

De nouveaux à-coups sur le chemin de la normalisation

Au cours de la période sous revue, qui a commencé mi-septembre, les marchés financiers ont connu des fluctuations considérables et ont, en définitive, accusé une forte correction. Les prix de l'ensemble des actifs ont chuté et les rendements des emprunts souverains américains ont augmenté en octobre, avant de diminuer d'autant puis de continuer de baisser dans un contexte de généralisation des ventes d'actifs risqués. La volatilité et les primes de terme ont bondi. En décembre, les marchés ont connu de nouvelles turbulences, associées cette fois-ci à des rendements en baisse. Cet ajustement de la valorisation des actifs s'est produit sur fond de signaux contrastés concernant l'activité économique mondiale et de durcissement progressif, mais persistant, des conditions financières. Il a par ailleurs reflété le flux et le reflux des tensions commerciales et le renforcement des incertitudes politiques dans la zone euro. Ces à-coups sont venus rappeler l'étroitesse du chemin emprunté par les banques centrales pour tenter de normaliser leurs politiques monétaires, dans un environnement globalement difficile sur le front des politiques publiques.

Les conditions financières se sont quelque peu durcies aux États-Unis. En octobre, les rendements des obligations d'État américaines à 10 ans se sont maintenus au-dessus du seuil des 3 % auquel ils s'étaient heurtés durant les douze derniers mois. Les rendements ont encore grimpé durant la majeure partie du mois de novembre, tirés par les rendements réels, avant de redescendre sous les 3 % début décembre. Les primes de risque, y compris la prime de terme, se sont redressées, et la quête du rendement s'est affaiblie. Entraînées à la baisse par le secteur technologique, les valorisations des actions américaines ont plongé en octobre, malgré des publications de résultats trimestriels de bonne facture. Les cours des actions ont été volatils en novembre et ont de nouveau chuté en décembre. Les investisseurs ont semblé troublés par la piètre visibilité des résultats à venir sur fond de tensions commerciales et de dégradation des conditions mondiales, et alors que la Réserve fédérale restait déterminée à poursuivre la normalisation progressive de sa politique monétaire. Les écarts de rendement des obligations d'entreprise se sont élargis, notamment sur les segments caractérisés par une faible qualité de crédit.

Dans le monde entier, les prix des actifs risqués ont chuté. Les marchés d'actions américains ont entraîné les autres économies avancées et les économies de marché émergentes (EME) dans ce qui s'est révélé être une débâcle généralisée des marchés d'actions. En Europe, les écarts de rendements des obligations d'entreprise ont aussi connu une hausse sensible, notamment ceux des entreprises financières. En

particulier, les valorisations des banques ont de nouveau subi des pressions à mesure que les incertitudes politiques s'accroissaient, notamment à l'égard du budget italien et, dans une moindre mesure, de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne.

Dans les EME, après un été marqué par des sorties de flux et des tensions au niveau des pays, les conditions financières sont restées tendues, mais relativement stables. Les monnaies se sont encore dépréciées par rapport au dollar en début de trimestre, reflétant les attentes de resserrement monétaire aux États-Unis. Cependant, la forte baisse des prix du pétrole a apporté un certain soulagement aux pays importateurs d'or noir, après une période inhabituelle d'augmentation conjuguée des cours du brut et du dollar. Les sorties de flux de portefeuille ont globalement diminué s'agissant des obligations des EME et les écarts de rendement des obligations en monnaie locale se sont resserrés.

Les rendements réels et primes de terme ont bondi aux États-Unis

Durant la période couverte, de nombreuses classes d'actifs ont vu leurs prix chuter¹. Cet ajustement a reflété les mesures prises par les grandes banques centrales pour normaliser progressivement leur politique monétaire, les signaux contrastés émanant de l'économie réelle et un renforcement des risques politiques.

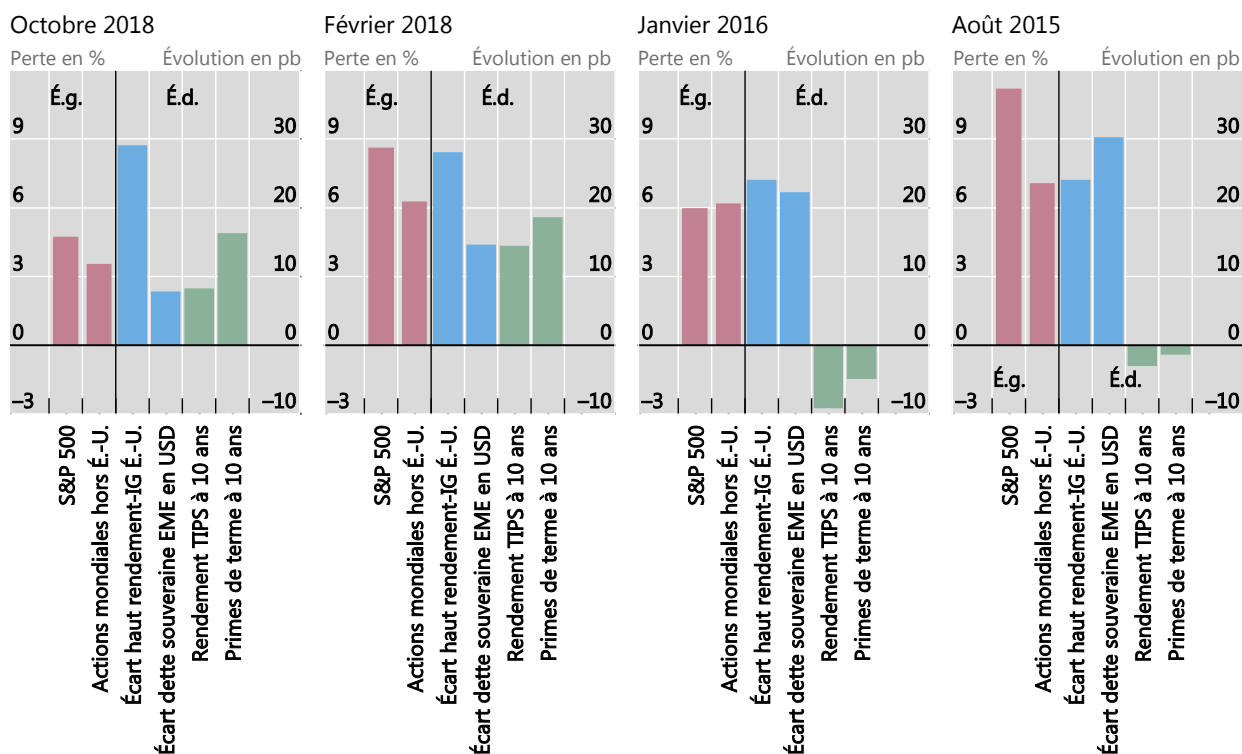
Les banques centrales des grandes économies avancées ont maintenu le cap défini plus tôt dans l'année. Des statistiques économiques positives ont conduit la Fed à relever les taux des fonds fédéraux de 25 points de base en septembre – une décision largement attendue – et à continuer d'alléger son bilan au rythme précédemment annoncé. Alors que le « graphique à points » laissait attendre une nouvelle série de hausses des taux jusqu'en 2020, les marchés de contrats à terme ont signalé une évolution plus modérée. Conformément aux anticipations du mois de juin, la Banque centrale européenne (BCE) a réduit de 30 à 15 milliards d'euros le montant de ses achats d'actifs mensuels à compter d'octobre et laissé entendre qu'elle restait en voie de mettre fin à son programme en décembre. Le conseil des gouverneurs a également réitéré ses indications prospectives quant à l'évolution à court terme des taux directeurs et à la politique de réinvestissement à suivre une fois annoncée la fin des achats d'actifs nets. La Banque du Japon a, pour l'essentiel, laissé sa politique inchangée.

Début octobre, les marchés ont cependant chuté, les investisseurs s'inquiétant d'un apparent durcissement de ton de la part de la Réserve fédérale. Cette chute a fait suite à la publication de solides indicateurs économiques clés aux États-Unis et à un discours du président de la Fed, Jerome Powell, dans lequel les investisseurs ont vu le signal d'un resserrement plus vigoureux des taux directeurs. Contrairement à d'autres récents épisodes de tensions sur les marchés, les cours de l'ensemble des classes d'actifs ont reculé, y compris les emprunts d'État américains, souvent considérés comme des valeurs refuge. Les taux d'intérêt réels à long terme, tels qu'indiqués par le rendement des bons du Trésor à 10 ans indexés sur l'inflation (TIPS), ont augmenté d'au moins 10 points de base durant les premières séances d'octobre, tandis que les cours des actions s'effondraient et que les primes de défaillance des entreprises montaient en flèche (graphique 1, premier cadre). Cette

¹ Du 12 septembre au 5 décembre 2018.

En octobre, les rendements réels et les primes de terme ont bondi tandis que les actifs risqués chutaient¹

Graphique 1



¹ Les évolutions sont calculées sur les périodes suivantes (du premier au quatrième cadre) : 2 au 10 octobre 2018 ; 31 janvier au 8 février 2018 ; 31 décembre 2015 au 8 janvier 2016 ; 17 au 25 août 2015. Les évolutions de la prime de terme sont calculées selon des moyennes mobiles sur cinq jours.

Sources : T. Adrian, R. Crump. et E. Moench, « Pricing the term structure with linear regressions », *Journal of Financial Economics*, octobre 2013, pp. 110–38 ; www.newyorkfed.org/research/data_indicators/term_premia.html ; Bloomberg ; Datastream ; indices ICE BofAML ; JPMorgan Chase ; et calculs BRI.

évolution a été tout à fait comparable à celle du début février, lorsqu'un rapport sur l'emploi plus solide que prévu avait provoqué une forte baisse des marchés, les investisseurs s'inquiétant de la trajectoire de la politique de la Fed (deuxième cadre)². En particulier, la prime de terme intégrée par le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans est montée en flèche durant cette première semaine d'octobre, comme elle l'avait fait durant la première semaine de février (dernier bâton dans les deux premiers cadres).

Ce schéma comportemental de l'ensemble des marchés n'est pas habituel en phase d'aversion pour le risque. Il est instructif de comparer les évolutions des prix des actifs et des primes de risque au cours des épisodes de tensions sur les marchés en février et en octobre avec ceux observés en janvier 2016 et août 2015 (graphique 1, troisième et quatrième cadres, respectivement). Les actifs risqués ont perdu du terrain à chaque fois, aux États-Unis comme dans le reste du monde, les cours des actions reculant (bâtons rouges) et les écarts s'élargissant dans le haut rendement américain et les obligations souveraines émergentes en dollar (bâtons

² En février, les fluctuations du marché d'actions avaient été amplifiées par des facteurs techniques liés à l'ampleur considérable des paris unidirectionnels des investisseurs en faveur d'une faible volatilité. Voir « La volatilité est de retour », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2018.

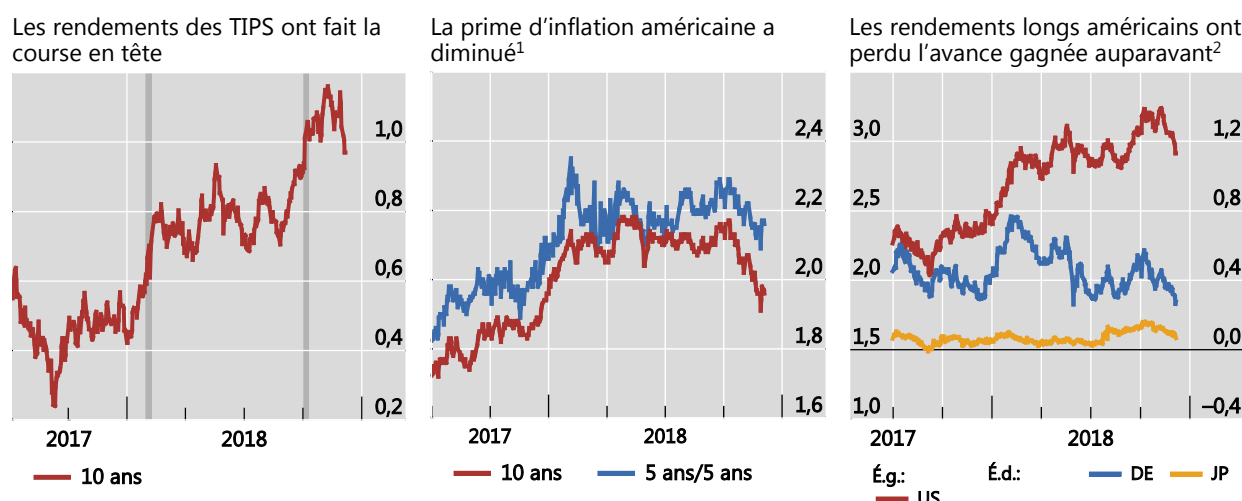
bleus). Néanmoins, le comportement des taux réels et des primes de terme (bâtons verts) a fortement varié au cours des quatre épisodes. Contrairement aux évolutions observées en février et octobre 2018, les taux d'intérêt réels avaient chuté en août 2015 et janvier 2016, les investisseurs délaissant les actifs risqués au profit de positions plus sûres. De la même manière, la prime de terme estimée sur les bons du Trésor américain avait régressé tant au cours de l'épisode de 2015 que durant celui de 2016. Vues sous cet angle, les valorisations, durant les deux épisodes de 2018, ont été mises sous pression par l'envolée des rendements réels des bons du Trésor américain et l'élargissement des primes de terme, entraînant une augmentation des taux d'actualisation et une réévaluation générale du risque³.

La hausse des taux réels à long terme a entraîné une augmentation des rendements nominaux des bons du Trésor américain au début de la période sous revue. Le rendement des TIPS à 10 ans – qui sert, comme mentionné précédemment, d'indicateur des taux réels longs – a crû d'environ 30 points de base entre la mi-septembre et le début novembre (graphique 2, cadre de gauche)⁴. Dans le même temps, les rendements nominaux des bons du Trésor américain à 10 ans ont enregistré une hausse légèrement inférieure sur la même période, les mesures de la prime d'inflation fléchissant, peut-être sous l'effet d'une modification des attentes des investisseurs quant à un resserrement plus sensible de la politique monétaire (cadre central). Cependant, ces rendements nominaux se sont maintenus au-dessus des 3 %, pour la première fois depuis la mi-2011. Début décembre seulement, ils sont redescendus sous ce seuil, à la suite de propos de figures centrales de la Réserve fédérale que les investisseurs ont interprétés comme atténuant le durcissement de

Les rendements réels ont tiré la hausse des rendements américains à long terme

En %

Graphique 2



Les zones grisées dans le cadre de gauche représentent les périodes du 31 janvier au 8 février 2018 et du 2 octobre au 10 octobre 2018.

¹ Points morts d'inflation. ² Sur la base des rendements des obligations d'État à 10 ans.

Sources : Banque de Réserve fédérale de Saint-Louis (FRED) ; Bloomberg.

³ Pour une introduction aux concepts et à la mesure de la prime de terme, voir B. Cohen, P. Hördahl et D. Xia, « *Term premia: models and some stylised facts* », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2018.

⁴ Voir « *La volatilité est de retour* », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2018.

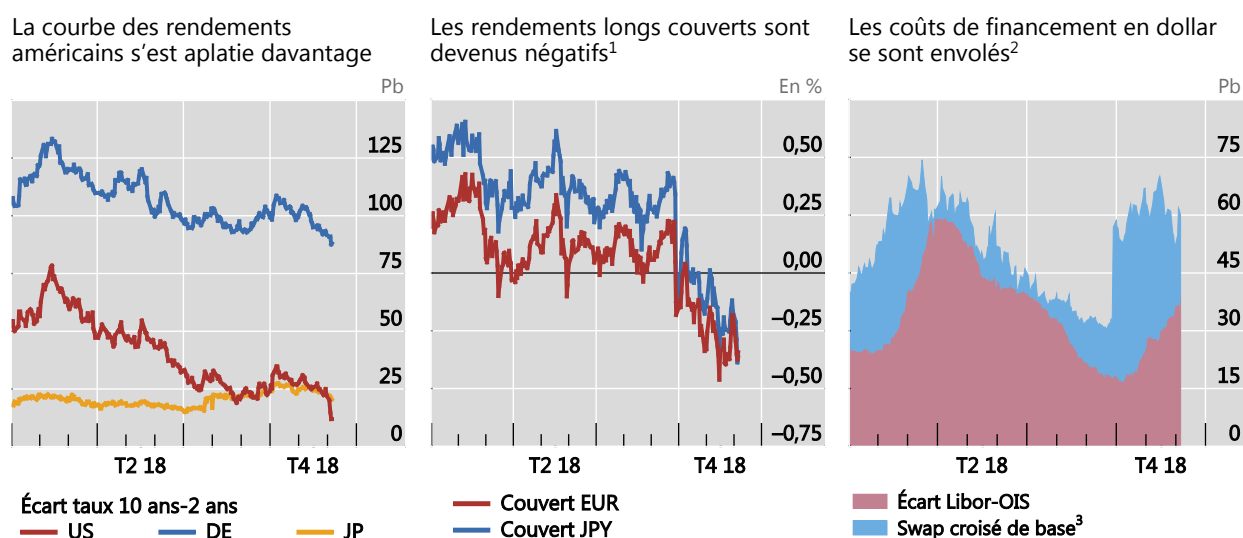
ton du mois d'octobre, et dans un contexte d'incertitudes grandissantes quant aux perspectives d'un apaisement des tensions commerciales (cadre de droite).

L'évolution des facteurs de l'offre et de la demande ont contribué à la hausse des rendements américains tout au long de l'année. Du côté de l'offre, reflétant en partie les baisses d'impôts annoncées en décembre 2017, les émissions nettes de bons du Trésor entre janvier et octobre ont atteint environ 4 % du PIB retardé, contre 2 % sur la même période de 2017, touchant ainsi leur niveau le plus élevé depuis 2012. Du côté de la demande, la Réserve fédérale et des investisseurs étrangers de premier plan ont continué d'alléger leurs détentions de bons du Trésor américain. La Fed accélérant la réduction de son bilan, ses détentions de bons du Trésor américain ont reculé de plus de 2 points de pourcentage, à 15 % de l'ensemble des titres négociables, soit environ 5 points en dessous du sommet atteint en 2014. Les détentions de bons du Trésor américain par le secteur officiel hors États-Unis (pour l'essentiel, des gestionnaires de réserves des banques centrales) ont également baissé de près de 2 points de pourcentage en 2018, à 26 % de l'encours, soit environ 8 points de moins qu'en 2014.

La courbe des rendements américains a vu sa pente s'accroître brièvement début octobre, les rendements longs s'envolant. Par la suite, la courbe a repris la tendance à l'aplatissement qu'elle avait entamée en février, en cela suivie de près par les rendements des Bunds à 10 ans et, dans une moindre mesure, par ceux des obligations d'État japonaises (graphique 3, cadre de gauche). Début décembre, alors que les marchés d'actions plongeaient de nouveau, la courbe s'est inversée dans sa partie intermédiaire, les rendements à 5 ans descendant sous les rendements à 2 et à 3 ans. L'aplatissement continu de la courbe des rendements américains a réduit l'attrait des bons du Trésor américain pour les investisseurs japonais et, surtout, pour ceux de la zone euro, dont les juridictions présentaient des courbes au moins aussi pentues, si ce n'est plus. La hausse des coûts de couverture de change a émué encore un peu plus l'appétit pour le risque des investisseurs qui couvrent leurs

Les bons du Trésor américains ont perdu leur attrait aux yeux des investisseurs étrangers

Graphique 3



¹ Rendements des emprunts d'État américains à 10 ans ; les coûts de couverture se fondent sur les swaps cambistes à trois mois (glissants). ² Sur la base de l'échéance à trois mois. ³ Moyenne des swaps croisés de base en EUR, GBP, JPY face au dollar.

Sources : Bloomberg ; et calculs BRI.

positions. Ces coûts ont reflété la conjugaison de deux facteurs : d'une part, le recours à des instruments à court terme à des fins de couverture ; d'autre part, un élargissement de l'écart de taux entre monnaies sur la partie courte du marché des swaps cambistes (graphique 3, cadre de droite)⁵. L'élargissement de l'écart Libor-OIS, peut-être lié aux tensions sur les banques dans la zone euro et à la rapidité de la contraction des réserves bancaires aux États-Unis⁶, a également contribué au maintien de coûts de couverture élevés (cadre de droite).

Instables, les marchés ont peiné à rebondir

La hausse des taux d'intérêt au début de la période sous revue a semblé freiner la quête du rendement qui caractérisait les marchés financiers depuis un certain temps. Moins soutenues, les actions ont subi de plein fouet le renforcement des incertitudes sur la viabilité de la croissance bénéficiaire, ramenant les valorisations américaines élevées à des niveaux plus proches de leur norme historique. Néanmoins, l'évolution des marchés d'actions américains a eu des retombées sur différentes classes d'actifs et juridictions. Début décembre, les marchés d'actions demeuraient instables dans un contexte d'incertitudes autour des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine.

Dans le monde entier, les marchés d'actions ont fortement fluctué. En octobre, l'indice S&P 500 a perdu près de 10 %, effaçant les gains enregistrés depuis le début de l'année. Il s'est ensuite maintenu dans une fourchette, tout en connaissant d'importantes variations, l'humeur des investisseurs paraissant volatile et très dépendante des publications de statistiques (graphique 4, premier cadre). Le mouvement de ventes s'est propagé aux marchés d'actions d'autres économies avancées et émergentes, dont la plupart étaient déjà stables ou en baisse sur l'essentiel de 2018. En dehors des États-Unis, les marchés ont en moyenne reculé d'environ 8 % durant le mois, l'indice Shanghai Composite abandonnant pour sa part près de 15 %. Début décembre, après un début de reprise encouragé par la perspective d'une diminution des tensions commerciales mondiales, une nouvelle poussée de volatilité a ramené l'indice S&P 500 à un niveau encore 8 % inférieur à son plus haut historique du 20 septembre.

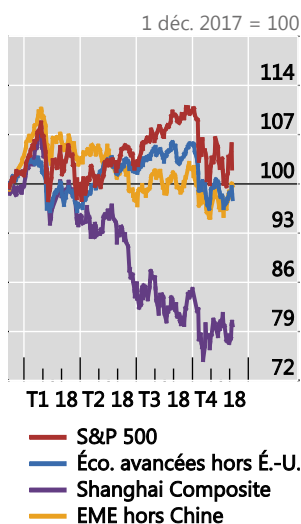
La volatilité implicite des actions a bondi en octobre, atteignant des niveaux inédits depuis février, après être restée modérée durant la majeure partie de l'année (graphique 4, deuxième cadre). L'indice VIX a atteint 25 %, un niveau qui, s'il n'est pas inhabituel dans une perspective historique, demeure l'un des plus hauts depuis la fin 2011⁷. À la fin de la période sous revue, les volatilités implicites aux États-Unis et sur les marchés d'actions d'autres économies avancées demeuraient supérieures aux

⁵ L'écart de taux entre monnaies a rapidement augmenté dès lors que l'échéance des contrats d'échange à 3 mois a commencé à déborder la fin de l'année. Cette forte hausse a peut-être été le reflet de la demande, à l'approche de la fin d'année, de financement en dollar assorti d'une couverture, au vu de diverses exigences réglementaires, telles que la communication des bilans.

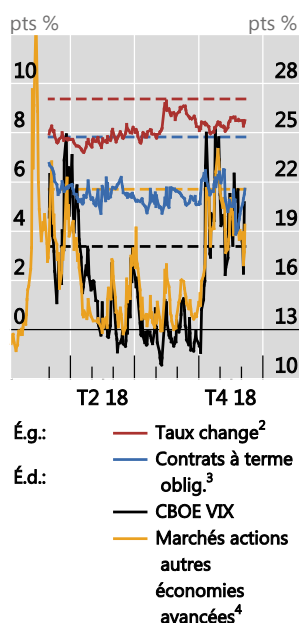
⁶ Les soldes de réserves détenues par les banques de Réserve fédérale ont baissé d'environ 20 % en 2018.

⁷ Une valeur de 25 % en fin de séance correspond au 83ème centile de la distribution du VIX entre janvier 1990 et septembre 2018, et au 98ème centile entre janvier 2012 et septembre 2018.

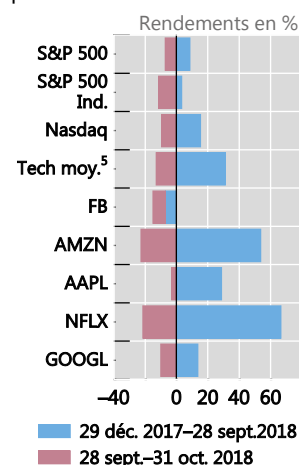
Les marchés d'actions ont chuté¹



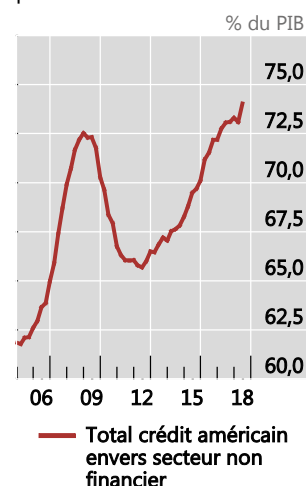
La volatilité a bondi



Les valeurs technologiques et industrielles ont été les plus malmenées



La dette d'entreprise a dépassé le sommet atteint pendant la crise



S&P 500 Ind = indice S&P 500 Industrials ; FB = Facebook Inc Classe A ; AMZN = Amazon.com Inc. ; AAPL = Apple Inc. ; NFLX = Netflix Inc. ; GOOGL = Alphabet Inc.

Les lignes en pointillés dans le deuxième cadre représentent les moyennes arithmétiques sur la période allant du 1^{er} janvier 2002 au dimanche 31 décembre 2006.

¹ Pour les économies avancées hors US et les EME hors CN, moyennes arithmétiques des indices boursiers nationaux en monnaie locale. ² D'après l'indice JPMorgan VXY Global (indice de la volatilité implicite, pondérée du volume, des options à parité à 3 mois sur 23 paires de monnaies avec le dollar). ³ Volatilité implicite des options à parité des contrats à terme sur obligations à long terme de l'Allemagne, des États-Unis, du Japon et du Royaume-Uni ; moyenne pondérée, sur la base des PIB et PPA. ⁴ Volatilité implicite des indices EURO STOXX 50, FTSE 100 et Nikkei 225 ; moyenne pondérée sur la base de la capitalisation boursière. ⁵ Moyenne non pondérée des entreprises technologiques représentées dans le graphique.

Sources : Bloomberg ; données nationales ; et calculs BRI.

plateaux bas observés plus tôt cette année. Les volatilités implicites ont moins fluctué sur les marchés obligataires et des changes (graphique 4, deuxième cadre).

Aux États-Unis, les pertes des marchés d'actions ont été particulièrement prononcées dans les secteurs industriel et technologique, certaines des plus grandes valeurs technologiques abandonnant jusqu'à un cinquième de leur valeur de marché (graphique 4, troisième cadre). Les publications de résultats en octobre ont mis en lumière une hausse des pressions sur les coûts au sein des groupes industriels et une dégradation des perspectives de la demande pour les entreprises technologiques. Les valeurs industrielles et technologiques n'avaient que partiellement rattrapé les pertes essuyées en octobre lorsqu'elles sont reparties à la baisse début décembre. Même après leur chute, les valorisations des actions restaient relativement élevées aux États-Unis, tandis qu'elles étaient conformes à leur norme historique dans la plupart des autres économies avancées et des EME.

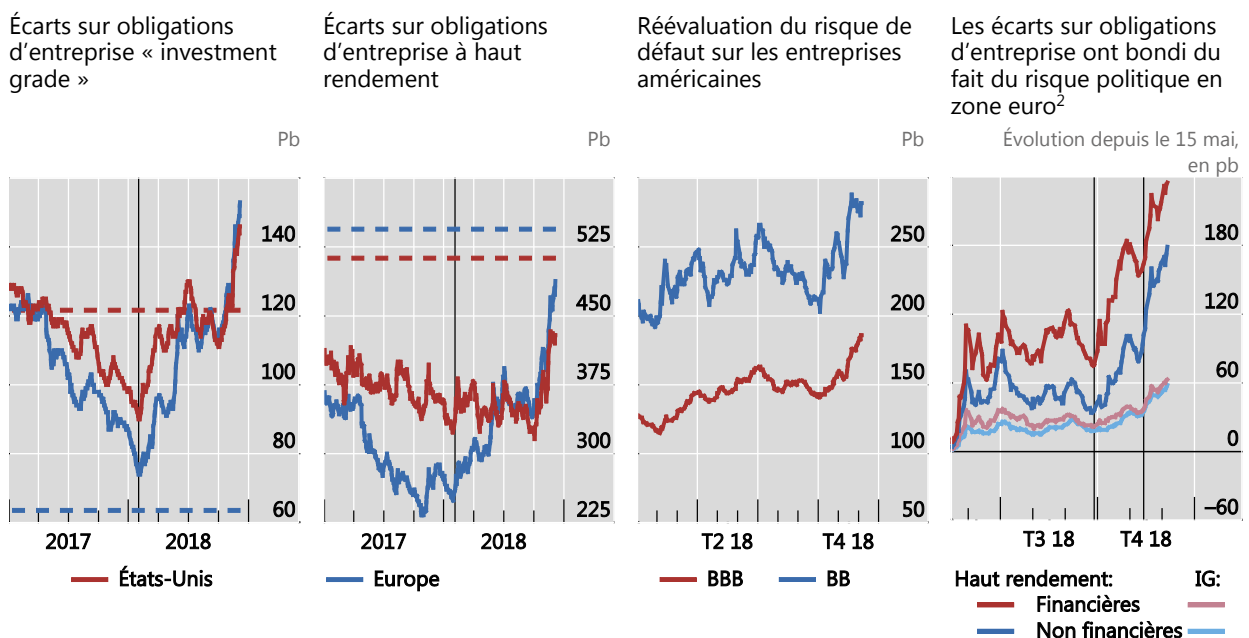
L'association de bilans d'entreprises tendus et d'une diminution de la protection des prêteurs sur des marchés de prêt clés pourrait avoir exacerbé les inquiétudes des investisseurs. Aux États-Unis, la dette des entreprises non financières est ressortie supérieure, en pourcentage du PIB, au pic de la Grande crise financière (GFC)

(graphique 4, quatrième cadre). Les obligations les moins bien notées de la catégorie « investment grade » représentaient un tiers de l'encours obligataire et, durant l'année écoulée, les entreprises aux bilans faibles ont connu l'augmentation la plus sensible du poids de la dette⁸. En outre, les prêts « covenant lite », qui confèrent une moindre protection aux prêteurs, représentaient environ 80 % du volume des prêts à effet de levier émis aux États-Unis en 2018⁹.

En conséquence, les écarts de rendement des obligations d'entreprise américaines ont encore augmenté, tant dans la catégorie investissement (*investment grade*, IG) que dans le haut rendement. Dans le segment IG, ces écarts ont dépassé leur moyenne de l'avant-GFC, affichant une hausse d'environ 35 points de base depuis le début du quatrième trimestre (graphique 5, premier cadre, ligne rouge). Après avoir suivi une tendance à la baisse pendant un an et demi, les écarts dans le haut rendement ont bondi de quelque 100 points de base à partir d'octobre, ne dépassant toutefois que légèrement leur niveau du début 2017 et restant bien inférieurs à la moyenne de l'après-GFC (deuxième cadre, ligne rouge). Dans une certaine mesure, les écarts dans le haut rendement ont été influencés par la trajectoire

Les primes de risques des obligations d'entreprise ont augmenté à travers les économies avancées¹

Graphique 5



Les lignes en pointillés dans les deux premiers cadres représentent les moyennes arithmétiques sur la période allant du 1^{er} janvier 2002 au 31 décembre 2006.

La ligne verticale dans les deux premiers cadres marque le 2 février 2018 (turbulences sur les marchés après la publication du rapport sur le marché du travail aux États-Unis). Les lignes verticales dans le quatrième cadre marquent le 27 septembre 2018 (publication du projet de budget italien) et le 13 novembre 2018 (dans une lettre à destination de la Commission européenne, le gouvernement italien refuse de modifier son projet de budget).

¹ Écarts corrigés des clauses optionnelles. ² Le 15 mai 2018 est la date de la fuite sur l'accord préliminaire de coalition en Italie.

Sources : Bloomberg ; indices ICE BofAML ; et calculs BRI.

⁸ Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, *Financial Stability Report*, novembre 2018.

⁹ Voir T. Goel, « Prêts à effet de levier : un retour en force risqué ? », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2018.

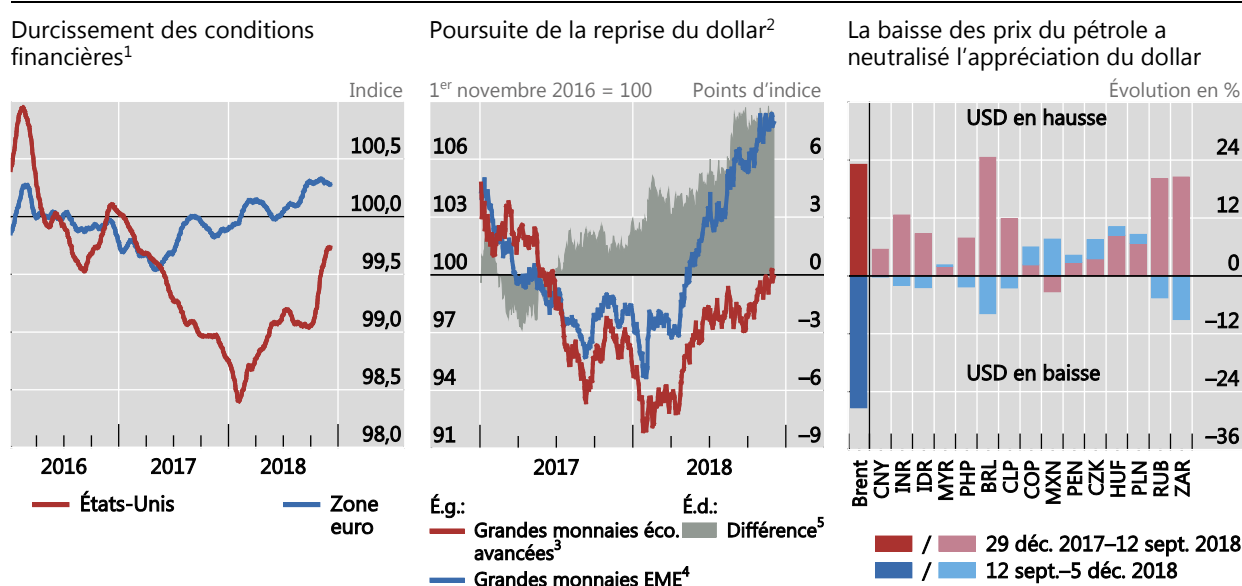
des prix du pétrole, compte tenu du poids important des groupes énergétiques spécialistes du schiste bitumineux dans ce segment. La hausse des primes de risque a entraîné une augmentation des coûts de financement, particulièrement sensible dans le cas des entreprises moins bien notées. Après s'être resserré au troisième trimestre, l'écart entre les obligations d'entreprises notées BB et celles notées BBB aux États-Unis a commencé à s'élargir de nouveau début octobre et continué de le faire en novembre (troisième cadre). Cet élargissement a coïncidé avec la hausse des rendements des bons du Trésor et la débâcle sur les marchés d'actions.

En Europe, les coûts d'emprunts ont augmenté sous l'effet du renforcement des incertitudes politiques. Les écarts de rendement du segment IG européen, qui avaient rapidement augmenté au premier semestre 2018, ont continué de croître durant la période sous revue, dépassant leurs équivalents américains et atteignant des niveaux plus de deux fois supérieurs à leur moyenne de l'avant-GFC (graphique 5, premier cadre, ligne bleue). Dans le haut rendement européen, les écarts se sont rapidement élargis en décembre, restant supérieurs à leurs équivalents américains et se rapprochant de leurs moyennes de l'avant-GFC (deuxième cadre, ligne bleue). L'impact a été particulièrement négatif pour les entreprises financières de ce segment (quatrième cadre).

Dans ces conditions, les conditions financières se sont sensiblement durcies aux États-Unis et en Europe. Pour autant, à l'aune de certaines mesures, elles sont, aux États-Unis, restées relativement souples, et plus favorables qu'au début de l'année dernière (graphique 6, cadre de gauche, ligne rouge). Une part importante du durcissement apparent des conditions financières aux États-Unis au quatrième trimestre a reflété l'impact de la chute des marchés d'actions (encadré A). En Europe

Les conditions financières se sont durcies à différents degrés

Graphique 6



¹ Indice Goldman Sachs des conditions financières ; une hausse indique un durcissement ; moyenne mobile sur 22 jours ouvrés. ² Indice du dollar pondéré des échanges, Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale ; une hausse indique une appréciation. ³ AUD, CAD, CHF, EUR, GBP, JPY et SEK. ⁴ Autres partenaires commerciaux importants (ARS, BRL, CLP, CNY, COP, HKD, IDR, ILS, INR, KRW, MXN, MYR, PHP, RUB, SAR, SGD, THB et VES). ⁵ Différence entre l'indice du dollar pondéré des échanges pour les autres partenaires commerciaux importants et les grandes monnaies.

Sources : Banque de Réserve fédérale de Saint Louis (FRED) ; Bloomberg ; données nationales ; et calculs BRI.

en revanche, les conditions financières se sont encore durcies par rapport à 2017 et à la majeure partie de 2018 (graphique 6, cadre de gauche, ligne bleue).

Les EME se sont stabilisées mais font face à des défis

Le durcissement des conditions financières a aussi affecté les EME, notamment du fait de la nouvelle appréciation du dollar. Le billet vert a gagné du terrain à la fois face aux monnaies des autres économies avancées et à celles des EME (graphique 6, cadre central). Néanmoins, cette appréciation a eu moins d'impact que plus tôt dans l'année, en partie parce que les EME avaient déjà été fortement ébranlées au trimestre précédent. En outre, certaines EME ont profité de la soudaine baisse des prix du pétrole. Cette baisse a pu apporter un certain soulagement aux économies doublement frappées par l'appréciation du dollar et la précédente montée des cours de l'or noir, scénario inhabituel qui avait prévalu durant les trois premiers trimestres de l'année (cadre de droite). Le trimestre progressant, certaines monnaies d'EME ont rattrapé une partie de leurs pertes antérieures.

En ce qui concerne les flux de portefeuille et les prix des actifs, le tableau est mixte. Concernant les fonds d'actions d'EME, les sorties de flux ont laissé place à des entrées de flux, l'ampleur de la baisse cumulée des cours des actions sur l'année ayant ramené les multiples de valorisation à des niveaux attrayants, légèrement inférieurs à leurs moyennes de long terme (graphique 7, cadre de gauche). Les conditions sont restées globalement stables sur les marchés secondaires d'emprunts souverains en monnaie locale. Les écarts de rendement ont diminué au début de la période sous revue puis se sont maintenus dans une fourchette, avant de se redresser début décembre. Cependant, les écarts sur la dette souveraine en monnaie locale sont restés bien en dessous de leurs moyennes de l'après-GFC, tout en demeurant supérieurs au creux atteint avant l'intensification des tensions commerciales en avril (cadre central, ligne rouge).

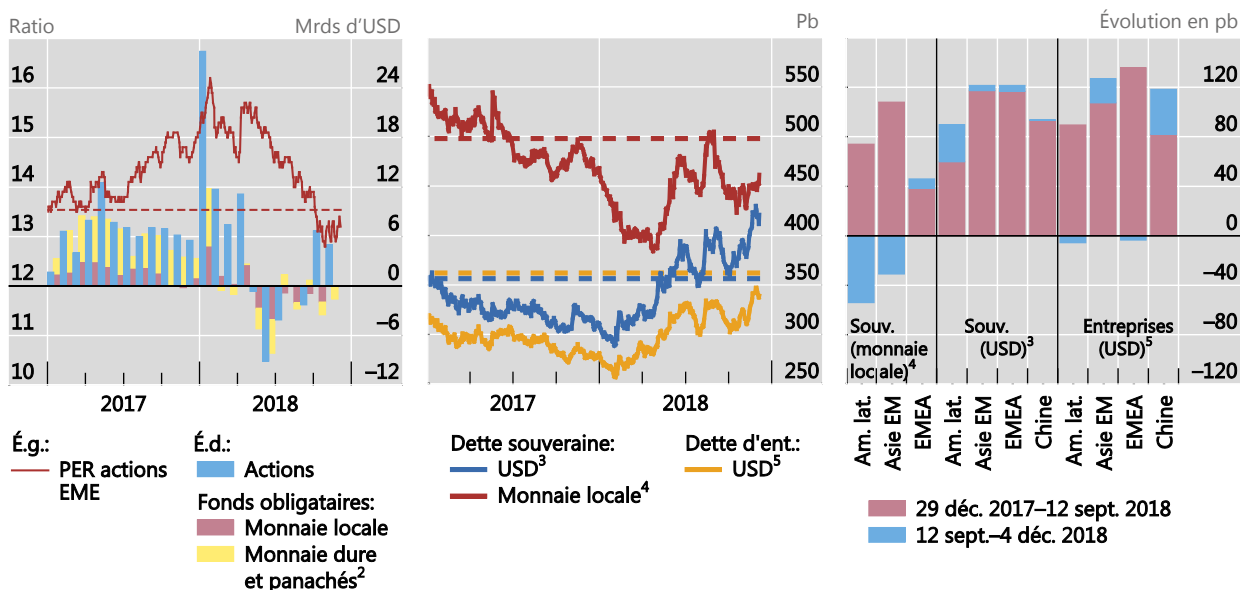
Les conditions ont été moins favorables sur le segment obligataire en dollar. Les fonds obligataires en monnaie dure ont continué de subir quelques sorties de flux modérées. Les écarts de rendement sur la dette souveraine et les obligations d'entreprise ont connu de fortes hausses fin novembre, lesquelles ont marginalement ralenti lorsque les tensions commerciales ont semblé s'atténuer après le sommet du G20 à Buenos Aires (graphique 7, cadre central, lignes bleues et jaunes). En particulier, les obligations souveraines latino-américaines et les obligations d'entreprise chinoises ont vu leurs rendements en dollar enregistrer une hausse importante au cours de la période sous revue (cadre de droite, bâtons bleus). Dans l'ensemble, le coût de la dette libellée en dollar a augmenté de 100 points de base ou davantage pour la plupart des EME depuis le début de l'année (cadre de droite, bâtons rouges et bleus). Les nouvelles émissions de titres par les États et les entreprises ont ralenti en 2018. Néanmoins, les besoins de refinancement des EME seront très élevés au cours des prochaines années.

Les perspectives économiques de la Chine sont restées source d'inquiétude, notamment pour les EME asiatiques. L'économie chinoise a ralenti tout au long de l'année, les autorités poursuivant activement leur politique de désendettement visant à écarter les craintes en matière de stabilité financière. La forte chute des cours des actions, qui s'est aggravée en octobre, a encore durci les conditions financières au travers de son impact sur les prêts adossés à des actions (encadré B). Dans ce

Les sorties de flux des fonds d'EME ont diminué¹

Les primes de risque sur les obligations d'EME en monnaie locale ont reculé

Les rendements en dollar ont connu une hausse générale dans les EME⁶



La ligne en pointillés dans le cadre de gauche représente la moyenne arithmétique sur la période allant du 2^e janvier 1995 au 5 décembre 2018. Les lignes en pointillés dans le cadre central représentent les moyennes arithmétiques sur la période allant du 1^{er} janvier 2012 au dimanche 31 décembre 2017.

¹ Totaux mensuels des données hebdomadaires jusqu'au 28 novembre 2018. PER = ratio cours/bénéfices. ² Les fonds en monnaies panachées investissent à la fois dans des obligations en monnaie locale et dans des obligations en monnaie forte. ³ Indice JPMorgan EMBI Global (dette souveraine), écarts de rendement (hors garanties). ⁴ Indice JPMorgan GBI, écart par rapport aux titres du Trésor américain à 7 ans. ⁵ Indice JPMorgan CEMBI, écarts de rendement (hors garanties). ⁶ Évolution du rendement à l'échéance de chaque indice sur les périodes indiquées ; les totaux régionaux sont des moyennes pondérées fondées sur la valeur de marché. Am. Lat. = Amérique latine hors Argentine. Asie EM = Asie émergente hors Chine ; EMEA = Europe émergente, Moyen-Orient et Afrique, hors Turquie.

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

contexte, la dépréciation du renminbi, qui a été substantielle y compris par rapport à d'autres EME, a exercé des pressions supplémentaires sur d'autres monnaies asiatiques et sur celles des pays producteurs de produits de base.

Les incertitudes politiques ont continué d'ébranler les banques de la zone euro

Les banques de la zone euro ont subi une nouvelle baisse de leurs valorisations durant la période sous revue. Le renforcement des risques politiques a constitué un facteur clé de la chute la plus récente des cours, le différend entre l'Union européenne et Rome au sujet du projet de budget du gouvernement italien pour 2019 s'intensifiant et les perspectives d'une sortie en douceur du Royaume-Uni de l'Union européenne restant incertaines.

Les inquiétudes d'ordre politique ont de nouveau ébranlé les marchés obligataires italiens. Les primes sur la dette souveraine vis-à-vis des Bunds allemands,

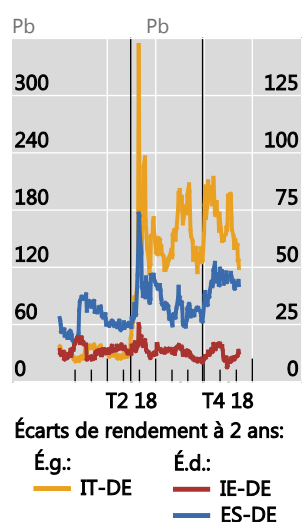
qui s'étaient envolées mi-mai¹⁰, ont de nouveau augmenté fin septembre lors de l'annonce du projet de budget italien (graphique 8, premier cadre). Elles se sont peu à peu resserrées durant les semaines suivantes, avant de s'élargir de nouveau sensiblement mi-novembre, le gouvernement italien ayant refusé de modifier son projet de budget, rejeté par l'UE fin octobre. Les investisseurs ont semblé percevoir une augmentation des probabilités d'une modification de la monnaie de libellé de la dette souveraine italienne : le coût des contrats dérivés sur défaut incluant cette éventualité a augmenté par rapport au coût des contrats l'excluant (deuxième cadre). Même à ce moment-là, bien que plutôt élevées, ces différentes primes sont restées inférieures au pic du mois de mai. Et si la propagation à d'autres rendements souverains de la périphérie de la zone euro a été visible, elle a été plus limitée.

Dans ce contexte, les cours des actions bancaires de la zone euro ont accusé une nouvelle baisse. Entre la mi-mai et le début décembre, ces banques ont vu leur capitalisation boursière fondre de près de 30 % (graphique 8, troisième cadre), la moitié des pertes survenant après l'annonce du projet de budget du gouvernement italien en septembre. Ces pertes ont largement dépassé celles des banques des autres économies avancées. En outre, lorsque les tensions politiques se sont apaisées fin novembre, les valeurs bancaires européennes n'ont pas connu de reprise, même lorsque les primes de la dette souveraine italienne ont diminué.

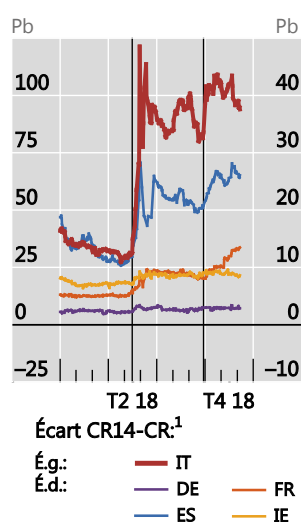
Les valorisations des actions européennes ont creusé leurs pertes sous l'effet des tensions politiques

Graphique 8

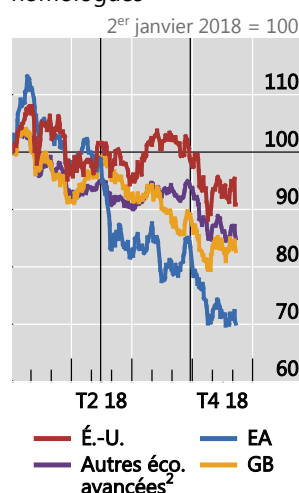
Les primes de la dette souveraine italienne ont fortement fluctué



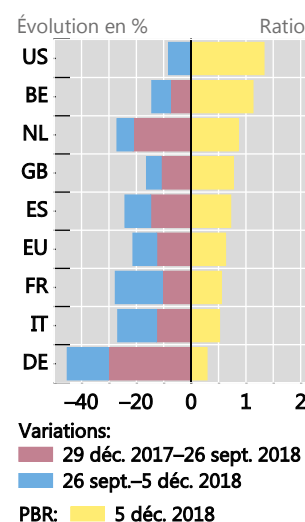
L'indemnisation du risque de convertibilité a bondi



Les actions bancaires de la zone euro ont sous-performé leurs homologues



Banques : ratios cours/valeur comptable



Les lignes verticales dans les premier, deuxième et troisième cadres représentent le 15 mai 2018 (fuite de l'accord préliminaire de coalition) et le 27 septembre 2018 (annonce du projet de budget italien).

¹ Sur la base des CDS à cinq ans sur la dette de premier rang non garantie libellée en USD avec protection intégrale (CR – *complete restructuring*). « CR14 » renvoie aux règles de 2014 de l'ISDA, qui incluent le changement de monnaie de libellé comme événement de défaut. ² Moyenne pondérée de AU, CA, CH, DK, JP, NO et SE, fondée sur la capitalisation boursière.

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

¹⁰ Voir « Les divergences s'accroissent sur les marchés », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2018.

En conséquence, les ratios cours/valeur comptable (PBR), communément utilisés pour estimer la valorisation des banques, ont nettement reculé et sont restés très bas. Début décembre, les ratios des banques allemandes, françaises et italiennes avaient baissé de plus de 10 % par rapport à septembre et de plus de 25 % rapport au début de l'année (graphique 8, quatrième cadre, à gauche). Dans la plupart des juridictions européennes, les banques présentaient des PBR inférieurs à 1 (quatrième cadre, côté droit) et, parfois, bien plus bas, signalant les inquiétudes persistantes des investisseurs quant aux perspectives de résultats et, dans certains cas, à la qualité des actifs de ces établissements¹¹.

¹¹ Voir B. Bogdanova, I. Fender et E. Takáts, « The ABC of bank PBRs: what drives bank price-to-book ratios? », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2018.

Indices des conditions financières : le rôle des marchés d'actions

Anna Zabai*

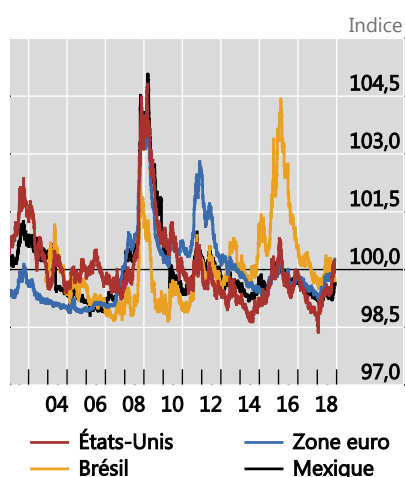
L'évolution des conditions financières est souvent considérée comme un important canal de transmission de la politique monétaire. Les chercheurs et analystes de marché ont donc mis au point des indices des conditions financières (*financial condition indices*, FCI) pour différentes économies, en s'appuyant généralement sur la moyenne pondérée de différentes variables clés, de manière à suivre et étudier ces effets^①. Dans le présent encadré, nous examinons l'évolution récente des FCI d'un échantillon d'économies et avançons que les FCI sont sensibles aux variables volatiles, même quand celles-ci font l'objet d'une faible pondération dans l'indice. Pour ce faire, nous observons la manière dont les FCI aux États-Unis ont réagi aux récentes évolutions des marchés d'actions américains.

Le cadre de gauche du graphique A représente des FCI « synthétiques » pour le Brésil, les États-Unis, le Mexique et la zone euro. Ces FCI ont été conçus en suivant une approche semblable à celle qu'utilise Goldman Sachs – y compris

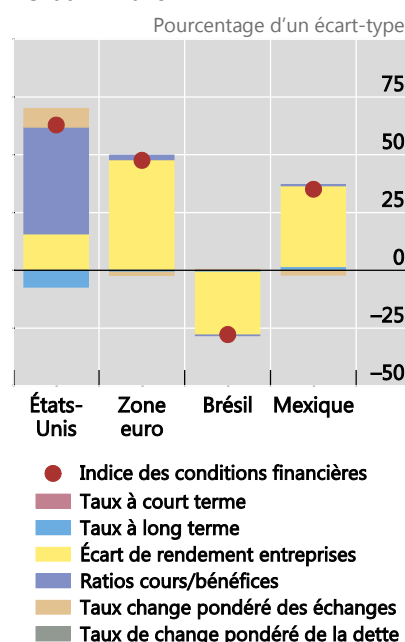
En dépit de pondérations modestes, les actions ont récemment constitué un important facteur d'orientation des FCI

Graphique A

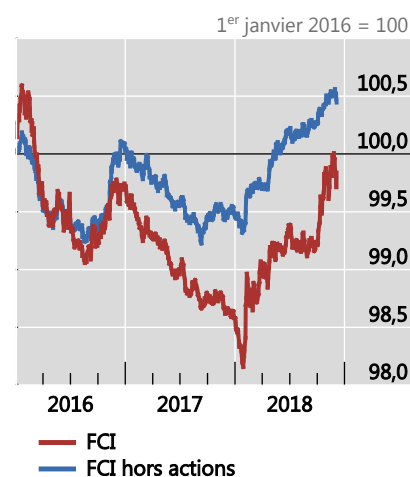
FCI d'un échantillon d'économies¹



Décomposition de l'évolution des FCI au T4 2018²



FCI américains, avec et sans actions³



¹ Chaque indice FCI est bâti en tant que score z de la moyenne pondérée des composantes sous-jacentes, centré autour de 100 (soit la moyenne pondérée moins sa moyenne de long terme sur l'écart type de long terme, plus 100). Ainsi, une valeur d'indice de 101 indique que les conditions financières sont supérieures d'un écart-type à leur moyenne de long terme (égale à 100). ² Contribution de chaque composante à l'évolution de l'indice entre le 1er octobre 2018 et le 4 décembre 2018, exprimée en pourcentage d'un écart-type de l'indice. Les composantes de l'indice sont les taux à court terme et à long terme, les écarts de rendement des obligations d'entreprise, les actions et le taux de change pondéré des échanges pour les économies avancées. Concernant les EME, les FCI comprennent les cinq mêmes composantes, auxquelles s'ajoute un taux de change pondéré de la dette afin de tenir compte des asymétries de change. Les taux courts sont le taux directeur pour les économies avancées, et le rendement de l'emprunt d'État à 3 mois pour les économies de marché émergentes. ³ Le FCI hors actions est calculé en excluant les actions et en redistribuant la pondération correspondante aux quatre composantes restantes de l'indice. La redistribution maintient la même proportionnalité entre les pondérations des variables incluses que l'indice principal.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; Dealogic ; Euroclear ; indices ICE BofAML ; JPMorgan Chase ; Goldman Sachs ; Thomson Reuters ; Xtrakter Ltd ; statistiques bancaires territoriales de la BRI ; données nationales ; et calculs BRI.

en ce qui concerne le choix des pondérations, qui sont retenues selon des estimations de l'impact relatif de l'évolution des composantes sur la croissance économique^②. Les composantes sont les taux d'intérêt (courts et longs), les écarts de rendement des obligations d'entreprise, les valorisations des marchés d'actions (à savoir, les ratios cours/bénéfices) et le taux de change (pondéré par les échanges et la dette). Les pondérations de ces variables reflètent les caractéristiques structurelles de chaque économie. Les variables sont intégrées à l'indice de telle manière qu'une hausse de la composante reflète un durcissement des conditions (une baisse des fonds disponibles)^③.

Ces FCI suggèrent que les conditions financières sont très favorables depuis un certain nombre d'années aux États-Unis, au Mexique et dans la zone euro, les indices respectifs restant bien inférieurs à leurs moyennes de long terme depuis 2013^④. Au Brésil, ils ont été plus volatils, le pays ayant subi une forte récession en 2016-2017. Cependant, les conditions financières ont été moins propices aux États-Unis et dans la zone euro au cours de l'année écoulée.

Au quatrième trimestre 2018 en particulier, l'indice FCI pour les États-Unis a augmenté de près de trois quarts d'un écart-type, tandis que les FCI pour la zone euro et le Mexique signalaient un durcissement des conditions financières d'un demi et d'environ un tiers d'écart-type, respectivement (graphique A, cadre central). Au Brésil en revanche, les conditions financières se sont assouplies. Si l'évolution récente des conditions financières a été essentiellement tirée, au Brésil, au Mexique et dans la zone euro, par les écarts de rendement des obligations d'entreprise, le FCI des États-Unis a augmenté principalement en raison d'une correction des valorisations des actions.

En fait, les marchés d'actions semblent avoir dicté en grande partie l'assouplissement des conditions financières aux États-Unis suivi par ces indices au cours des dernières années, ainsi que leur récent durcissement. Un FCI calculé hors actions aurait signalé un durcissement nettement plus sensible des conditions financières aux États-Unis durant les deux dernières années (cadre de droite). Cette divergence se produit parce que, malgré une pondération relativement modeste (5 % pour les États-Unis), les actions sont relativement plus volatiles que les autres composantes de l'indice.

La grande sensibilité des FCI aux valorisations des actions selon cette méthodologie souligne à quel point il est important de bien calibrer les pondérations correspondantes. Le rôle de la finance de marché dans le financement de l'économie réelle, ainsi que la tendance des entreprises à regarder du côté des marchés d'actions en quête de signaux pour leurs décisions d'investissement, incitent à inclure les actions dans les FCI. La fiabilité macroéconomique à court terme de l'évolution des marchés d'actions pourrait toutefois être surestimée si des considérations en matière de distribution n'étaient pas les choix de pondération. Les détentions d'actions se concentrent chez les ménages situés au sommet de la distribution des revenus et des richesses, lesquels tendent à avoir une moindre propension marginale à la consommation. Par conséquent, un indice ne tenant pas compte de ces différences pourrait pondérer de manière trop importante les valorisations des actions, surestimant potentiellement le soutien à l'activité préfigurée par un assouplissement des conditions financières.

* Remerciements à Nick Fawcett, chez Goldman Sachs, et tout spécialement à Katie Craig, Markus Petersen et Seth Searls de la Banque de Réserve fédérale de New York pour leurs précieux commentaires. ① Une alternative consiste à suivre une approche par composante principale. Voir J. Hatzius, P. Hooper, F. Mishkin, K. Schoenholtz et M. Watson, « Financial conditions indexes: a fresh look after the financial crisis », *NBER Working Papers*, n° 16150, juillet 2010. ② Le choix des pondérations est évoqué dans J. Hatzius, S. Stehn et N. Fawcett, « Financial conditions: a unified approach », *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs, septembre 2016, ainsi que dans l'analyse de suivi des FCI de Goldman Sachs, dans la même publication. Les FCI du graphique A sont calculés sur la base des mêmes pondérations que celles utilisées par Goldman Sachs, à l'exception de l'indice pour la zone euro. Si le FCI de Goldman Sachs pour la zone euro inclut la variable « prime sur la dette souveraine », celle-ci a été exclue de l'indice de la zone euro dans le graphique A afin d'améliorer la cohérence avec l'indice des États-Unis. ③ Ainsi, comme la hausse des ratios cours/bénéfices est associée à un assouplissement des conditions financières et à un soutien à l'activité économique, ces ratios sont intégrés avec un signe négatif. De la même manière, l'effet dual des taux de change sur l'activité économique – une appréciation tend à peser sur l'activité en réduisant les exportations nettes mais la renforce d'un autre côté en diminuant la valeur réelle de la dette en devises détenue par les ménages et entreprises – est intégré aux FCI au moyen des taux de change pondérés par les échanges et par la dette pour le Brésil et le Mexique. Pour les États-Unis et la zone euro, seul le taux pondéré par les échanges est pris en compte car les ménages et les entreprises de ces deux économies ne détiennent pas des montants élevés de dette en devises. ④ Les moyennes à long terme ont été calculées sur les périodes commençant le 3 janvier 2000 pour les États-Unis ; le 31 janvier 2002 pour la zone euro ; le 28 novembre 2003 pour le Brésil et le 2 janvier 2002 pour le Mexique. Dans tous les cas, la période se termine le 23 novembre 2018.

Le nantissement d'actions et le marché d'actions chinois

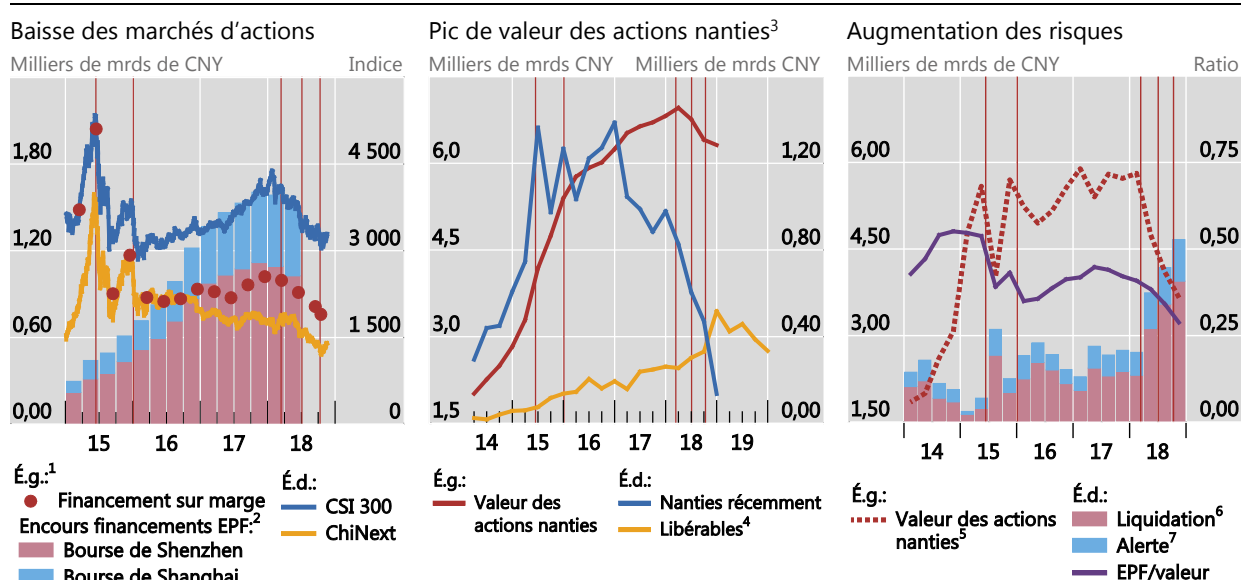
Feng Zhu

Depuis mars 2017, les autorités réglementaires chinoises ont pris des mesures concertées pour réduire l'endettement dans le système financier et gérer les risques du secteur financier. Ces mesures ont entraîné une forte baisse de l'activité de crédit parallèle depuis mars 2018, ce qui a exercé des pressions sur le financement des entreprises privées et des PME. Dans un contexte de ralentissement économique et de baisse des cours des actions, de nouvelles mesures ont été prises pour contenir les risques émergents liés au financement fondé sur le nantissement d'actions (*equity pledge financing*, EPF). Celui-ci consiste à accorder des prêts aux actionnaires ou dirigeants clés d'entreprises cotées, qui apportent leurs propres actions en guise de sûreté. Le présent encadré évoque les dernières évolutions sur le front des EPF, le lien avec le récent recul du marché, les risques posés par les EPF et la manière dont les autorités réglementaires et les entreprises ont réagi.

Les financements EPF ont augmenté très rapidement en Chine à partir de 2014. Après avoir été durement affectés par l'effondrement des marchés au second semestre 2015, ils ont connu une solide reprise et leur encours s'établissait à 1 600 milliards de yuans au quatrième trimestre 2017 (graphique B, cadre de gauche). Il convient de noter que la valeur des actions nouvellement nanties avait déjà entamé une nette tendance à la baisse au premier trimestre 2017, alors même que l'encours continuait de croître (cadre central).

Le financement par nantissement d'actions en Chine

Graphique B



Les lignes rouges marquent les dates de forte baisse du marché d'actions chinois (12 juin 2015, 3 juillet 2018 et 11 octobre 2018) ; l'introduction d'un coupe-circuit le 4 janvier 2016 ; et l'entrée en vigueur des nouvelles réglementations relatives aux financements EPF le 12 mars 2018.

¹ Encours de prêts. ² Estimations de Moody's. ³ Aux prix contractuels. ⁴ Valeur des actions sous-jacentes pour les prêts EPF arrivant à maturité. ⁵ Aux prix actuels du marché. ⁶ Proportion des actions nanties dont la valeur est inférieure au seuil de liquidation, c'est-à-dire 140 % (estimation) de la valeur du contrat du prêt EPF associé, plus ses coûts de financement. ⁷ Proportion d'actions nanties dont la valeur est inférieure au seuil d'alerte de 160 % (estimation) mais supérieure au seuil de liquidation de 140 % (estimation). Un emprunteur EPF est supposé compenser toute baisse sous le seuil d'alerte à l'aide de nouvelles garanties.

Sources : Moody's ; bourse de Shanghai ; bourse de Shenzhen ; WIND ; et calculs de la BRI.

Les marchés d'actions chinois ont changé de trajectoire en 2018. Par rapport au sommet atteint en janvier 2018, l'indice CSI 300 accusait le 18 octobre une chute de 31 %, avant d'entamer une reprise modérée (graphique B, cadre de gauche). À la différence des turbulences qu'avaient connues les actions en 2015, durant lesquelles le financement sur marge (prêt garanti par les titres achetés par l'emprunteur) avait joué un rôle clé, l'épisode actuel a mis en lumière les risques des financements EPF. La bourse de Shenzhen, y compris le marché des valeurs technologiques ChiNext, a été le théâtre d'une forte chute des cours ; les entreprises qui y sont cotées tendaient à être plus exposées aux risques liés aux EPF.

Néanmoins, le financement EPF demeure un trait distinctif du marché d'actions chinois : fin octobre 2018, la valeur contractuelle des actions nanties atteignait 6 300 milliards de yuans (graphique B, cadre central). Selon certaines estimations, jusqu'à 3 540 entreprises cotées prenaient part à ce type de financement, 22,5 % d'entre elles comptant plus de 30 % d'actions nanties.

Les financements EPF présentent plusieurs risques. D'abord, l'entreprise concernée est exposée au risque d'un changement involontaire de la structure actionnariale (l'apparition de nouveaux actionnaires susceptibles d'avoir un appétit pour le risque différent et un autre horizon temporel) si les actions nanties doivent être liquidées. Ensuite, les prêteurs sont vulnérables à des risques de liquidité. Au troisième trimestre 2018, plus de 50 % des prêteurs étaient des sociétés d'investissement. En cas de défaut, ces entreprises ne peuvent pas liquider les actions nanties immédiatement, car les actionnaires détenant 5 % ou plus du capital ne sont pas autorisés à vendre plus de 1 % de leur participation par période de 90 jours d'affilée sur le marché secondaire. Cette règle, ainsi que les suspensions de cotation, réduisent la liquidité des actions nanties. Troisième risque, si 20 % seulement des prêteurs EPF directs étaient des banques au troisième trimestre 2018, la plupart des prêts EPF reposaient en définitive sur des financements bancaires. La défaillance d'un financement EPF pourrait affaiblir les bilans des banques. Les cours des actions ayant chuté en 2018, nombre de ces risques ont sensiblement augmenté. Au quatrième trimestre 2018, alors que davantage de prêts EPF arrivaient à échéance, les actions nanties sous-jacentes libérables, estimées à 517 milliards de yuans, étaient susceptibles de peser fortement sur les valorisations du marché.

Les autorités chinoises ont durci la réglementation des financements EPF depuis septembre 2017, dans le cadre de leurs efforts visant à réduire le levier et le risque financiers. D'importantes nouvelles règles sont entrées en vigueur en mars 2018. Ces règles ont restreint l'utilisation du ratio EPF/valeur (« ETV ») à 60 % maximum et fixé des limites à la part des actions d'une entreprise susceptibles d'être nanties (à la fois globalement et envers une seule société d'investissement ou un seul produit de gestion d'actifs).

Le durcissement de la réglementation et la baisse des cours des actions ont été les principaux facteurs du net recul des financements EPF en 2018. La valeur de marché des actions nanties est passée de 5 800 milliards de yuans fin mars 2018 à 3 700 milliards de yuans fin octobre (graphique B, cadre de droite). Les cours diminuant, la proportion d'actions nanties dont la valeur de marché actuelle descend sous les seuils de « liquidation » et d'« alerte » (fixés par les prêteurs en fonction de la valeur des prêts EPF associés, coûts de financement inclus) a fortement augmenté (cadre de droite, bâtons rouges et bleus). Des valeurs inférieures au seuil d'alerte contraignent les emprunteurs à compenser la baisse par l'apport de nouvelles garanties, tandis que les prêteurs peuvent forcer la liquidation une fois que les prix sont passés sous le seuil de liquidation. Dans ce contexte, les ventes forcées d'actions ont augmenté à partir de juin.

Les cours de leurs actions étant sous pression, les entreprises cotées se sont mises en quête de solutions. Certaines ont sollicité des suspensions de cotation, lesquelles ont connu une forte augmentation en 2018. Près de 60 % de ces suspensions ont été appliquées à des entreprises qui avaient nanti 30 % ou plus de leurs actions. Néanmoins, il est devenu plus difficile de recourir à cette pratique après la publication le 6 novembre de directives dissuadant les entreprises cotées de solliciter arbitrairement des suspensions de cotation ou de différer la reprise de cotation sans justification adéquate. D'autres entreprises, disposant de flux de trésorerie abondants, ont racheté leurs actions, démarche faisant grimper les cours et réduisant les risques liés aux EPF. Une troisième approche a consisté en une intervention directe des fonds publics. Les entités publiques ont massivement investi dans les entreprises cotées cette année, prenant le contrôle de plus de 20 groupes privés.

Les autorités chinoises ont récemment pris de nouvelles initiatives pour stabiliser le marché d'actions, soutenir le financement des entreprises privées et contenir les risques liés aux EPF. Ainsi, la banque centrale et les autorités de régulation bancaire ont pris dernièrement des mesures ciblées pour promouvoir le financement des entreprises privées. La Banque populaire de Chine a décidé d'encourager l'émission de fonds de soutien aux entreprises privées et d'utiliser des instruments de politique monétaire visant à soutenir l'octroi de crédit bancaire aux entreprises privées.

En outre, en octobre, les autorités réglementaires ont annoncé de nouvelles règles permettant aux assureurs de proposer aux investisseurs institutionnels des produits de gestion d'actifs spécifiques pour l'investissement dans des actions et dans des obligations émises par les entreprises cotées et leurs actionnaires, de façon à aider les acteurs des financements EPF et à soutenir les entreprises privées. Sous la houlette de l'Association chinoise des valeurs mobilières, onze sociétés d'investissement ont accepté d'apporter 25,5 milliards de yuans dans le cadre d'un plan de gestion d'actifs visant à aider des entreprises cotées présentant de bonnes perspectives de croissance mais rencontrant des difficultés dans le cadre de financements EPF. Deux « obligations spéciales de sauvetage » ont déjà été émises dans le cadre de ce plan. Les autorités réglementaires ont également mis en place un outil pilote de « protection du crédit » pour soutenir le financement obligataire des entreprises privées. Plusieurs collectivités locales ont établi des fonds de soutien aux entreprises privées ayant des difficultés liées aux EPF. Ces mesures semblent avoir contribué à contenir les risques associés aux EPF ; le ratio ETV a encore diminué, descendant sous les 30 % fin octobre.