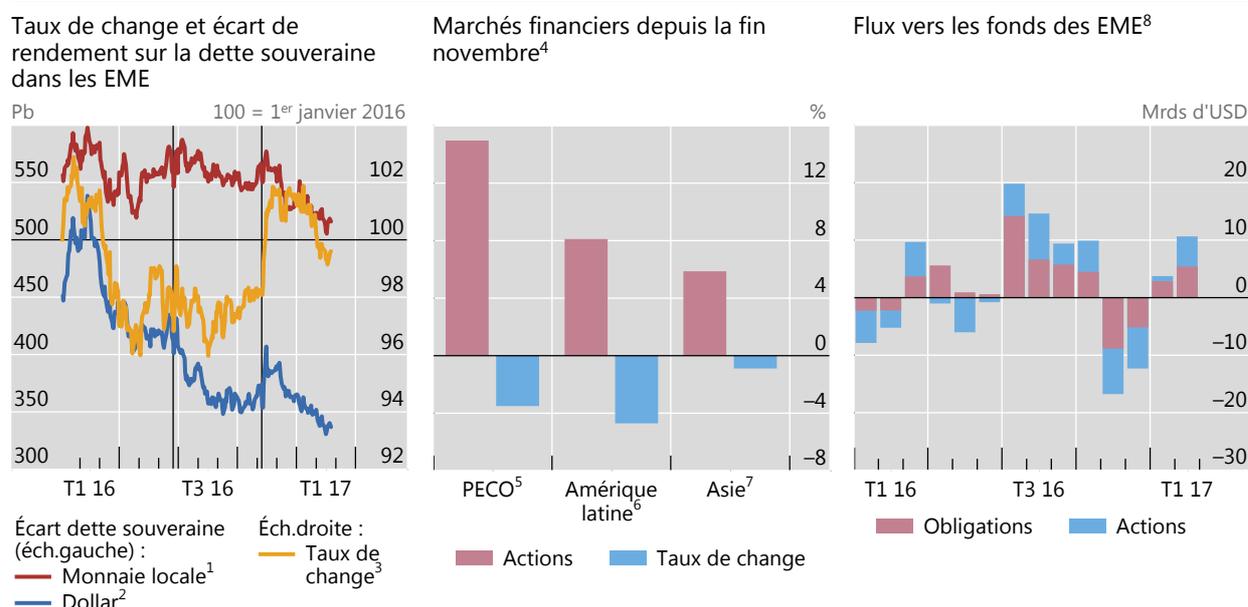
## EME : entre le marteau et l'enclume

Le sentiment des investisseurs à l'égard des actifs des EME s'est amélioré sur la période, inversant la vague de liquidations qui a suivi les élections présidentielles américaines. Faisant écho à la dispersion des rendements des actifs évoquée plus haut, l'ampleur de ce retournement a varié d'une région émergente à l'autre et d'un pays à l'autre, en fonction des effets attendus des futures politiques américaines. In fine, de nombreuses EME ont toutefois semblé prises au piège entre la perspective d'un protectionnisme accru et les conséquences financières d'un net raffermissement du dollar.

À partir de fin novembre, les pressions baissières sur les monnaies des EME se sont atténuées et les cours des actions ont rebondi, tandis que les écarts de rendement sur la dette souveraine se sont contractés, effaçant l'ensemble des hausses enregistrées en novembre (graphique 6, cadre de gauche). Les marchés d'Europe centrale et orientale ont été les moins touchés, en raison peut-être de leurs liens commerciaux et financiers limités avec les États-Unis. Les pays d'Amérique latine – à l'exception du Mexique – ont également tiré leur épingle du jeu, profitant sans doute de la hausse des cours des matières premières. En revanche, les monnaies et les actions des pays asiatiques, qui ont des liens commerciaux – directs et indirects – plus étroits avec les États-Unis, n'ont pas autant progressé (graphique 6, cadre du milieu). Les sorties de capitaux ont ralenti en décembre pour céder la place à des entrées en janvier et février, les fonds des EME enregistrant 14 milliards de dollars

### Modération des fluctuations sur les marchés financiers des EME

Graphique 6



Les lignes verticales dans le cadre de gauche correspondent au 23 juin 2016 (référendum britannique sur la sortie de l'UE) et au 8 novembre 2016 (élections présidentielles américaines).

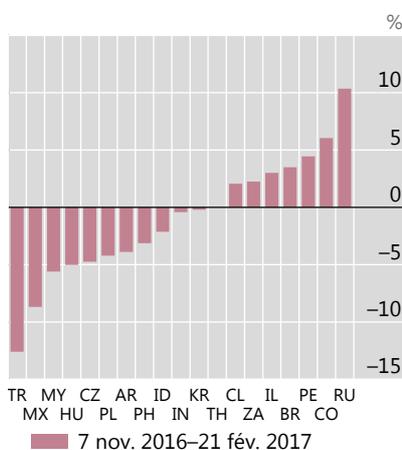
<sup>1</sup> Indices JPMorgan GBI EM ; écart par rapport aux titres du Trésor américain à 7 ans. <sup>2</sup> Indices JPMorgan EMBI Global, écarts de rendement (hors garanties). <sup>3</sup> Une hausse dénote une dépréciation de la monnaie locale par rapport au dollar ; moyenne arithmétique des monnaies des EME. <sup>4</sup> Une valeur négative indique une appréciation par rapport au dollar ; moyenne simple des monnaies des pays répertoriés. <sup>5</sup> Pays d'Europe centrale et orientale : CZ, HU, PL et RU. <sup>6</sup> AR, BR, CL, CO et PE. <sup>7</sup> HK, ID, IN, KR, MY, PH, SG et TH. <sup>8</sup> Cumul mensuel de données hebdomadaires, au 15 février 2017 ; une valeur positive (négative) indique une souscription (un rachat).

Sources : Bloomberg ; Datastream ; EPFR ; JPMorgan Chase ; données nationales ; et calculs BRI.

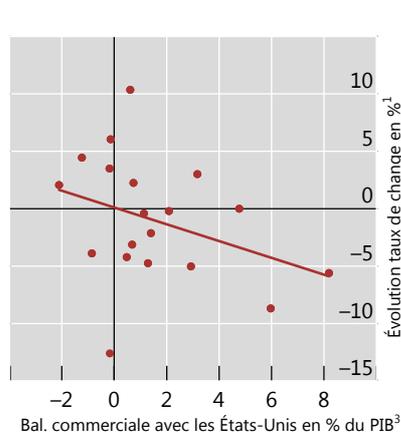
## Les inquiétudes commerciales et financières assombrissent les perspectives des EME

Graphique 7

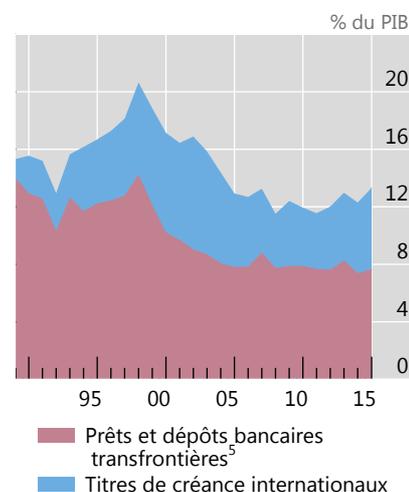
Évolution des taux de change bilatéraux<sup>1</sup>



Balance commerciale avec les États-Unis<sup>2</sup>



Dettes en devises<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Une valeur négative dénote une dépréciation de la monnaie locale par rapport au dollar. <sup>2</sup> La ligne en diagonale exclut la Turquie (point rouge tout en bas). <sup>3</sup> Se définit, pour chaque pays, comme la balance commerciale avec les États-Unis divisée par le PIB du pays ; au troisième trimestre 2016. Une valeur négative (positive) indique un déficit (un excédent). <sup>4</sup> Encours par pays de résidence, en pourcentage du PIB ; chiffres agrégés : moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA des pays suivants : AR, BR, CL, CN, CO, CZ, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PH, PL, RU, TH, TR et ZA. <sup>5</sup> Vers/avec les secteurs bancaires et non bancaires, en CHF, EUR, GBP, JPY et USD. Avant le quatrième trimestre 1995, créances bancaires transfrontières libellées dans les devises indiquées.

Sources : FMI, Direction of Trade, *Statistiques financières internationales et Perspectives de l'économie mondiale* ; données nationales ; BRI, statistiques sur les titres de créance et statistiques bancaires territoriales, par pays de résidence ; et calculs BRI.

d'entrées nettes après deux mois consécutifs de pertes. Les sorties nettes cumulées, pour les deux derniers mois de 2016, ont atteint un peu plus de 29 milliards de dollars (graphique 6, cadre de droite).

À en juger par l'évolution des taux de change (graphique 7, cadre de gauche), les acteurs du marché ont semblé craindre qu'une forte réduction des flux commerciaux internationaux puisse entraîner un regain de tension pour certaines EME. La taille de l'excédent commercial bilatéral vis-à-vis des États-Unis est un facteur pertinent pour expliquer les différences observées dans la récente dépréciation des monnaies des EME par rapport au dollar (graphique 7, cadre du milieu). Si l'attention se concentre sur les pays qui exportent le plus vers les États-Unis, tels que la Chine et le Mexique, une détérioration des échanges mondiaux pourrait se propager plus largement à travers le dysfonctionnement des chaînes de valeur mondiales.

De plus, l'évolution des marchés reflète la crainte de voir le raffermissement du dollar et la hausse des taux d'intérêt, dans la perspective d'une relance budgétaire et d'une normalisation monétaire aux États-Unis, peser sur les bilans des emprunteurs dans les EME. L'encours des titres libellés en dollars émis par les EME est passé de 509 milliards de dollars en 2008 à 1 250 milliards à fin septembre 2016, sur la base du pays de résidence. Environ 40 % de ces titres ont été émis par des entreprises non financières. L'encours total de la dette en dollars (prêts bancaires compris) des emprunteurs non bancaires des EME s'élevait à 3 600 milliards de dollars fin septembre 2016. En pourcentage du PIB toutefois, la dette totale des EME libellée en devises reste inférieure aux niveaux observés juste avant la crise financière asiatique (graphique 7, cadre de droite). Et sa composition a changé, la dette bancaire ayant

été remplacée en partie par l'émission de titres de créance à plus long terme. De plus, les EME disposent aujourd'hui, en général, de réserves de change largement supérieures à celles des années 1990. Cela étant, l'augmentation du poids de la dette sous l'effet du raffermissement du dollar et de la hausse des taux d'intérêt pourrait avoir des répercussions financières susceptibles de réduire à néant les gains commerciaux potentiels, surtout si les économies avancées devaient se montrer moins ouvertes aux échanges.<sup>7</sup>

## Fortes fluctuations sur les marchés financiers chinois dans un contexte de contraction de la liquidité

Le marché des changes et le marché obligataire chinois ont connu de fortes fluctuations fin 2016 et début 2017. Le durcissement progressif des conditions financières domestiques, sur fond de sorties de capitaux et pressions baissières persistantes, a entraîné des perturbations dans l'injection de liquidités dans le système financier.

La contraction de la liquidité sur les marchés financiers locaux a contribué à une vague de ventes sur les obligations domestiques à la mi-décembre 2016. La liquidité a commencé à se contracter progressivement au troisième trimestre. Après s'être largement stabilisé autour de 2 % début 2016, le taux interbancaire offert à Shanghai (SHIBOR, le taux de référence) a commencé à remonter en août pour atteindre 2,20 % en septembre. Le SHIBOR a poursuivi sa trajectoire haussière au quatrième trimestre, progressant encore de 15 pb entre octobre et début décembre 2016 (graphique 8, cadre de gauche). Le durcissement des conditions de liquidité observé au second semestre 2016 reflète en partie les mesures prises par la Banque populaire de Chine (BPC) pour réduire l'endettement excessif, qu'il s'agisse de la diversification de la structure des échéances des opérations d'« open market » ou du renforcement du traitement prudentiel des produits de gestion de fortune hors bilan (WMP).

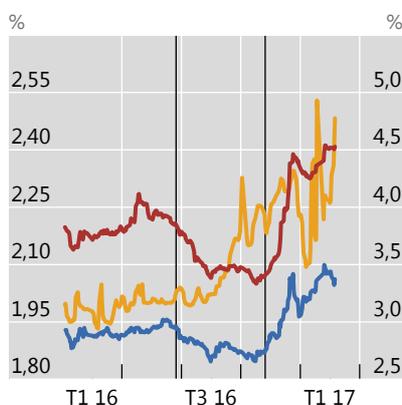
Sous l'effet de l'assèchement de la liquidité, mais aussi de la hausse des rendements mondiaux, les rendements des obligations d'État chinoises à 10 ans ont augmenté d'environ 25 pb entre fin septembre et fin novembre 2016. La hausse des rendements a accéléré dans la première partie du mois de décembre. Les inquiétudes liées au défaut potentiel d'une société de courtage de taille moyenne sur des mises en pension non réglementées seraient à l'origine de cette fébrilité. La société avait financé ses achats d'obligations à l'aide de produits de gestion de fortune et de mises en pension, pratique courante sur le marché chinois (encadré B). Les obligations sous-jacentes de l'opération ayant essuyé des pertes, la crainte d'assister à des défauts en cascade sur des opérations similaires a paralysé le marché du financement de gros. La crise de liquidité qui a suivi a contraint les entreprises d'investissement à se débarrasser au plus vite de leurs obligations afin de pouvoir rembourser leurs prêts à court terme. Le 15 décembre, le rendement des obligations d'État à 10 ans et les

<sup>7</sup> J. Kearns et N. Patel, « [Le canal financier des taux de change neutralise-t-il le canal des échanges ?](#) », *Bulletin trimestriel BRI*, décembre 2016. Les auteurs montrent qu'en moyenne, le canal financier des taux de change (le niveau de la dette en devises et le coût plus élevé de cette dette) contrebalance en partie le canal des échanges dans le cas des économies de marché émergentes. Ils constatent en outre que le canal des échanges et le canal financier jouent un rôle plus important en Asie qu'en Amérique latine, et que le canal financier a davantage d'impact sur les EME fortement endettées en devises.

## La contraction de la liquidité ébranle le marché des changes et le marché obligataire chinois

Graphique 8

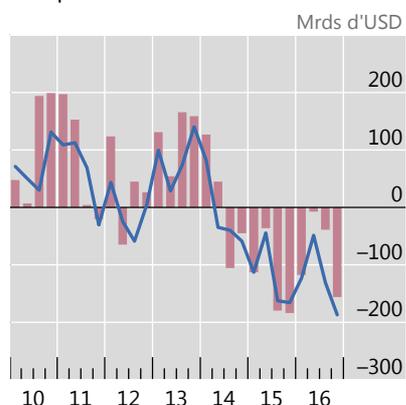
Rendements des obligations d'État à 10 ans et SHIBOR



Éch.gauche : O/N  
Shibor

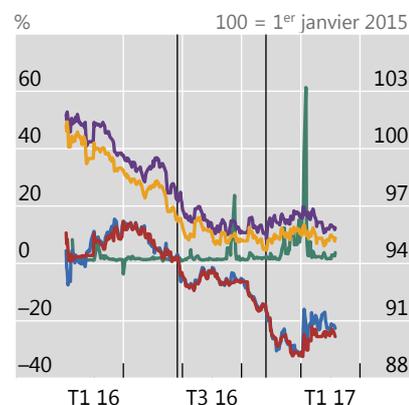
Éch.droite : Oblig.d'entreprise AAA  
Dette souveraine

Baisse des réserves de change et des ventes nettes de devises aux banques



Évolution des réserves de change  
Solde du compte financier<sup>1</sup>

Vigueur du renminbi



Éch.gauche : O/N Hibor

Éch. droite :<sup>2</sup> Onshore spot (CNY)  
Offshore spot (CNH)  
CFETS (13 monnaies)  
CFETS (24 monnaies)

Les lignes verticales dans les cadres de gauche et de droite correspondent au 23 juin 2016 (référendum britannique sur la sortie de l'UE) et au 8 novembre 2016 (élections présidentielles américaines).

<sup>1</sup> Hors réserves. <sup>2</sup> Une augmentation indique une appréciation par rapport au dollar.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; Administration d'État des changes (Chine) ; Bloomberg ; CEIC ; Datastream ; et calculs BRI.

rendements des obligations d'entreprises à haut rendement ont bondi d'environ 15 pb (graphique 8, cadre de gauche). Ces tensions n'ont pas épargné le marché à terme : la négociation de contrats à terme sur les obligations d'État à 10 ans a été suspendue après le déclenchement des coupe-circuits, cette suspension étant la première depuis la réouverture du marché à terme en 2013. Finalement, les marchés se sont stabilisés après que les autorités ont injecté des liquidités dans le cadre de facilités de prêt à court et moyen terme.

Victime de sorties de capitaux persistantes, le renminbi fait l'objet de fortes pressions baissières face au dollar depuis septembre 2016. Selon les statistiques de la balance des paiements, 40 % des quelque 490 milliards de dollars de sorties de capitaux enregistrées en 2016 ont eu lieu au quatrième trimestre (graphique 8, cadre du milieu).<sup>8</sup> D'autres indicateurs donnent à penser que les sorties ont continué en janvier, bien qu'à un rythme moins soutenu. Ainsi, les réserves de change se sont contractées de 12 milliards de dollars, après une baisse mensuelle moyenne de 52 milliards de dollars au trimestre précédent.

Malgré ce contexte, le renminbi onshore (CNY) et le renminbi offshore (CNH) se sont tous deux inscrits en forte hausse au début de l'année (graphique 8, cadre de droite). Entre le 3 et le 5 janvier, le CNH a enregistré sa plus forte progression historique sur deux jours, s'appréciant de 2,5 % face au dollar. Sur la même période, le CNY a gagné 1,3 %, sa plus forte hausse sur deux jours depuis que la Chine a

<sup>8</sup> Statistiques préliminaires de la balance des paiements pour le quatrième trimestre 2016.

supprimé l'arrimage de sa monnaie en juillet 2005. L'appréciation soudaine du renminbi reflète en partie la crise de liquidité subie par le marché des financements internationaux du fait des mesures prises par la BPC pour contenir les sorties de capitaux, ainsi que l'essoufflement du rebond post-électoral du dollar. Elle a permis d'enrayer des anticipations baissières persistantes, le CNH affichant non plus une décote mais une prime par rapport au CNY. Déjà rare, la liquidité a continué de s'assécher sur le marché du CNH, les investisseurs recherchant des liquidités pour clôturer leurs positions courtes. Le taux interbancaire offert à Hong Kong (HIBOR) a bondi, passant de 17,8 % le 3 janvier à plus de 61 % le 6 janvier, et tutoyant ainsi son plus haut niveau historique. Toutefois, en dépit de la forte volatilité de la monnaie chinoise par rapport au dollar, l'indice CFETS (composé d'un panier de taux de change avec le renminbi) est resté relativement stable.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Le 29 décembre, le CFETS a annoncé une modification de l'indice du renminbi, avec effet au 1<sup>er</sup> janvier 2017. Onze devises ont été ajoutées au panier, représentant une pondération de 21,09 % dans l'indice.

## Quels sont les facteurs de la nouvelle hausse des soldes TARGET2 ?

Raphael Auer et Bilyana Bogdanova

Les soldes TARGET2 (T2) s'orientent de nouveau à la hausse. Depuis le début 2015, les soldes T2 des banques centrales nationales de la zone euro augmentent régulièrement, dépassant parfois les niveaux observés durant la crise de la dette souveraine (graphique A, cadre de gauche). Cette fois-ci néanmoins, ces soldes T2 historiques ne sont pas tant le signe d'une nouvelle fuite des capitaux qu'un effet secondaire bénin de la mise en œuvre décentralisée du programme d'achat d'actifs (APP) de la Banque centrale européenne (BCE).

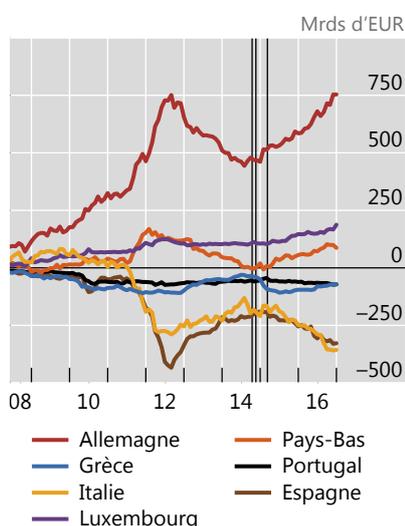
La décentralisation des opérations d'apport de liquidité au sein de l'Union monétaire européenne peut se traduire par des actifs ou des passifs des banques centrales nationales envers la BCE. Les opérations de marché sont, dans une large mesure, réalisées par ces banques centrales plutôt que par la BCE. Lorsque l'une d'entre elles apporte directement des liquidités à une banque commerciale, elle conserve dans son bilan les créances sur cette banque commerciale. Cependant, les fonds peuvent finir par se retrouver sur le compte d'une autre banque commerciale, liée à une autre banque centrale nationale. Dans ce cas, la banque centrale nationale fournissant les liquidités a un passif envers la BCE, tandis que la banque centrale nationale recevant les réserves détient une créance envers la BCE.

Le solde de ces actifs et passifs est nommé « solde TARGET2 » parce qu'il est enregistré en tant que tel dans le système principal de règlement des paiements de la zone euro, à savoir la deuxième version du Système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (« Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System »).<sup>①</sup>

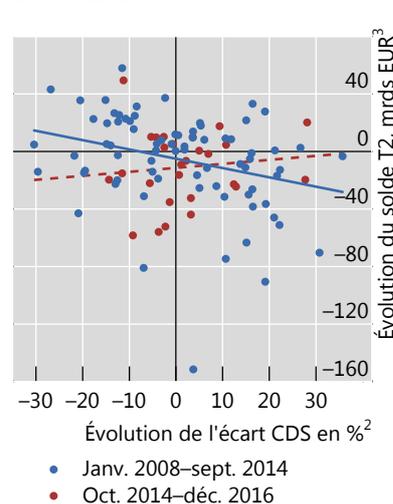
### De nouveaux soldes TARGET2 records, effet secondaire bénin de l'application décentralisée de l'APP

Graphique A

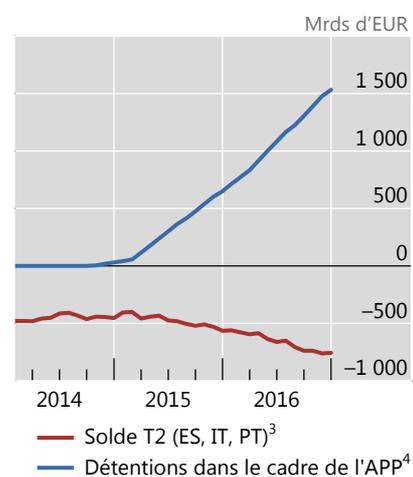
Les soldes T2 battent de nouveaux records...



... contrairement à la période 2008-12, ils ne sont plus liés à des inquiétudes en termes de solvabilité...<sup>1</sup>



... mais aux programmes d'achat d'actifs de l'Eurosystème



Les lignes verticales du cadre de gauche marquent les dates du 15 octobre 2014 (début du troisième programme d'achat d'obligations sécurisées), du 21 novembre 2014 (programme d'achat de titres adossés à des actifs) et du 9 mars 2015 (programme d'achat de titres du secteur public).

<sup>1</sup> La ligne bleue en diagonale a une pente de 0,58, significative au niveau de 1 %. La ligne rouge en diagonale a une pente de 0,28, qui est négligeable. <sup>2</sup> Médiane des primes CDS espagnoles, italiennes et portugaises. <sup>3</sup> Solde T2 cumulé des pays répertoriés, à la fin du mois. <sup>4</sup> Détections dans le cadre du programme d'achat d'actifs de l'Eurosystème, au coût amorti, à la fin du mois.

Sources : BCE ; Markit ; données nationales ; calculs des auteurs.

Sur la période se terminant mi-2012, les soldes T2 ont fortement augmenté (graphique A, cadre de gauche) sous l'effet de la fuite des capitaux au sein de la zone euro. Les tensions sur les marchés de la dette souveraine et le risque de convertibilité étaient alors particulièrement sensibles dans certaines parties de la zone euro. Les capitaux privés avaient fui l'Espagne, la Grèce, l'Irlande et l'Italie au profit de marchés perçus comme plus sûrs tels que l'Allemagne, le Luxembourg et les Pays-Bas.

De fait, durant cette période, la hausse des soldes T2 avait semblé liée aux inquiétudes en termes de risque souverain. Les points bleus dans le cadre du milieu du graphique A montrent l'étroite relation entre les primes CDS sur la dette souveraine espagnole, italienne et portugaise, et l'évolution de leur solde T2 cumulé sur la période de janvier 2008 à septembre 2014. Dès lors que les primes CDS de ces économies augmentaient, la fuite des capitaux privés qui y était associée renforçait leur déficit T2. Lorsque les primes CDS ont baissé à la faveur du regain de confiance à l'égard de la zone euro à la mi-2012, la tendance s'est inversée et les déficits T2 ont diminué.

La hausse actuelle des soldes T2, en revanche, ne paraît pas liée à des craintes quant à la viabilité de la dette publique dans la zone euro. Les points rouges dans le cadre du milieu du graphique A montrent qu'entre octobre 2014 et décembre 2016, il n'y avait pas de relation entre les primes CDS sur la dette souveraine espagnole, italienne et portugaise et l'évolution de leur solde.

L'actuelle augmentation des déséquilibres T2 semble avoir une origine différente : le programme APP de l'Eurosystème, qui affecte mécaniquement l'évolution de ces soldes. De nombreux achats du programme APP sont effectués par des banques centrales nationales situées dans *d'autres* pays. Par exemple, la Banque d'Italie, dans le cadre de la mise en œuvre du programme APP, peut acheter des titres d'une banque basée à Londres, connectée au système T2 par l'intermédiaire d'une banque correspondante située en Allemagne. Le montant acheté est crédité sur le compte de la banque correspondante allemande auprès de la Bundesbank, ce qui augmente l'excédent T2 de cette dernière. Parallèlement, le déficit T2 de l'Italie s'accroît.

Par conséquent, les déséquilibres T2 augmentent dès qu'une banque centrale nationale débitrice T2 réalise un achat d'actifs avec une contrepartie qui a une banque correspondante liée à une banque centrale nationale créditrice T2. Cette situation est très fréquente. Ainsi, la Bundesbank réalise moins d'un quart des achats totaux APP, tandis que 60 % de tous les achats de l'Eurosystème dans le cadre de ce programme sont effectués par l'intermédiaire de banques connectées au système T2 au travers de la Bundesbank.<sup>②</sup>

Le marché interbancaire européen restant fragmenté, la liquidité ne circule pas au sein de la zone euro et les déséquilibres T2 s'accroissent à mesure que s'accumulent les détentions totales dans le cadre du programme APP. De fait, la hausse globale des déséquilibres T2 est étroitement liée aux achats totaux de ce programme (graphique A, cadre de droite). Une étude récente, qui tient compte de la situation géographique précise des banques correspondantes pour chaque achat de titres APP, montre que ces transactions expliquent presque intégralement la réapparition des déséquilibres T2.<sup>③</sup>

Cet impact mécanique du programme APP est confirmé par l'évolution des soldes T2 envers la Grèce. Les emprunts souverains grecs ne sont pas éligibles à l'APP et le déficit T2 grec est donc resté globalement stable au cours des derniers mois (graphique A, cadre de gauche).

① Pour une description détaillée de ce système et des origines des déséquilibres T2 durant la crise de la dette souveraine européenne, voir Raphael Auer, « What drives TARGET2 balances? Evidence from a panel analysis », *Economic Policy*, vol. 29, n°77, 2014, pages 139–97; BCE, « TARGET balances and monetary policy operations », *Bulletin mensuel*, mai 2013; and S. Cecchetti, R. McCauley et P. McGuire, « Interpreting TARGET2 balances », *BIS Working Papers*, n°393, décembre 2012. ② Voir C-L Thiele, « Das Netz der Notenbanken », *Handelsblatt*, 7 février 2017. ③ BCE, « TARGET balances and the asset purchase programme », *Bulletin économique*, novembre 2016.

## Chine : des produits de gestion de fortune au marché obligataire

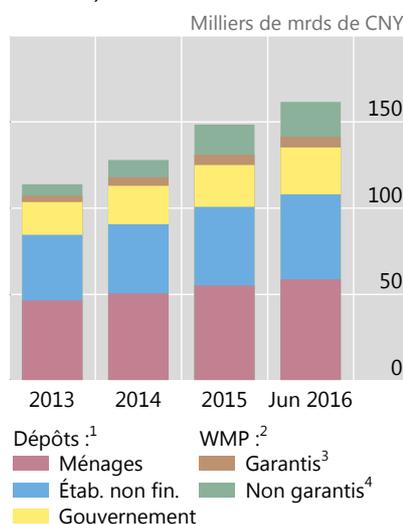
Ces dernières années, les modèles de financement des banques en Chine se sont de plus en plus fondés sur les produits de gestion de fortune (*wealth management products*, WMP) et les dépôts des entreprises (graphique B, cadre de gauche). Les WMP sont des produits d'épargne qui sont émis par les banques et d'autres établissements financiers et qui offrent des rendements relativement élevés par rapport aux dépôts bancaires classiques ou aux bons du Trésor (cadre du milieu). Certains de ces instruments s'accompagnent de garanties de l'émetteur sur le principal, voire sur le rendement, et figurent au bilan. Ce n'est cependant pas le cas de la grande majorité d'entre eux, qui ne figurent pas au bilan de l'émetteur. Malgré cette absence de garantie explicite, ces instruments sont largement considérés comme sûrs par les investisseurs. À fin juin 2016, les WMP émis par les banques se montaient au total à CNY 26 300 milliards, soit près de 40 % du PIB chinois de 2015. La prolifération de ces instruments montre que la frontière classique entre les banques et les marchés de titres n'est pas toujours évidente et que toute structure réglementaire doit prendre en compte les connexions à l'intérieur du système.

Les banques émettent, mais achètent également, des WMP. Les grandes banques assurent semble-t-il souvent le financement de gros des petites banques en achetant les WMP de celles-ci. Sur le total susmentionné de CNY 26 300 milliards, environ 4 000 milliards ont été achetés par d'autres banques. En outre, les grandes banques fournissent aussi des liquidités aux petites banques au travers de prêts interbancaires financés à l'aide des produits de leurs propres émissions de WMP. Au premier semestre 2016, ces prêts ont composé l'essentiel des 16 % d'instruments du marché monétaire figurant dans les portefeuilles des WMP (graphique B, cadre de droite). Ces deux canaux pourraient se superposer, les prêts interbancaires impliquant parfois l'achat de WMP ou utilisant ceux-ci comme sûretés.

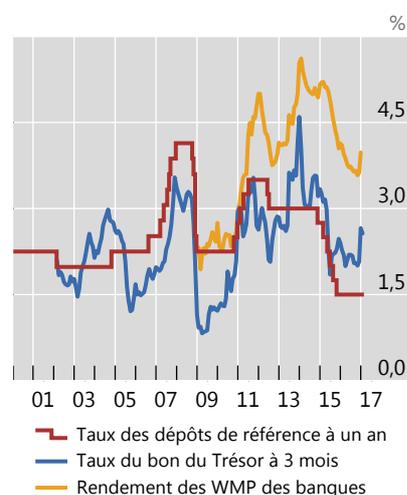
### Le profil des produits de gestion de fortune (WMP) en Chine

Graphique B

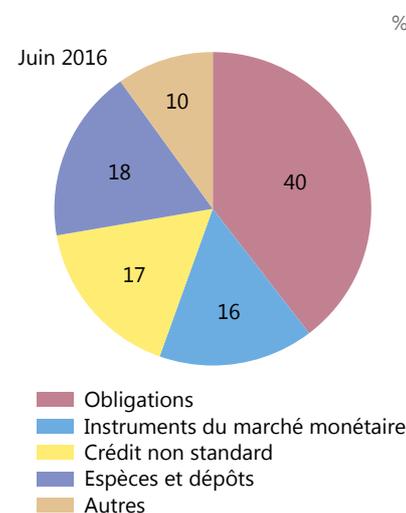
Sources de financement des établissements financiers (en fin d'année)



Taux d'intérêt et rendement des WMP



Allocation d'actifs des WMP



<sup>1</sup> Les dépôts des établissements financiers non bancaires sont exclus. <sup>2</sup> WMP émis par les banques. <sup>3</sup> WMP dont le principal est protégé mais assorti d'un rendement variable et WMP sans rendement garanti ; portés au bilan. <sup>4</sup> WMP dont le principal n'est pas protégé ; hors bilan.

Sources : CEIC ; China Central Depository & Clearing Co Ltd, [www.chinawealth.com.cn](http://www.chinawealth.com.cn); calculs BRI.

Afin de ne pas avoir à porter les WMP à leur bilan, les banques délèguent souvent à des sociétés d'investissement la gestion des fonds collectés par le biais des WMP. En juin dernier, environ 40 % du portefeuille global de WMP était investi sur le marché obligataire (graphique B, cadre de droite). Pour augmenter les rendements et ce, dans un contexte de liquidité abondante, les sociétés d'investissement renforcent semble-t-il leurs placements en obligations en recourant à des mises en pension. Une part importante de ces mises en pension a lieu par accord verbal informel entre acteurs du marché et n'est pas régulée. Il en résulte une prolifération de portefeuilles obligataires à ratio de levier élevé.

Le débouclage de ces portefeuilles au moment où le marché du financement de gros connaissait une paralysie paraît être à l'origine des tensions sur le marché obligataire à la mi-décembre. Alors que les prix des obligations chutaient dans un contexte de contraction de la liquidité, les sociétés d'investissement ont été contraintes de vendre des obligations afin de rembourser les petites banques, qui de leur côté se voyaient exhortées à rembourser les prêts consentis par les grandes banques. Les prix des obligations ont en conséquence baissé davantage, la pénurie de liquidité affectant l'ensemble la chaîne de financement.