

Repli et rebond des marchés

L'évolution des perspectives de croissance et de politique monétaire dans les grandes économies a dominé l'orientation des marchés au cours de la période sous revue¹. En décembre, les craintes que la politique monétaire reste sur la voie du resserrement malgré une décélération de l'économie mondiale ont entraîné une forte baisse des prix des actifs risqués. Début janvier, la politique monétaire prenant un tour plus accommodant et les signaux économiques s'améliorant aux États-Unis, les cours de ces actifs sont repartis à la hausse.

Alors que l'année 2018 tirait à sa fin, des inquiétudes concernant la croissance économique et une réapparition des incertitudes quant à la politique monétaire ont ébranlé les marchés mondiaux, provoquant une fuite vers la sécurité. Les cours des actions ont chuté et les écarts de rendement des obligations d'entreprise se sont élargis à l'échelle mondiale. Les rendements souverains ont reculé et les courbes se sont légèrement aplaties tandis que les primes de terme diminuaient. Dans un contexte de réévaluation généralisée, les actifs américains ont été particulièrement malmenés. De leur côté, les économies de marché émergentes (EME) ont montré une relative stabilité, alors même que la Chine continuait de ralentir. Signe d'un durcissement des conditions de financement, les fonds d'obligations d'entreprise à haut rendement ont subi d'importantes décollectes, et les émissions de prêts et d'obligations faiblement notés se sont contractées.

Les marchés financiers se sont ressaisis en janvier, les banques centrales ayant réaffirmé leurs dispositions à ajuster la politique monétaire selon les risques encourus par l'économie mondiale. La Réserve fédérale a répété que les décisions concernant ses taux d'intérêt et son bilan seraient prises en fonction des statistiques économiques ; elle a maintenu ses taux inchangés, invoquant des craintes quant à l'économie mondiale et des anticipations d'inflation ténues. La Banque centrale européenne (BCE) a souligné les risques grandissants pesant sur la croissance de la zone euro, affirmant qu'elle était prête à utiliser tout instrument de politique monétaire qui s'avèrerait nécessaire. La Banque populaire de Chine a procédé à une vaste injection de liquidités dans le système bancaire et enrichi sa panoplie d'instruments visant à contrer le ralentissement de l'économie et soutenir le crédit bancaire.

¹ Cette période s'étale du 5 décembre 2018 au 19 février 2019.

Stimulés par les initiatives des banques centrales et un regain d'optimisme, les marchés mondiaux ont nettement progressé en janvier et en février. Alors que les investisseurs commençaient à se montrer rassurés quant à la poursuite d'une politique monétaire accommodante aux États-Unis, de nouveaux indicateurs macroéconomiques américains plus favorables que prévu sont venus alimenter la reprise des actifs risqués. Les actions et les obligations d'entreprise ont rattrapé leurs pertes antérieures et leur corrélation à travers les pays s'est révélée relativement élevée. Les cours du pétrole et des métaux industriels se sont redressés. Dans les EME, l'affaiblissement initial du dollar a contribué au soutien des entrées de flux à destination des fonds d'actions et d'obligations, et les rendements des obligations d'État, qui étaient restés stables fin 2018, ont régressé. Vers la fin de la période sous revue, ces entrées de flux persistaient, mais à un rythme plus lent, le dollar s'appréciant.

En Europe, l'évolution des marchés a parfois divergé de l'amélioration prudente de l'humeur des investisseurs à l'échelle mondiale. Les fragilités des actifs souverains ont d'abord diminué, avant de s'accroître dans le courant de la période sous revue. Sur fond d'affaiblissement économique persistant, les écarts de rendement des obligations d'État italiennes ont baissé en janvier, avant de se redresser en février, tandis que les rendements des Bunds allemands continuaient de reculer, atteignant leur point bas en plus de deux ans. Malgré les incertitudes croissantes concernant l'issue des négociations sur le Brexit, la livre sterling et les rendements souverains britanniques n'ont pas connu d'importantes variations. Les actions britanniques ont, de leur côté, vu leurs cours augmenter.

Première phase : les craintes d'un ralentissement s'accroissent, les marchés chutent

Les craintes d'un nouveau ralentissement de l'économie mondiale, d'une part, et d'une poursuite du resserrement monétaire dans les économies avancées, d'autre part, se sont traduites par un affaiblissement et une volatilité des marchés au début de la période sous revue. Une phase de fuite vers la sécurité s'est ouverte.

Les actions mondiales ont enregistré une forte baisse et les rendements des actifs souverains des économies avancées ont diminué. Les pertes cumulées de l'indice S&P 500 ont atteint un pic, à plus de 10 %, en décembre. Dans un mouvement d'inversion des tendances divergentes qui avaient caractérisé l'essentiel de l'année 2018², les actions américaines ont perdu davantage de terrain que celles d'autres parties du monde, et les EME (hors Chine) ont affiché des performances relativement solides (graphique 1, premier cadre). Les rendements souverains à long terme ont connu un recul général, reflet de l'opinion du marché quant à une hausse des risques sur la croissance mondiale et à ses implications pour la politique monétaire. En Allemagne et au Japon, les rendements ont atteint en décembre leurs points bas de 2018. Les rendements américains ont baissé de plus de 20 points de base jusqu'à la fin de l'année (deuxième cadre), alors même que les détentions de bons du Trésor par le secteur officiel à l'étranger continuaient de diminuer et que les émissions nettes restaient dynamiques.

² Voir « [Les divergences s'accroissent sur les marchés](#) », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2018.

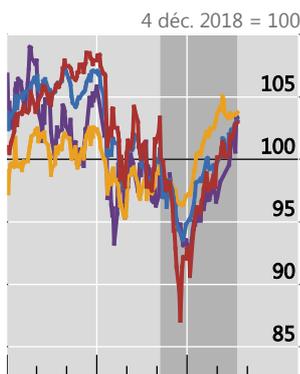
La croissance est restée stable aux États-Unis, mais les vents contraires se sont renforcés en Europe et en Chine, soulignant les risques baissiers mondiaux. En décembre, les indices PMI des directeurs d'achats du secteur manufacturier aux États-Unis ont signalé une poursuite de l'expansion. Malgré les conditions locales favorables, les intervenants des marchés ont semblé craindre de plus en plus que l'économie américaine pâtisse à terme des fragilités affectant d'autres régions du monde. Les niveaux des indices PMI manufacturiers fin 2018 ont mis en lumière une contraction de l'activité en Chine, et une stagnation dans la zone euro (graphique 1, troisième cadre). En dépit de la suspension jusqu'en mars 2019 des nouveaux droits de douane que la Chine et les États-Unis entendaient s'appliquer réciproquement, la faiblesse persistante des nouvelles commandes à l'export a accru les inquiétudes des investisseurs (quatrième cadre).

Les perspectives devenant plus fragiles, les anticipations d'inflation fondées sur le marché ont reculé, les primes de terme se sont comprimées et les courbes des rendements souverains se sont aplaties. Les anticipations d'inflation, qui avaient régulièrement augmenté aux États-Unis durant l'essentiel de 2018, ont sensiblement diminué entre le début et la fin décembre. Les points morts d'inflation se sont

L'augmentation des risques sur l'économie mondiale a alimenté la volatilité des marchés

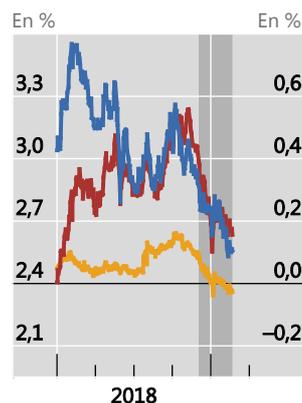
Graphique 1

Les actions ont subi des mouvements de vente en décembre avant de rebondir



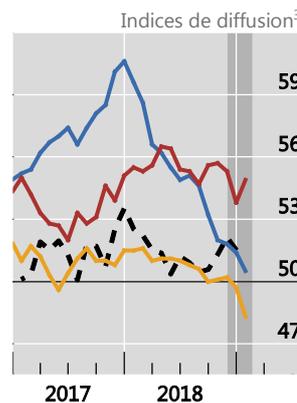
— S&P 500
— AE hors US¹
— Shanghai Composite
— EME hors Chine¹

Les taux à long terme ont nettement diminué²



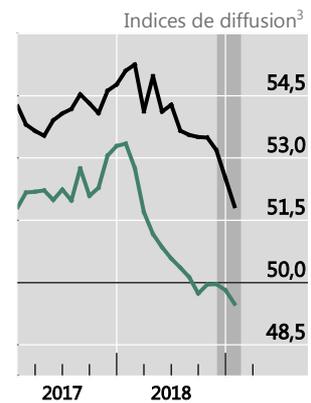
é.g.: — US é.d.: — DE
— JP

Les États-Unis et les EME se sont distingués dans un contexte de fléchissement mondial



Indice PMI manufacturier:
— US — EA
— CN - - EME (hors CN)⁴

Les exportations mondiales ont pris le chemin d'une nouvelle contraction



— Nouvelles commandes
— Nouvelles commandes à l'export

Les zones grisées marquent la période sous revue, du 5 décembre 2018 au 19 février 2019. AE = économies avancées, EA = zone euro.

¹ Moyenne arithmétique des indices boursiers nationaux en monnaie locale. ² Sur la base des rendements des obligations d'État à 10 ans. ³ Une valeur de 50 indique que le nombre d'entreprises déclarant une expansion de l'activité est égal à celui des entreprises déclarant une contraction ; une valeur supérieure à 50 indique une expansion de l'activité économique. ⁴ Pour les EME, moyennes pondérées à partir des taux de PIB et de change à PPA de BR, IN, MX, RU et TR.

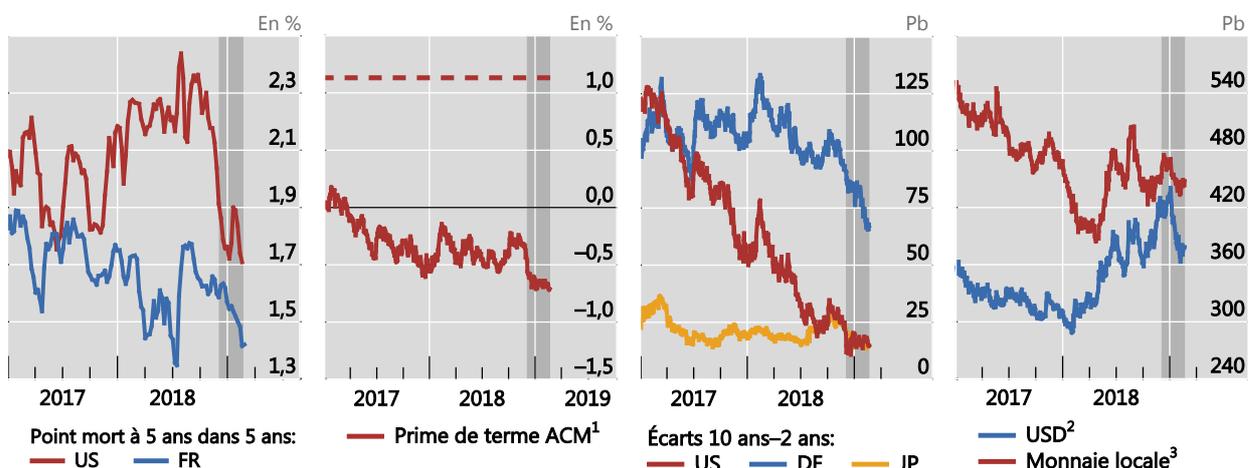
Sources : Bloomberg ; Datastream ; IHS Markit ; données nationales ; et calculs BRI.

Les anticipations d'inflation ont nettement régressé

Les primes de terme américaines ont plongé

Les courbes de rendements se sont aplaties davantage

Les rendements souverains des EME sont restés stables en décembre



Les zones grisées marquent la période sous revue, du 5 décembre 2018 au 19 février 2019. La ligne en pointillés dans le deuxième cadre indique la moyenne arithmétique sur la période 2010-14 (augmentation du bilan de la Réserve fédérale).

¹ Sur la base des rendements des obligations d'État à 10 ans. ² Indice JPMorgan EMBI Global (dette souveraine), écarts de rendement (hors garanties). ³ Indice JPMorgan GBI, écart par rapport aux titres du Trésor américain à 7 ans.

Sources : Adrian, T, Crump, R. et Moench, E. « 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 ; JPMorgan Chase ; données nationales ; calculs BRI.

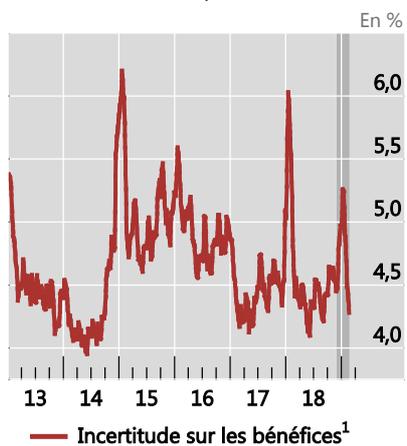
également quelque peu repliés dans la zone euro, poursuivant une trajectoire baissière régulière (graphique 2, premier cadre). La prime de terme américaine a diminué d'environ 40 points de base de la fin novembre au mois de décembre, continuant sa descente en territoire négatif et terminant l'année 2018 à un point bas depuis 2016 (deuxième cadre). À la fin de l'année, les courbes des rendements souverains étaient légèrement plus plates sur une base nette (troisième cadre). Contrairement aux économies avancées, et reflétant une meilleure résilience, les rendements souverains des EME sont restés largement stables (quatrième cadre).

Des signaux économiques contradictoires ont renforcé les incertitudes quant à la viabilité des bénéfices des entreprises et à la trajectoire future de la politique monétaire. La vulnérabilité accrue de l'économie mondiale et la vigueur relative du dollar ont pesé sur les perspectives de croissance des résultats aux États-Unis, et les incertitudes entourant la rentabilité des entreprises ont rapidement augmenté en fin d'année, revenant aux niveaux atteints juste avant les turbulences boursières de février 2018 (graphique 3, cadre de gauche). Malgré la faiblesse des indicateurs économiques dans la zone euro et les craintes d'effets de contagion aux États-Unis, la croissance des salaires s'est avérée rapide, dépassant l'inflation sous-jacente, signe que les pressions sur les salaires pourraient à l'avenir se répercuter sur l'inflation générale (cadre central). Dans ce contexte, les mesures fondées sur les marchés des incertitudes en matière de politique monétaire ont bondi fin décembre à des niveaux semblables à ceux du « taper tantrum » en 2013 (cadre de droite).

Incertitudes en matière de rentabilité des entreprises et raffermissement du marché du travail brouillent la trajectoire des taux américains

Graphique 3

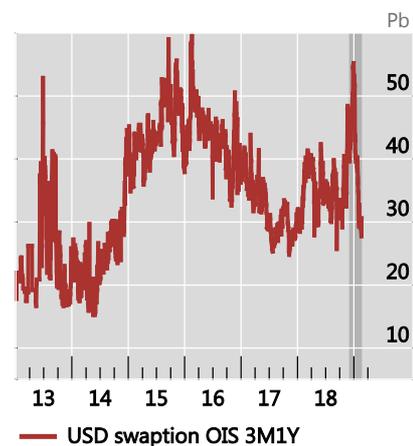
Nervosité des investisseurs quant aux résultats des entreprises américaines



La croissance des salaires a dépassé l'inflation



La trajectoire des taux américains est devenue incertaine



Les zones grisées marquent la période sous revue, du 5 décembre 2018 au 19 février 2019.

¹ Moyenne mobile sur cinq jours de l'écart-type des estimations de bénéfice par action, divisé par l'estimation moyenne pour l'indice S&P 500.

Source : Banque de Réserve fédérale de Saint Louis (FRED) ; Bloomberg ; Datastream ; calculs BRI.

Ajoutant à la nervosité des investisseurs, la politique monétaire a semblé rester sur la voie du resserrement tant aux États-Unis que dans la zone euro. Le 19 décembre, la Réserve fédérale a relevé son taux directeur et, tout en anticipant un ralentissement du rythme des hausses de taux en 2019, a déclaré que l'allègement de son bilan se poursuivrait comme prévu. Dans la zone euro, la BCE a mis fin comme attendu à son programme d'achats d'actifs.

La montée des inquiétudes relatives aux perspectives de croissance a également ébranlé les marchés mondiaux d'obligations d'entreprise. Début décembre, les prix des obligations d'entreprise ont subi un regain de tensions général. Les primes de risque ont nettement augmenté aux États-Unis. Les obligations d'entreprise à haut rendement ont été les plus affectées, leurs écarts de rendement dépassant brièvement la moyenne d'avant la crise. Les écarts de rendement des obligations « investment grade » se sont également élargis, mais dans une moindre mesure (graphique 4, cadre de gauche). Par ailleurs, les émissions d'obligations d'entreprise se sont contractées. En Europe et dans les EME, les écarts de rendement ont augmenté, mais de manière moins sensible qu'aux États-Unis (cadre du centre et de droite).

Les tensions sur les marchés des prêts à effet de levier et des titres de créance garantis par des prêts (CLO) ont également mis en lumière le durcissement des conditions financières subi par les entreprises faiblement notées. Aux États-Unis, les émissions de prêts à effet de levier ont connu une forte chute, de plus de 50 %, en janvier (les données étant différées, les chiffres de janvier reflètent le ralentissement de décembre). Les écarts sur les prêts à effets de levier et les CLO avaient rapidement

Obligations d'entreprise mondiales : forte hausse puis baisse rapide des écarts de rendement

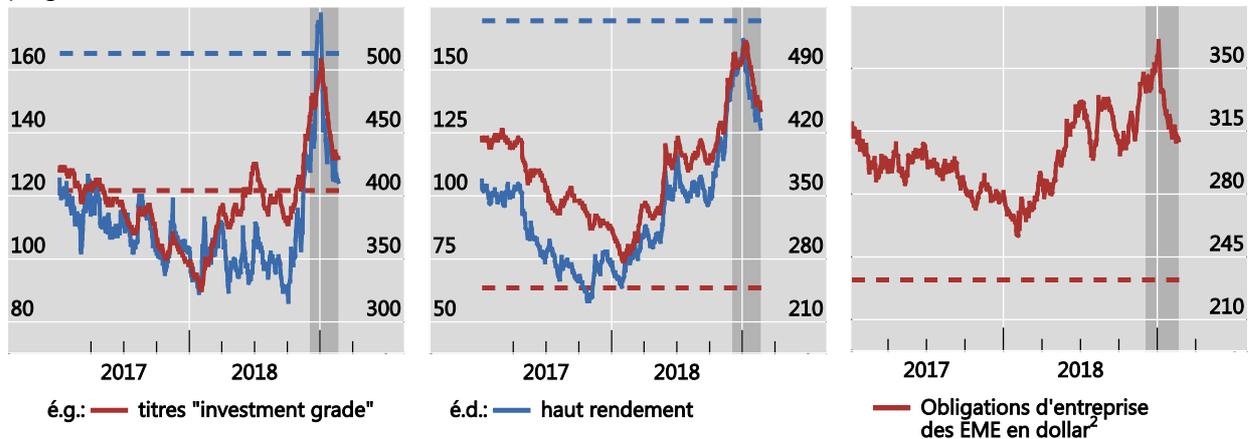
En points de base

Graphique 4

Les écarts sur obligations d'entreprise ont effacé leur progression aux États-Unis¹...

... Comme en Europe¹

Les obligations d'entreprises des EME n'ont pas fait exception



Les zones grisées marquent la période sous revue, du 5 décembre 2018 au 19 février 2019. Les lignes en pointillés représentent les moyennes arithmétiques sur la période 2002-06.

¹ Écart corrigé des clauses optionnelles. ² Indice JPMorgan CEMBI, écarts de rendement (hors garanties).

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

augmenté depuis le début du quatrième trimestre, et leur élargissement en décembre s'est traduit, pour les prêts à effet de levier, par un doublement du niveau observé les deux dernières années. Les écarts sur les CLO ont eux aussi rapidement crû en décembre (graphique 5, cadre de gauche).

Le très sensible élargissement des écarts sur les obligations d'entreprise américaines a reflété en grande partie l'évolution des conditions sur les marchés de financement, même si la baisse de la liquidité de fin d'année semble avoir joué un rôle (l'encadré A aborde le manque de liquidité observé fin décembre). Durant les deux dernières semaines de décembre, les écarts se sont montrés particulièrement sensibles à la vaste décollecte subie par les fonds d'obligations à haut rendement (cadre central) et ce, davantage que ne le suggéraient les relations historiques. De fait, l'augmentation des écarts fin décembre 2018 a été plus importante que lors d'autres décollectes passées comparables (cadre de droite). La réaction des prix aux sorties de flux a souligné les inquiétudes quant au dynamisme de la liquidité sur les marchés des obligations d'entreprise à des moments d'intenses pressions vendeuses (l'encadré B évoque un possible facteur d'explication de ces ventes de grande ampleur).

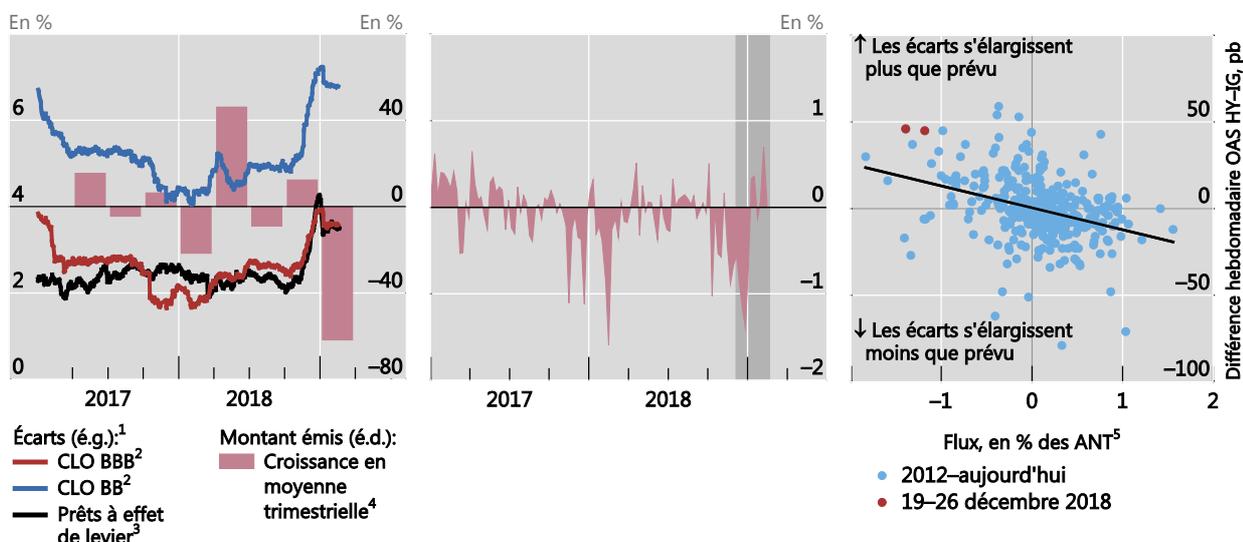
En décembre, les émissions de prêts ont chuté alors que les obligations à haut rendement subissaient d'importantes sorties de flux

Graphique 5

Contraction des émissions de prêts et forte hausse des écarts de rendement

D'importantes sorties de flux ont affecté les obligations à haut rendement en décembre⁵

Les écarts de rendement ont connu un élargissement inhabituel



Les zones grisées dans le cadre central marquent la période sous revue, du 5 décembre 2018 au 19 février 2019.

¹ Écart de rendement par rapport au bon du Trésor américain à dix ans. ² Rendement des tranches de CLO dans l'indice Palmer Square CLO Senior Index par notation. ³ Rendement moyen pondéré de l'indice US Leveraged Loan 100 Index. ⁴ Moyenne trimestrielle des montants totaux mensuels de prêts à effet de levier aux États-Unis selon Bloomberg. Pour le T1 2019, chiffres de janvier. Données consultées le 6 février 2019. ⁵ Flux hebdomadaires vers les fonds qui investissent dans des obligations d'entreprise à haut rendement (HY) en Amérique du Nord et en Europe de l'Ouest, en pourcentage des actifs nets totaux (ANT).

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

Seconde phase : la politique monétaire devient plus accommodante, l'humeur des marchés s'améliore

Alors que les perspectives économiques mondiales demeuraient instables, la trajectoire de la politique monétaire a changé début 2019. Les banques centrales de grandes économies ayant envoyé des signaux plus accommodants, les marchés ont connu une reprise à partir de janvier, effaçant leurs pertes du mois de décembre. Une nouvelle phase s'est ouverte, marquée par un regain d'optimisme.

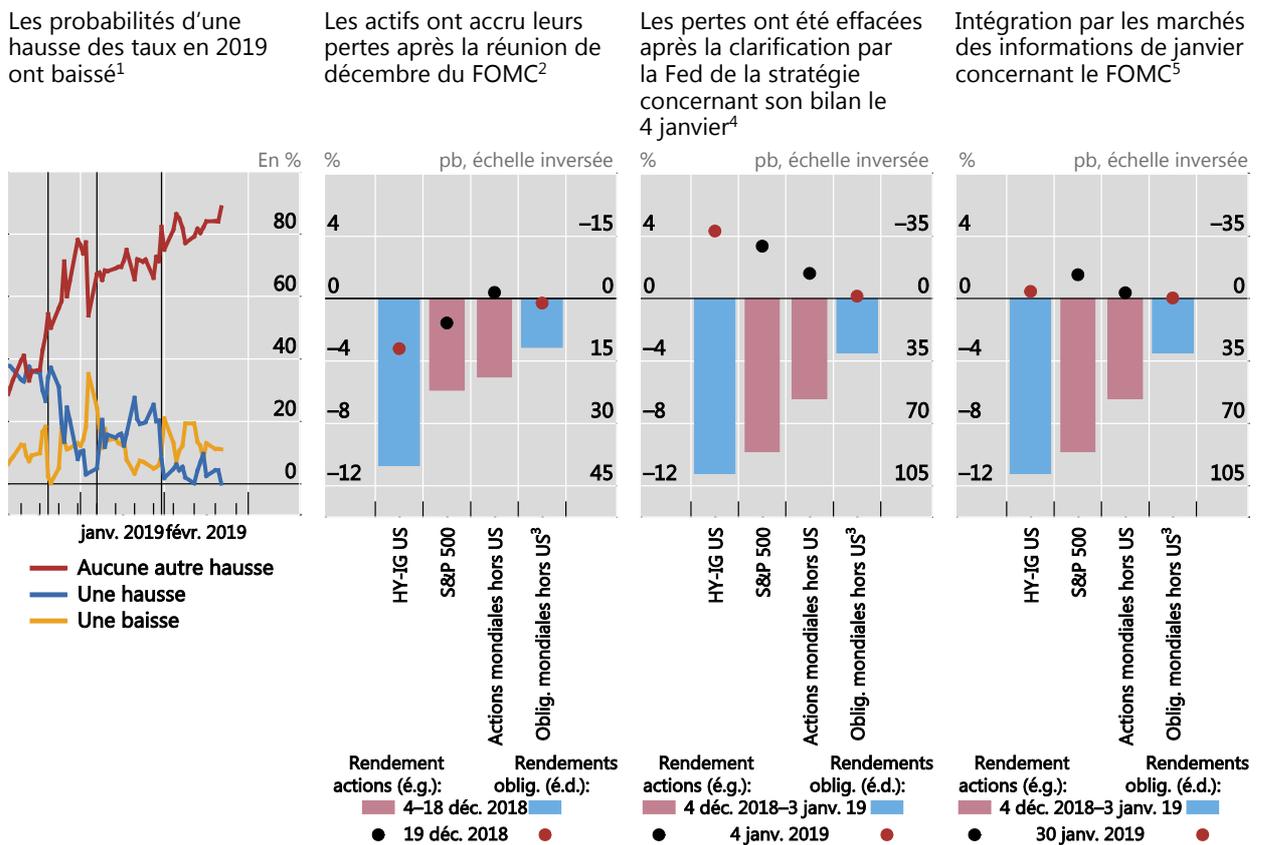
Les perspectives en matière de politique monétaire ont connu un tournant en janvier. Le 4, le président de la Réserve fédérale a affirmé que l'évolution des taux d'intérêt comme du bilan de la Fed serait flexible, de manière à s'adapter aux publications de statistiques économiques. Onze jours plus tard, le président de la BCE a mis en avant l'augmentation des risques baissiers pesant sur l'économie et souligné que l'ensemble de la boîte à outils de politique monétaire restait à disposition de la banque centrale. Le 23 janvier, la Banque du Japon a revu à la baisse ses prévisions d'inflation et réaffirmé son engagement à acheter des obligations d'État de façon à ce que le rendement à dix ans reste conforme à l'objectif. Durant la conférence de presse postérieure à la réunion du Comité de politique monétaire de la Fed (FOMC)

le 30 janvier, le président de cette dernière a répété le message sur la flexibilité du bilan de la banque centrale qu'il avait exprimé le 4 janvier.

La réaction des intervenants du marché à ces différents signaux a traduit un regain d'appétit pour le risque. Une comparaison de l'évolution des marchés le 19 décembre 2018 et le 4 janvier 2019 illustre ce changement d'humeur. Le 19 décembre, les investisseurs s'étaient désengagés de positions risquées en réponse aux déclarations du FOMC. Bien que la Fed ait alors abaissé de trois à deux le nombre de hausses anticipées des taux en 2019, elle avait procédé au relèvement prévu et indiqué que les ajustements de son bilan resteraient en pilotage automatique. Ce jour-là, même si les investisseurs avaient commencé à revoir à la baisse les probabilités d'une future hausse de taux, les actions et les obligations avaient encore accru leurs pertes, notamment aux États-Unis (graphique 6, premier et deuxième

La perspective d'une politique monétaire accommodante a soutenu les prix des actifs

Graphique 6



¹ Probabilités de hausse ou de baisse des taux de 25 points de base implicites dans les contrats à termes sur les taux des fonds fédéraux pour 2019 ; contrat de décembre 2019 ; sur la période sous revue (5 décembre 2018-19 février 2019). ² 19 décembre 2018. ³ Moyenne arithmétique de l'évolution des écarts de rendement HY-IG (haut rendement / « investment grade ») pour les indices JPMorgan CEMBI et les indices européens Merrill Lynch. ⁴ Le président de la Réserve fédérale déclare que l'allègement du bilan de la Fed sera si nécessaire flexible. ⁵ mercredi 30 janvier 2019.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; indices ICE BofAML ; JPMorgan Chase ; et calculs BRI.

cadres). Vers la fin décembre, les investisseurs jugeaient plus probable une baisse qu'une hausse des taux. Le 4 janvier, la Fed ayant laissé entendre que la réduction de son bilan pourrait être flexible si nécessaire, les prix des actifs ont rattrapé une partie de leurs pertes, la reprise s'avérant particulièrement sensible pour les actifs qui avaient perdu le plus de terrain en décembre (troisième cadre)³. Les précisions données par la Fed le 30 janvier quant aux perspectives de son bilan ont entraîné une réaction plus contenue (quatrième cadre).

La dégradation des conditions financières et son impact potentiel sur l'économie réelle ont contribué au changement d'orientation de la politique monétaire qui est apparu entre les conférences de presse postérieures aux réunions de décembre et de janvier du FOMC. Le 19 décembre, le président de la Fed a souligné que la dégradation des conditions financières – reflétant l'évolution générale des taux d'intérêt, des écarts sur les obligations d'entreprise, des changes et des marchés d'actions, entre autres – n'avait pas fondamentalement modifié les perspectives économiques américaines⁴. Le 30 janvier, il a observé que la détérioration persistante des conditions financières, couplée au risque croissant d'une propagation, aux États-Unis, des effets d'une croissance mondiale plus fragile, avait contribué à la décision prise en janvier par le FOMC de marquer une pause dans le resserrement monétaire⁵.

Tandis que les économies avancées adoptaient une approche plus accommodante en matière de politique monétaire, les autorités chinoises ont mis en œuvre une stratégie pluridimensionnelle de lutte contre un ralentissement persistant. Durant une grande partie de 2018, la faiblesse des prix des actifs et des statistiques macroéconomiques en Chine avait pour partie reflété les efforts déployés pour assurer un désendettement ne menaçant pas la croissance. Les autorités avaient assoupli la politique monétaire et budgétaire tout en s'efforçant de réorienter la croissance du crédit en l'éloignant du système bancaire parallèle (graphique 7, cadre de gauche). Ces efforts ont été renforcés en janvier. La relance monétaire s'est concentrée sur les banques, la Banque populaire de Chine abaissant les réserves obligatoires, injectant une grande quantité de liquidité au travers d'opérations d'*open market* (cadre de droite) et lançant une facilité de prêt à terme visant à soutenir l'octroi de crédit aux petites entreprises. Les autorités de régulation ont également approuvé l'émission d'obligations perpétuelles par les banques de façon à renforcer les fonds propres de base (Tier 1). Ces obligations peuvent être échangées contre des titres à court terme de banque centrale, lesquels peuvent à leur tour être utilisés par leurs détenteurs comme sûreté en vue d'obtenir un financement. Sur le front budgétaire, la relance est principalement passée par des « obligations spéciales de gouvernement local » qui ont financé des projets d'infrastructures (cadre central).

³ Le président de la Fed a pris part à un panel de discussion entre 10h15 et 12h15, heure EST. À 08h30, un rapport plus favorable que prévu sur la situation de l'emploi a été publié. Même en excluant la première demi-heure de cotation, durant laquelle l'actualité macroéconomique favorable s'est reflétée dans les cours, les actions ont enregistré un rendement positif.

⁴ Transcription de la conférence de presse de Jérôme Powell, 19 décembre 2018 (pages 1 et 4), <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20181219.pdf>.

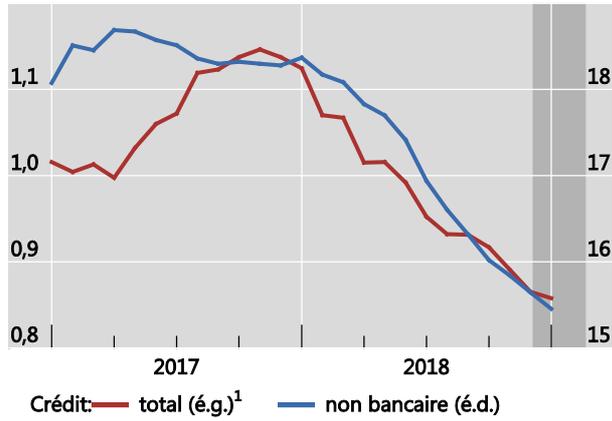
⁵ Transcription de la conférence de presse de Jérôme Powell, 30 janvier 2019 (pages 11 et 12), <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20190130.pdf>.

Réaction des autorités chinoises au ralentissement

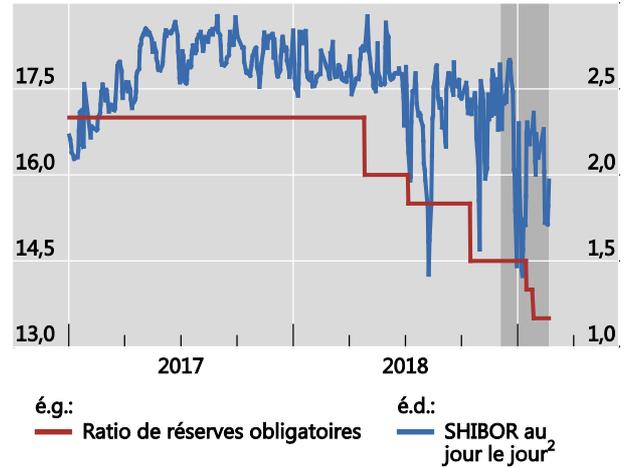
En %

Graphique 7

La croissance du crédit a ralenti, l'activité du système bancaire parallèle diminuant



L'assouplissement monétaire a continué



Les zones grisées marquent la période sous revue, du 5 décembre 2018 au 19 février 2019.

¹ Moyenne mobile sur 12 mois du taux de croissance mensuel. ² Shanghai Interbank Offered Overnight Rate.

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

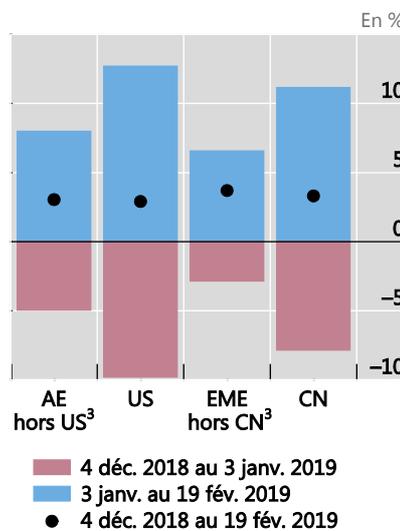
Le regain d'optimisme début 2019 a stimulé l'appétit pour le risque envers les actions mondiales

Graphique 8

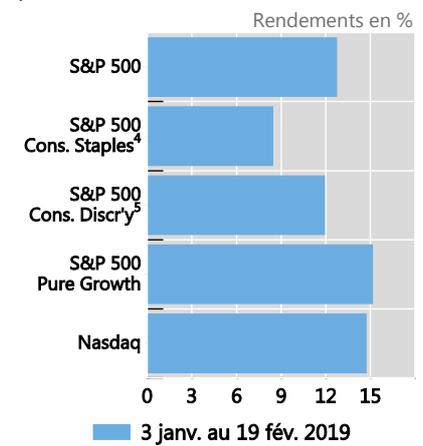
Surprises macroéconomiques positives aux États-Unis¹



Les actions mondiales ont rattrapé leurs pertes²



Les valeurs de croissance ont enregistré les meilleures performances



¹ Indice Citi Economic Surprise ; les zones grisées marquent la période sous revue (5 décembre 2018-19 février 2019). EA = zone euro. ² AE = économies avancées. Les rendements sont calculés au cours de clôture des dates indiquées dans la légende. ³ Moyenne arithmétique des indices boursiers nationaux en monnaie locale. ⁴ Biens de consommation de base. ⁵ Biens de consommation discrétionnaires.

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

La nature de plus en plus accommodante des politiques monétaires dans le monde entier, ainsi que la publication d'indicateurs plus solides que prévu aux États-Unis, ont suscité un regain d'optimisme des marchés. En janvier, les statistiques économiques ont continué de se dégrader en Europe et sont restées stables pour l'essentiel dans les EME ; aux États-Unis, elles sont toutefois ressorties supérieures aux attentes malgré la fermeture prolongée des services de l'administration fédérale (« shutdown ») (graphique 8, cadre de gauche). Dans le monde entier, les actions ont connu une reprise et rattrapé les pertes qu'elles avaient accusées en décembre, les valeurs de croissance enregistrant des performances particulièrement solides (graphique 8, cadre du centre et de droite). De leur côté, les écarts sur obligations d'entreprise ont diminué, terminant la période sous revue en baisse sur une base nette (graphique 9, cadre de gauche). Les actifs risqués réagissant à l'unisson à l'évolution des politiques monétaires, le co-mouvement entre les actions américaines et les titres internationaux (actions et obligations d'entreprise) a nettement augmenté (graphique 9, cadre central).

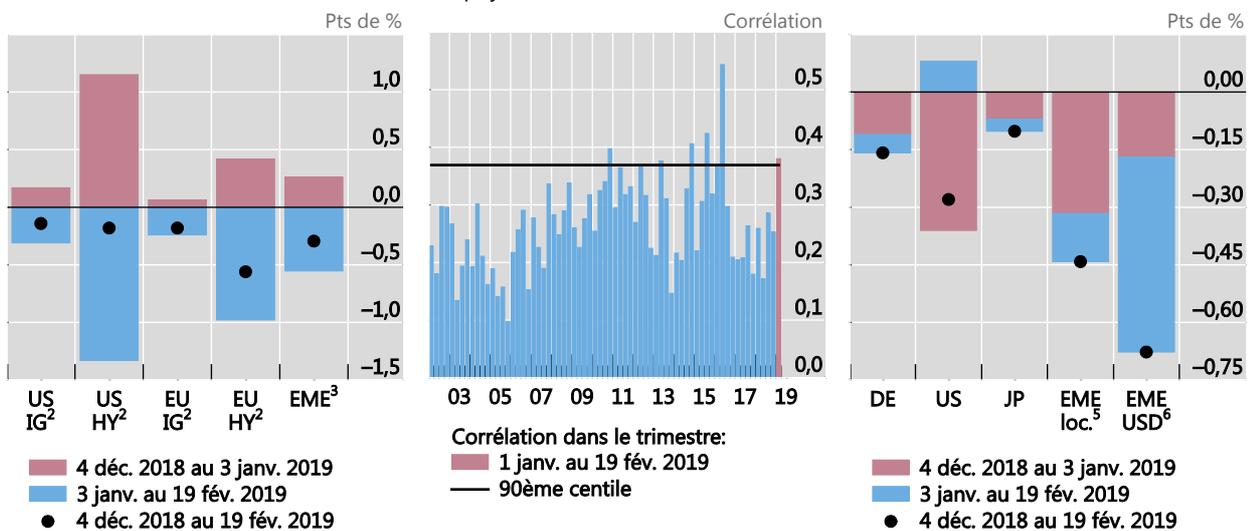
Les écarts sur obligations d'entreprise ont diminué tandis que les rendements souverains reculaient

Graphique 9

Hausse puis baisse des écarts sur obligations d'entreprise¹

Co-mouvement des actions et obligations d'entreprise à travers les pays⁴

Nouveau recul des rendements souverains, sauf aux États-Unis¹



¹ Les évolutions des rendements souverains sont calculées sur la base des cours de clôture des dates indiquées dans la légende. ² Écart corrigé des clauses optionnelles. ³ Indice JPMorgan CEMBI, écarts de rendement (hors garanties). ⁴ Moyenne des corrélations trimestrielles par paire (en valeur absolue) entre les rendements de l'indice S&P 500 et (i) les rendements des actions des économies avancées (rendement moyen de certains indices boursiers) ; (ii) les rendements des actions des EME (indice MSCI Emerging Markets) ; (iii) l'évolution des rendements des obligations d'entreprise américaines (moyenne des indices américains d'obligations d'entreprise à haut rendement et « investment grade ») ; (iv) l'évolution des rendements des obligations d'entreprise des économies avancées (moyenne des indices européens d'obligations d'entreprise à haut rendement et « investment grade ») ; (v) l'évolution des rendements des obligations d'entreprise des EME (moyenne des indices CEMBI HY et CEMBI IG). ⁵ Indice JPMorgan GBI. Loc. = en monnaie locale. ⁶ Indice JPMorgan EMBI Global.

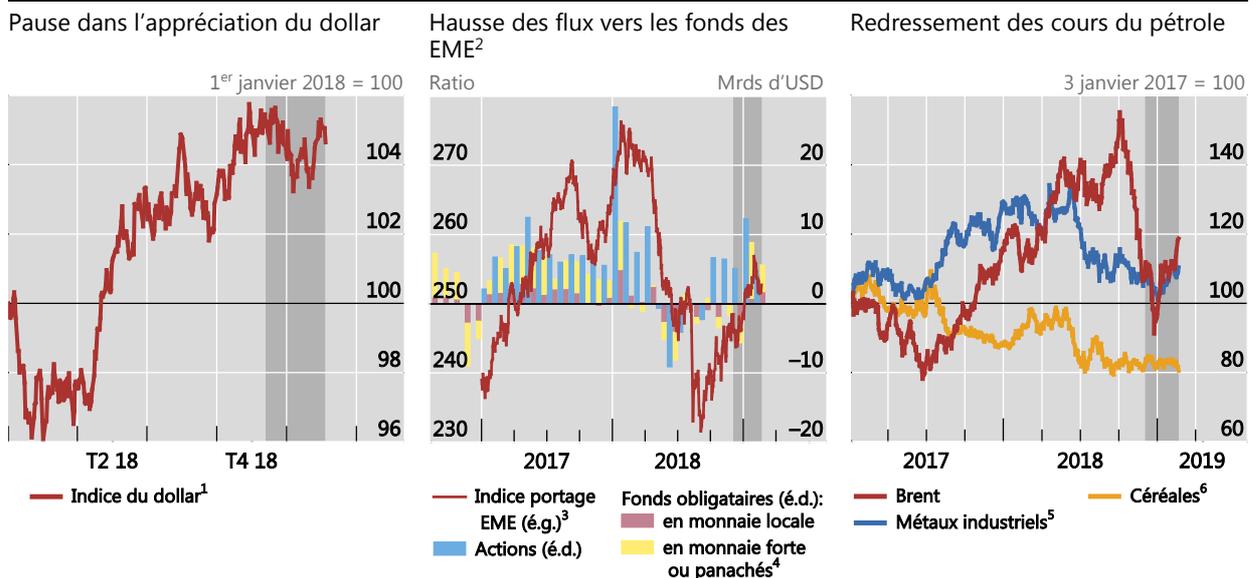
Sources : Bloomberg ; Datastream ; indices ICE BofAML ; JPMorgan Chase ; et calculs BRI.

Les prix des obligations souveraines ont connu une hausse, sauf aux États-Unis. Sur fond de baisse des anticipations d'inflation, les rendements ont fléchi sur une base nette en Allemagne et au Japon mais ont augmenté aux États-Unis (graphique 9, cadre de droite) Dans les EME, les rendements souverains ont reculé, notamment ceux des obligations libellées en dollar, qui ont terminé la période sous revue en nette baisse.

Les actifs des EME ont enregistré d'importantes entrées de flux et les cours des produits de base ont progressé, le dollar fléchissant début janvier (graphique 10, cadre de gauche). Dans un contexte associant des écarts de taux d'intérêt favorables et des valorisations d'actions relativement basses à la lumière de la correction précédente en 2018, les fonds d'actions et d'obligations des EME ont fait l'objet d'entrées de capitaux soutenues. Pour la première fois depuis le début 2018, les fonds obligataires ont enregistré une collecte substantielle (cadre central). Les produits de base sensibles à la croissance, dont le pétrole et les métaux industriels, se sont également appréciés. Les cours de l'or noir notamment, qui avaient fortement chuté au dernier trimestre 2018, sont repartis à la hausse (cadre de droite). Vers la fin de la période sous revue, le dollar s'est raffermi, tout en connaissant une certaine volatilité. Dans ce contexte, les opérations de portage sont devenues moins rentables et les flux à destination des actifs des EME ont ralenti.

Hausse des flux vers les actifs d'EME et appréciation des produits de base en janvier, sur fond de recul du dollar

Graphique 10



Les zones grisées marquent la période sous revue, du 5 décembre 2018 au 19 février 2019.

¹ L'indice du dollar (USDX) mesure la valeur du dollar américain par rapport à d'autres grandes monnaies. Une augmentation indique une appréciation du dollar. ² Totaux mensuels des données hebdomadaires jusqu'au 13 février 2019. ³ Indice EM-8 Carry Trade, mesurant le rendement total cumulé d'une position de portage détenue jusqu'à l'échéance (*buy-and-hold*) qui est longue en huit monnaies des EME et intégralement financée par des positions courtes en dollar. ⁴ Les fonds en monnaies panachées investissent à la fois dans des obligations en monnaie locale et dans des obligations en monnaie forte. ⁵ Sous-indice Bloomberg Industrials Metals. ⁶ Sous-indice Bloomberg Grains.

Sources : Bloomberg ; EPFR ; calculs BRI.

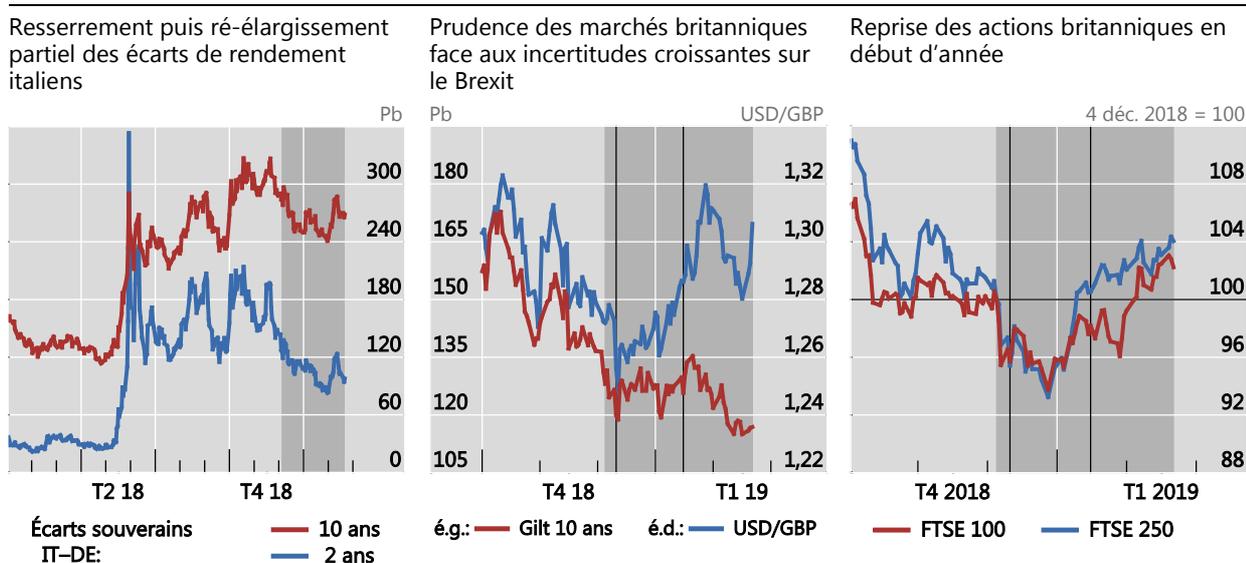
Stabilisation du risque souverain en zone euro, augmentation des incertitudes relatives au Brexit

Sur les marchés de la zone euro, les indicateurs de risque souverain ont connu une baisse générale au début de la période sous revue. Les écarts de rendement des obligations d'État italiennes par rapport aux Bunds allemands ont continué de diminuer (graphique 11, cadre de gauche). Bien qu'encore supérieurs à leurs niveaux du début 2018, ils ressortaient en nette baisse par rapport à septembre, lors de la publication du projet de budget du gouvernement italien. Compte tenu du dynamisme de la demande, les adjudications d'un certain nombre de pays dont l'Espagne et l'Italie ont été largement sursouscrites. En février cependant, les écarts de rendement italiens se sont de nouveau élargis lorsque la Commission européenne a revu à la baisse ses prévisions de PIB pour l'Italie en 2019.

Malgré les incertitudes grandissantes concernant le Brexit et la baisse de ses prévisions de croissance par la Banque d'Angleterre, les actifs britanniques ont enregistré de bonnes performances. Seuls quelques signes de fuite vers la sécurité se sont fait jour le 10 décembre, lorsqu'un vote prévu au Parlement sur le projet d'accord entre l'Union européenne et le Royaume-Uni a été annulé. Le rejet de ce projet le 15 janvier n'a pas non plus entraîné de réaction durable du marché. Chaque fois, tandis que la livre sterling se dépréciait face au dollar et que le rendement des Gilt à dix ans augmentait, les mouvements du marché n'ont pas été particulièrement prononcés et se sont rapidement inversés (graphique 11, cadre central). Les indices d'actions britanniques ont suivi leurs homologues mondiaux et connu une reprise en janvier et en février, affichant un rendement positif à la fin de la période sous revue (cadre de droite).

Les risques souverains ont baissé en zone euro tandis que les marchés britanniques se maintenaient

Graphique 11



Sources : Bloomberg ; et calculs BRI.

Les marchés financiers demeurent vulnérables aux tensions de fin d'année

Sirio Aramonte et Egemen Eren

Il est courant pour de nombreux marchés de connaître de fortes variations des prix en fin d'année, reflétant la faiblesse relative de la liquidité liée, en partie, aux déclarations réglementaires ponctuelles. Deux observations peuvent être tirées de l'évolution des marchés fin 2018. D'abord, les intervenants des marchés et les banques centrales ont procédé à des ajustements pour faire face à des anomalies récurrentes de prix, les premiers prenant les devants, les secondes tentant de faciliter ce processus. Ensuite, le manque de liquidité de fin d'année rend les marchés de financement et de sûretés plus vulnérables à des événements imprévus. La période en question illustre aussi les canaux par lesquels de telles anomalies de prix peuvent se propager à travers les marchés financiers^①.

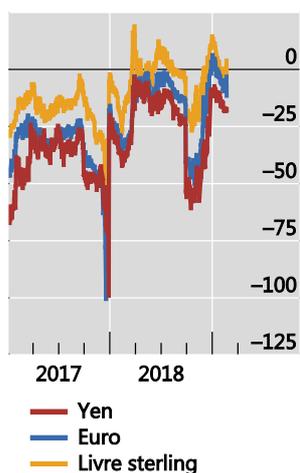
Les marchés de swaps cambistes ont été relativement stables fin décembre, malgré une augmentation de la volatilité plus tôt dans l'année. Dans le passé, ces marchés avaient connu de fortes hausses des coûts sur le dollar face à l'euro et au yen en fin d'année (graphique A, premier cadre). Plusieurs épisodes de ce type ont pu être observés ces dernières années, les traders cherchant à se positionner avant les séances les plus actives. Cette fois-ci, la base implicite dans les swaps cambistes à trois mois a fortement baissé fin septembre. Cette chute a reflété à la fois la demande des investisseurs ayant préfinancé des positions en dollar et les prix élevés demandés par les opérateurs pour gérer les soldes de stocks en fin d'année. Bien que la baisse n'ait pas été aussi prononcée que par le passé, la base est restée large durant plus longtemps, reflétant les effets moins sensibles, mais plus durables, des pressions de fin d'année^②.

Les tensions de fin d'année ont encore entraîné des anomalies de prix

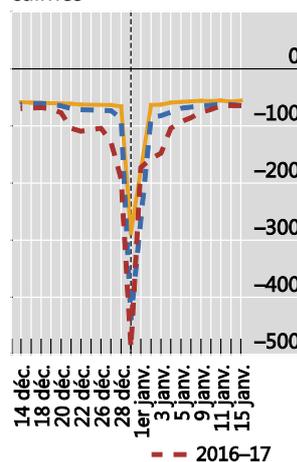
En points de base

Graphique A

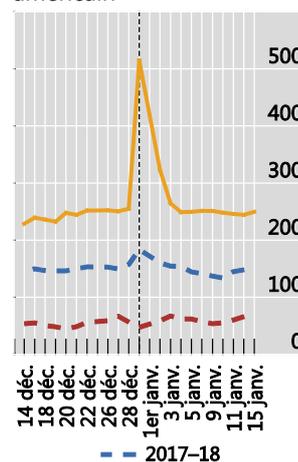
Chute de la base implicite dans les swaps cambistes à trois mois en septembre



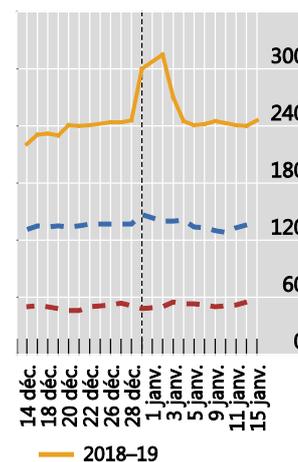
Dans la zone euro, les marchés de pensions livrées ont été plus calmes¹



Instabilité des marchés au jour le jour des pensions en vrac sur titres du Trésor américain²



Hausse du taux SOFR³ en fin d'année



¹ Le taux au jour le jour est calculé sur la base de pensions ayant comme sûretés des obligations souveraines allemandes, avec 90 % de transactions sur pensions spécifiques et 10 % de transactions sur pensions en vrac. ² Le graphique représente le taux moyen pondéré des pensions en vrac sur titres du Trésor américain. ³ Taux de financement garanti au jour le jour.

Sources : Bloomberg ; RepoFunds Rate, www.repofundsrate.com ; et calculs BRI.

Les marchés de pensions livrés européens ont eux aussi fait preuve d'une meilleure résilience fin 2018 que les années précédentes. Ainsi, les taux des pensions applicables à des sûretés allemandes très demandées ne sont pas descendus aussi bas en territoire négatif que lors des précédents épisodes (graphique A, deuxième cadre). Les investisseurs, dans l'anticipation de tensions de fin d'année sur les marchés, ont pris les devants pour s'assurer des financements et gérer leurs sûretés. En outre, l'accès plus large et plus facile aux programmes de prêts de titres de la BCE et des banques centrales nationales a, sans aucun doute, permis d'atténuer les perturbations de fin d'année.

Malgré ces ajustements en amont, les marchés sont restés vulnérables à l'impact d'événements imprévus. D'importantes émissions de bons du Trésor américain ont eu lieu le dernier jour de décembre, à une date où les opérateurs se montrent réticents à augmenter leur bilan en raison des déclarations réglementaires. Par conséquent, le taux des pensions en vrac sur les titres du Trésor a bondi de 260 points de base (graphique A, troisième cadre).

Les tensions localisées de fin d'année peuvent se propager à d'autres marchés si elles affectent les taux servant à calculer les instruments de référence. Citons par exemple la montée en flèche du taux de financement garanti au jour le jour (SOFR), qui est un taux alternatif au LIBOR en partie fondé sur les taux des pensions en vrac sur titres du Trésor (graphique A, quatrième cadre)^③.

① De manière générale, ces événements montrent que, après la crise, les établissements financiers ont reconnu que leur bilan avait un prix. Cette amélioration de la gestion du risque est liée à la réglementation. Voir BRI (*Rapport économique annuel 2018, chapitre III*) pour une analyse plus approfondie. ② Voir Borio, C., McCauley, R., McGuire, P. et Sushko, V. « Covered interest parity lost: understanding the cross-currency basis », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2016, pour une analyse plus détaillée concernant l'écart de taux entre monnaies. ③ Voir aussi Schrimpf, A. et Sushko, V. « Beyond LIBOR: a primer on the new benchmark rates », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2019.

Mandats d'investissement et ventes forcées : l'exemple des fonds communs de placement et des obligations BBB

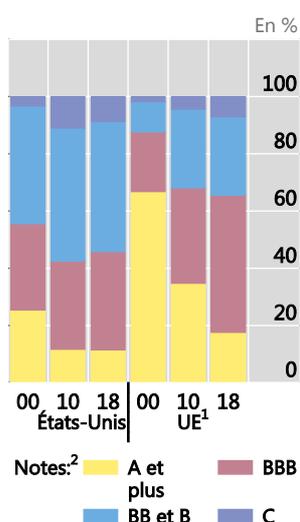
Sirio Aramonte et Egemen Eren

La part d'émetteurs d'obligations d'entreprise occupant la partie inférieure de la catégorie « investment grade » – c'est-à-dire faisant l'objet d'une note BBB ou équivalente – a augmenté aux États-Unis et en Europe depuis 2000 (graphique B, premier cadre). Aux États-Unis, cette augmentation a eu lieu pour l'essentiel avant la Grande Crise financière (GFC). En Europe, elle s'est poursuivie après la GFC. En 2018, la proportion d'émetteurs d'obligations d'entreprise notés BBB était d'environ un tiers aux États-Unis et de près de la moitié en Europe.

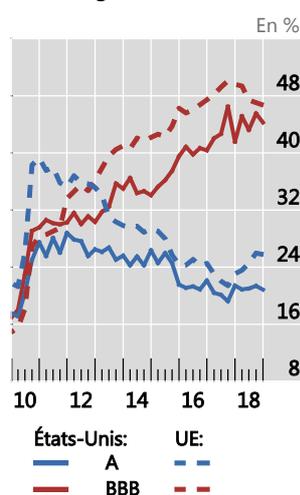
Les fonds communs de placement et le risque de vente forcée sur les obligations BBB

Graphique B

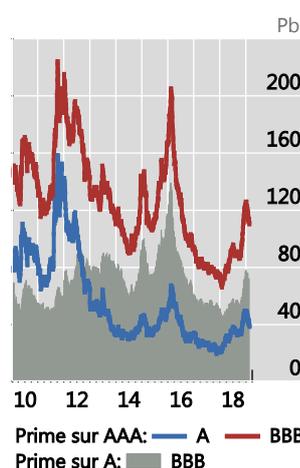
La part des émetteurs BBB s'est accrue



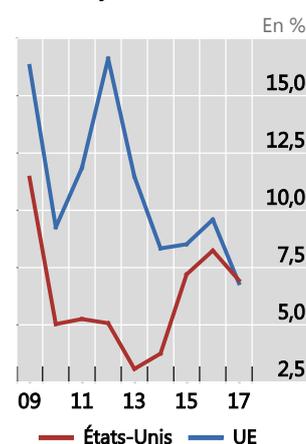
Les fonds axés sur les obligations IG ont détenu davantage de titres BBB³



Différentiel de rendement entre les obligations notées BBB et A⁴



Fréquence des abaissements de note de BBB à « junk »⁵



¹ AT, BE, DE, DK, ES, EE, FI, FR, GR, IE, IT, LU, NL et PT. ² A = Aaa-A3 ; BBB = Baa1-Baa3 ; BB et B = Ba1-B3 ; C = Caa1-C. ³ IG = obligations « investment grade ». Pourcentage moyen de portefeuilles de fonds communs de placement en obligations d'entreprise qui sont investis dans des titres aux notes indiquées. ⁴ Écarts corrigés des clauses optionnelles. ⁵ Fréquence des abaissements de notes de BBB à « junk » ou « non noté ».

Sources : Indices ICE BofAML ; Moody's Analytics CreditEdge ; S&P Global ; et calculs BRI.

Les mandats d'investissement fondés sur les notations requièrent des gérants de portefeuilles qu'ils détiennent des actifs présentant une qualité de crédit supérieure à un niveau minimum. De tels mandats s'appliquent souvent aux fonds communs de placement en obligations et permettent aux investisseurs de décider facilement de l'exposition au risque souhaitée, le segment « investment grade » (IG) étant souvent plébiscité.

Depuis la GFC, les fonds communs de placement investis en obligations d'entreprise IG ont régulièrement augmenté la part de titres notés BBB dans leurs portefeuilles. En 2018, cette part s'élevait à 45 % environ aux États-Unis comme en Europe, contre environ 20 % en 2010 (graphique B, deuxième cadre). Les taux d'intérêt étant restés inhabituellement bas depuis la GFC, les gérants de portefeuille ont été attirés par le rendement significatif qu'offraient les titres BBB, lequel était nettement supérieur à ceux des obligations mieux notées (troisième cadre).

S'ils sont attrayants aux yeux des investisseurs en quête d'une exposition au risque ciblée, les mandats d'investissement fondés sur les notations peuvent conduire à des ventes forcées. Si, sur fond d'affaiblissement économique, des émetteurs suffisamment nombreux voyaient soudainement leur note abaissée de BBB à « junk », les fonds communs de placement ainsi que d'autres intervenants du marché ayant des mandats « investment grade » pourraient être contraints de se délester rapidement de grandes quantités d'obligations.

Les risques de telles ventes forcées dépendent des probabilités qu'un nombre suffisamment élevé d'entreprises soient abaissées de BBB à « junk » en peu de temps. En 2009, lorsque les taux de défaut avaient atteint des niveaux record, la fréquence de ce type d'abaissements était de 11,4 % aux États-Unis et de 16,3 % en Europe (graphique B, quatrième cadre). En 2017, cette fréquence était tombée à 7 % dans les deux régions. Des hypothèses raisonnables laissent à penser qu'un retour aux taux d'abaissement de 2009 pourrait se traduire par des rééquilibrages de portefeuilles supérieurs au taux de rotation quotidien sur les marchés d'obligations d'entreprise^①.

① Selon la Securities Industry and Financial Markets Association, quelque 9 100 milliards de dollars d'obligations d'entreprise américaines étaient en circulation au troisième trimestre 2018, pour un volume d'échanges quotidien de 25 milliards de dollars environ (soit 0,27 %). Un taux d'abaissement des notes de BBB à « junk » de 11,4 %, dans l'hypothèse où 10 % de ces abaissements auraient lieu à peu près en même temps et qu'un tiers des obligations seraient vendues rapidement, entraînerait la vente d'environ 0,38 % de l'encours d'obligations BBB (par rapport à taux de rotation quotidien de 0,27 %).