

QUÊTE DE RENDEMENTS ET CRISE DE LA COVID-19 : LA CRISE SYSTÉMIQUE FANTÔME

CHRISTOPHE BOUCHER*
PATRICK KOUONTCHOU**

Dans la foulée du grand confinement, les banques centrales – la Federal Reserve (Fed), la Banque d'Angleterre ou la BCE (Banque centrale européenne) – ont repris ou amplifié leurs politiques monétaires non conventionnelles d'achats d'actifs et d'ancrage des taux d'intérêt à des niveaux durablement bas (*low for long*). Ces mesures se sont accompagnées par ailleurs d'un très fort rebond des épargnes forcées et de précaution des ménages, la pandémie et les mesures de confinement constituant un choc d'offre inédit en particulier sur les services.

Avant la crise de la Covid-19, de nombreux économistes et banques centrales s'inquiétaient déjà de la persistance des taux d'intérêt (réels et nominaux) à des niveaux proches de zéro ou négatifs. Certes des taux d'intérêt bas contribuent à soutenir la reprise de l'activité et potentiellement de l'inflation, mais ils suscitent des inquiétudes quant aux incitations à une prise de risque accrue des ménages, des banques et des investisseurs institutionnels¹. Plus précisément, les investisseurs chercheraient à compenser la faiblesse des rendements des actifs les plus sûrs par une quête de rendements et finalement l'acceptation ou la résignation à prendre plus de risques².

* Professeur des Universités, EconomiX-CNRS, Université Paris Nanterre ; directeur de la recherche et de la stratégie, ABN AMRO Investment Solutions. Contact : cboucher@parisnanterre.fr.

** Maître de conférences en économie, CEREFIGE (Centre européen de recherche en économie financière et gestion des entreprises), Université de Lorraine. Contact : patrick.kouontchou@univ-lorraine.fr.

Ainsi, pour certains, l'arbitrage traditionnel pour les banquiers centraux entre l'inflation et l'activité économique réelle laisserait place à un compromis entre, d'une part, le soutien à l'inflation et l'activité via une politique monétaire accommodante et, d'autre part, l'accumulation à moyen terme de risques d'instabilité par des vulnérabilités macrofinancières accrues (Adrian, 2020)³.

Cet article présente les littératures sur la baisse des taux d'intérêt et la quête de rendements des institutions financières non bancaires. Il propose deux types d'analyses empiriques originales. Une sur la quête de rendements et la prise de risque des fonds d'investissement en zone euro. L'autre sur le déroulé et les caractéristiques de la crise de la Covid-19 sur les marchés financiers. Plusieurs messages peuvent être tirés.

Il convient de relativiser la responsabilité des banques centrales dans la faiblesse persistante des taux d'intérêt, alors qu'un certain nombre de facteurs structurels gouvernant le niveau du taux d'intérêt réel d'équilibre semblent également à l'œuvre. Ensuite, l'augmentation de la prise de risque qui découle des taux d'intérêt durablement bas s'observe chez différents types d'investisseurs (de l'investisseur individuel à l'investisseur institutionnel) et à travers différents mécanismes (comportementaux et incitatifs). Elle a certes poussé les investisseurs à prendre davantage de risques de crédit et de liquidité, mais pour le moment de manière assez mesurée selon la littérature et nos analyses. Plutôt qu'un arbitrage, la crise de la Covid-19 a permis d'assister à « une fuite en avant » des banques centrales afin d'éviter que la crise sanitaire et la crise économique ne dégénèrent rapidement en une crise financière systémique⁴.

La suite de cet article est organisée de la façon suivante. La première partie discute des facteurs à l'origine de la faiblesse des taux d'intérêt. La seconde partie présente les résultats théoriques et empiriques de la littérature sur la quête de rendements des investisseurs ainsi qu'une étude originale sur les OPCVM européens. La troisième partie revient sur les turbulences financières qui ont accompagné la crise de la Covid-19 en 2020 en pointant les caractéristiques de cette crise financière avortée.

LA BAISSÉ DURABLE DES TAUX D'INTÉRÊT

Dans la plupart des pays avancés, les taux d'intérêt réels et nominaux ont fortement chuté depuis leur pic des années 1980, avec une accélération de cette baisse après 2008, pour tomber aujourd'hui à des niveaux proches de zéro ou négatifs. Cette baisse ne résulte pas seulement de l'action conjoncturelle des politiques monétaires, mais, plus structurellement, de changements affectant la croissance économique tendancielle, l'équilibre épargne/investissement et l'offre/demande d'actifs sûrs.

Ainsi, selon Haldane (2015), les taux d'intérêt mondiaux sont aujourd'hui « plus bas qu'ils ne l'ont jamais été au cours des 5 000 dernières années ». Au début de 2021, les taux d'intérêt à dix ans américains et allemands atteignent respectivement 0,91 % et -0,57 % (contre 1,91 % et -0,19 % au début de 2020). Selon les anticipations des marchés, le taux d'intérêt du marché monétaire (au jour le jour) en zone euro ne reviendrait en territoire positif qu'après 2040. Le taux d'intérêt réel à dix ans français (OATi) s'établit à -1,35 %. Certes il est déjà arrivé que les taux d'intérêt réels atteignent par le passé des niveaux négatifs, mais alors de manière ponctuelle et après un choc inflationniste. Les taux courts et longs se maintiennent depuis près de dix ans à des niveaux proches de zéro ou négatifs.

Ce mouvement ne touche pas que les actifs dits sans risque. En 2020, environ 86 % du marché obligataire mondial (60 Md\$) suivi par ICE Data Services se négociaient avec des rendements inférieurs à 2 % – une proportion record – avec plus de 60 % du marché rapportant moins de 1 % au 30 juin. Une large partie de ce vivier présente pourtant un risque de crédit, souverain, de duration ou de change qu'il convient potentiellement de couvrir (avec un coût). Par exemple, le rendement actuariel de la dette *high yield* (la dette la plus risquée) en zone euro s'établit à 3,1 % en janvier 2021 (contre 10,37 % au début de 2000 et 8,70 % au début de 2010).

231

Pour comprendre l'origine de la faiblesse des taux d'intérêt, il est nécessaire de différencier les effets structurels et conjoncturels. Une littérature s'est ainsi développée consistant à estimer le taux d'intérêt naturel ou « neutre » décrit par l'économiste suédois Wicksell en 1898 : c'est le taux d'intérêt réel qui équilibrerait l'épargne et l'investissement dans un environnement de plein-emploi et de stabilité des prix. Ce taux, inobservable directement, dépend de facteurs économiques réels tels que la productivité, l'évolution démographique, l'efficacité de l'intermédiation financière et plus généralement les préférences en matière d'épargne et d'investissement. Plus simplement, c'est le taux d'intérêt réel qui n'est ni expansionniste, ni restrictif.

En zone euro comme aux États-Unis, ce taux « R^* » était estimé à environ 0,45 % avant la crise de la Covid-19, contre environ 3 % au début des années 1990 et 5,5 % au début des années 1960⁵. Même si différentes estimations coexistent compte tenu de la complexité de l'exercice, il existe aujourd'hui un consensus pour le situer proche de zéro⁶.

Il est difficile de pouvoir identifier avec précision les contributions respectives de chaque facteur structurel qui pèse sur ce taux neutre. Rachel et Smith (2017) proposent néanmoins un exercice éclairant de calibrage⁷. Le ralentissement de la croissance tendancielle du PIB, avec

les ralentissements à la fois de la population active (dû au vieillissement démographique) et de la productivité globale des facteurs (hypothèse de la stagnation séculaire), expliquerait environ un quart de la baisse des taux d'intérêt réels depuis les années 1980.

Ensuite la moindre demande d'investissement et l'offre accrue d'épargne expliqueraient une large part du phénomène. Du côté de la demande d'investissement, la baisse du prix des biens d'investissement réduit la demande de financement dès lors qu'elle n'est pas compensée par une augmentation des volumes d'investissements physiques, mais plutôt par des investissements immatériels auxquels il faut associer du capital humain rémunéré sans recours à l'endettement.

L'excès d'épargne mondiale est alimenté par l'allongement de l'espérance de vie (un ménage individuel épargne davantage) et le vieillissement démographique (les générations épargnantes sont plus nombreuses), la hausse des inégalités (les hauts revenus épargnent davantage) et l'accumulation des réserves de change dans les pays émergents, alors même qu'aucun actif sans risque n'y existe pas.

À ces effets s'ajoute la raréfaction des actifs sûrs (Caballero et Farhi, 2018). Depuis 2008, de nombreux actifs sûrs ont disparu avec les différentes crises (crise financière globale et crise des dettes souveraines en zone euro), alors même que leur demande s'est accrue avec, par exemple, le renforcement de la réglementation prudentielle des investisseurs institutionnels.

Dans ce contexte, la faiblesse récurrente de l'inflation réalisée et des anticipations d'inflation depuis plus de dix ans dans les pays avancés a nécessité des politiques monétaires expansionnistes qui se sont essentiellement réalisées sous forme non conventionnelle (achats d'actifs, refinancement à long-terme et indications prospectives essentiellement), compte tenu du niveau des taux d'intérêt courts. Ces politiques non conventionnelles, dont l'effet sur l'activité et l'inflation est positif mais plutôt limité (Fabo *et al.*, 2020), sont venues également contribuer à la faiblesse de la rémunération des actifs sûrs⁸. Notons qu'il est difficile de distinguer un facteur purement monétaire dans la faiblesse des taux longs puisque la banque centrale elle-même s'adapte aux facteurs structurels qui affectent le taux d'intérêt d'équilibre. Néanmoins les estimations évoquent un effet, persistant mais non durable, globalement d'un peu moins de 100 points de base sur les taux à dix ans pour les achats d'actifs de la BCE (Eser *et al.*, 2019). Le comportement des taux à des maturités supérieures à trente ans, en dehors des programmes de la BCE, confirme l'importance des facteurs non monétaires : le taux à 50 ans sur la dette française a connu une baisse tendancielle depuis 2008 pour passer de presque 5 % à moins de 1 % au début de 2021.

La faiblesse persistante des taux d'intérêt a ainsi poussé les investisseurs à prendre davantage de risques, faisant craindre avant la crise de la Covid-19 une fragilité financière susceptible de dégénérer en une crise systémique.

LA QUÊTE DE RENDEMENTS ET LA FRAGILITÉ FINANCIÈRE

Traditionnellement, la quête de rendements (« *search-for-yield* » ou « *reaching-for-yield* ») fait référence à un conflit de type principal-agent assez classique, dans lequel le gérant de fonds d'investissement professionnel (le principal) augmente le rendement en prenant plus de risques que ne le souhaiteraient ses clients (les parties prenantes). De manière générale, les gérants ont en effet une forte incitation à prendre davantage de risques, même si la régulation prudentielle a permis de l'infléchir depuis quelques années (encadrement des commissions de surperformance et des bonus, bornes supérieures explicites ou implicites sur certaines classes d'actifs risquées pour certains investisseurs, etc.). La convexité de la relation entre les flux nets et la performance des fonds (les bonnes performances passées attirent de nouveaux capitaux), alors même que la rémunération des gérants est fondée sur les niveaux d'encours et de performance relative, sont des mécanismes incitatifs forts (Chevalier et Ellison, 1997). Une littérature théorique et empirique assez conséquente montre que cette quête de rendements chez les intermédiaires financiers, réalisée en prenant davantage de risques, répond aussi à la faiblesse des rendements des actifs sûrs.

233

Dans les modèles de choix de portefeuille traditionnels, de type moyenne-variance, à prime de risque constante, la baisse de rendement des actifs sûrs n'affecte pas la prise de risque des investisseurs (Merton, 1969). Le lien n'apparaît que si l'on introduit dans les modèles des préférences alternatives de type comportementales (Lian *et al.*, 2019) ou bien une spécification des préférences qui implique de dégager des revenus réguliers de son épargne (Campbell et Sigalov, 2020).

Pour les banques, le mécanisme passerait par la compression des marges d'intérêt avec, semble-t-il, un effet amplifié pour les banques les moins capitalisées (Jimenez *et al.*, 2014). Pour les intermédiaires financiers non bancaires, la plupart des mécanismes évoqués impliquent des frictions institutionnelles ou un rendement minimum requis (Di Maggio et Kacperczyk, 2017). Il s'agit, par exemple, de l'impossibilité de répercuter des rendements nominaux négatifs sur les dépôts ou les actifs monétaires (Chodorow-Reich, 2014 ; Di Maggio et Kacperczyk, 2017), les moindres rachats de contrats par les clients d'assurance vie (Ozdagli et Wang, 2019) et la dégradation du ratio de couverture (passifs/actifs) pour les fonds de pension (Andonov *et al.*, 2017 ; Lu *et al.*, 2019).

Mais la quête de rendements paraît toucher également les épargnants individuels à travers différents biais cognitifs (Lian *et al.*, 2019 ; Baars *et al.*, 2020), tels que la prise de risque lors des pertes (que l'on retrouve dans la forme de la fonction valeur subjective) et l'effet de saillance⁹.

La littérature empirique sur la quête de rendements de la part des investisseurs s'est essentiellement focalisée sur les fonds monétaires et obligataires américains, les fonds de pension et, dans une moindre mesure, les assureurs.

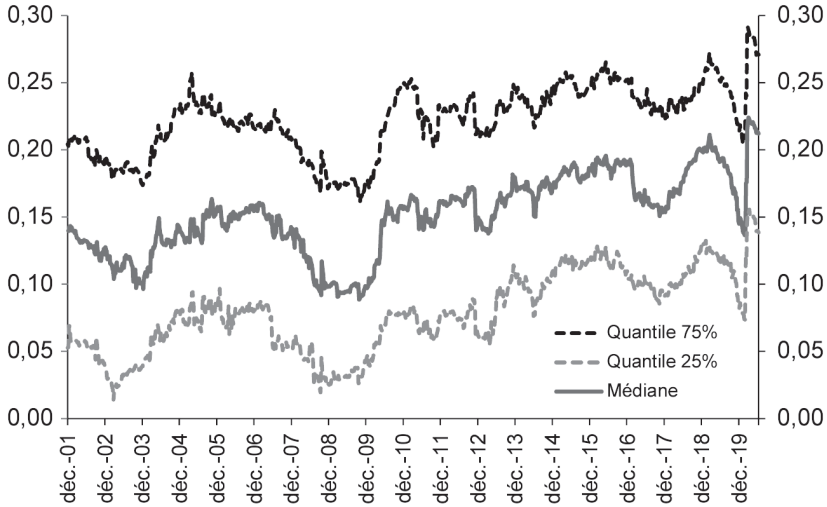
Di Maggio et Kacperczyk (2017) observent une réorganisation de l'offre des fonds monétaires avec une rationalisation de leur nombre, une réduction des frais de gestion appliqués et une mutation de certains d'entre eux en fonds obligataires à court terme (à duration courte) adoptant ainsi des profils un peu plus risqués et moins diversifiés. De même, Choi et Kronlund (2018) montrent que les *mutual funds* obligataires américains cherchent, en particulier en période de taux d'intérêt bas, à améliorer leur rendement en prenant davantage de risques de crédit et de duration (et de liquidité de manière induite) à l'intérieur de leur catégorie de risque.

Becker et Ivashina (2015) mettent en évidence un comportement similaire chez les assureurs américains qui vont adopter une stratégie plus risquée tout en respectant leurs contraintes réglementaires (en termes de catégories d'investissement) pour éviter des exigences de capital accrues¹⁰. Une étude empirique sur les assureurs allemands montre que la quête de rendements a consisté à prendre un risque de duration plus important (achat d'obligations à maturités longues), ce qui accentue l'aplatissement de la courbe des taux (Domanski *et al.*, 2017).

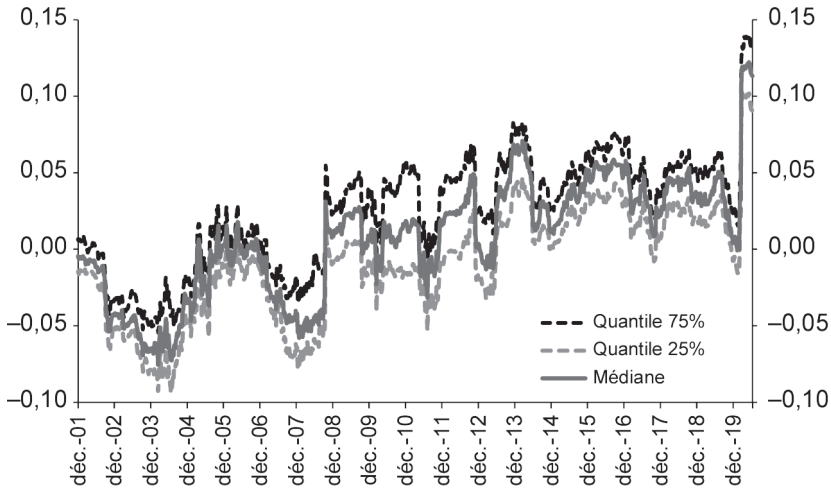
Du côté des fonds de pension, cette quête de rendements a plutôt pris la forme d'une réallocation vers des actifs alternatifs moins liquides tels que l'immobilier et le non-coté (Ivashina et Lerner, 2018). Ces classes d'actifs offrent, en effet, une prime pour compenser le risque d'illiquidité et leur valorisation délicate. Le poids des actifs illiquides pour les 700 plus importants fonds de pension est ainsi passé d'environ 5 % en 2007 à plus de 20 % en 2017 (FMI, 2019). Notons que peu de travaux portent sur la zone euro ou sur des OPCVM diversifiés (sur plusieurs classes d'actifs)¹¹. Pour analyser l'ampleur de la prise de risque des investisseurs en zone euro, nous avons estimé les bêtas de marché dynamiques (les sensibilités des fonds au risque de marché, c'est-à-dire leur prise de risque) pour différents univers de fonds offrant des couples rendement-risque bien différents (« allocation prudente », « obligations d'entreprises », « allocation flexible », « allocation agressive » et « actions grandes capitalisations ») de la zone euro depuis 2001 (cf. graphiques 1 *infra*).

Graphiques 1
Évolution des bêtas par rapport à l'indice de marché
pour différents univers de fonds

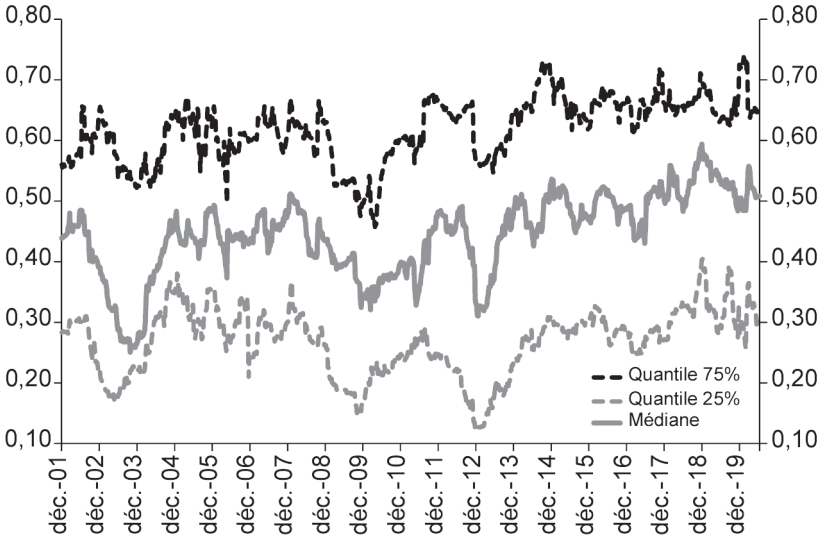
Graphique 1a
Allocation prudente (232 fonds)



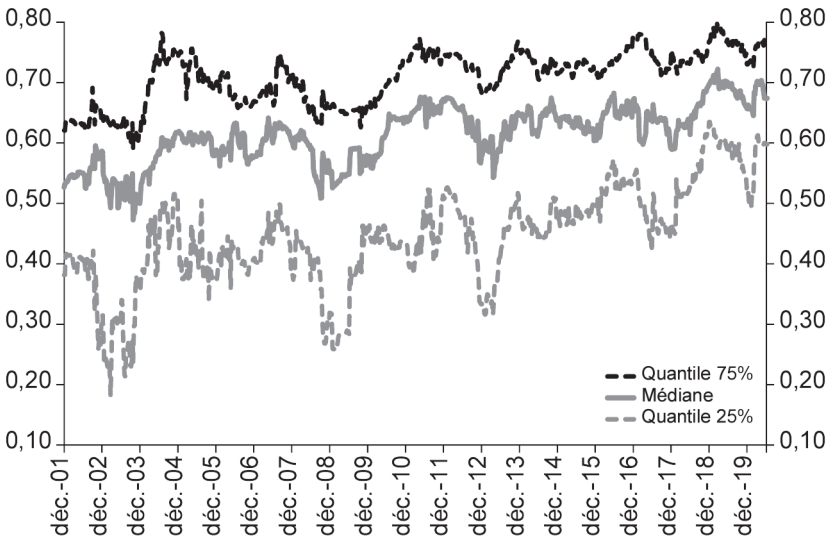
Graphique 1b
Obligations d'entreprises (185 fonds)



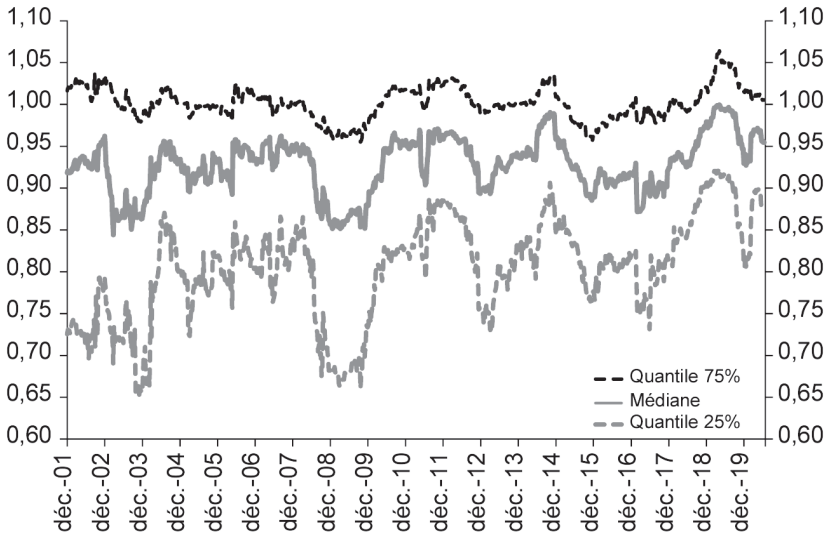
Graphique 1c
Allocation flexible (98 fonds)



Graphique 1d
Allocation agressive (65 fonds)



Graphique 1e
Actions grandes capitalisations (955 fonds)



Note : l'indice de marché utilisé ici pour les estimations des bêtas est l'indice MSCI EMU Net Return des actions de la zone euro (notre proxy du portefeuille de marché selon la théorie financière compte tenu de la forte corrélation entre le risque de crédit et le risque actions).

Sources des cinq graphiques : données hebdomadaires Morningstar des différents fonds en euros du 1^{er} janvier 2000 au 4 juillet 2020 ; calculs des auteurs.

237

Les données hebdomadaires en euros ont été extraites de Morningstar sur une période allant du 1^{er} janvier 2000 au 4 juillet 2020. L'indice de marché utilisé pour les estimations des bêtas est le MSCI EMU. La sensibilité mesurée va donc refléter un risque de marché, c'est-à-dire à la fois le risque de crédit et le risque de fluctuation des actions. Pour chaque catégorie, nous estimons les bêtas dynamiques (sur un an glissant) de chaque fonds et présentons sur les graphiques 1 (*supra*) l'évolution du bêta médian (médiane des bêtas de la catégorie pour chaque date) ainsi que les écarts interquartiles (quantiles 25 % et 75 % des bêtas de la catégorie pour chaque date)¹².

Le résultat principal de ces estimations est que l'augmentation de la prise de risque est certaine, mais modeste. On remarque une hausse tendancielle depuis la crise de 2008, mais d'ampleur limitée, des niveaux de sensibilité pour les catégories considérées comme ayant un risque faible ou modéré (« allocation prudente », « obligations d'entreprises », « allocation flexible », « allocation agressive »). Le bêta passe ainsi de 0,15 en 2001 à un peu plus de 0,2 en 2020 pour la catégorie « allocation prudente » et passe de 0 à 0,12 sur la même période pour

la catégorie « obligations d'entreprises ». En revanche, sur l'univers « actions », il n'y a pas de changement tendanciel marquant sur le niveau de cette sensibilité, ce qui semble témoigner d'un phénomène affectant les investisseurs obligataires. Les gérants obligataires et diversifiés de la zone euro ont ainsi augmenté leurs prises de risque durant cette période¹³.

La crainte légitime de cette quête de rendements concerne la versatilité du phénomène lors de conditions adverses et d'épisodes de fuite vers la sécurité tels que le *taper tantrum* de 2013. Le comportement grégaire des investisseurs peut ainsi amplifier les retournements des prix d'actifs et les rebonds de volatilité qui, dans le cas des marchés obligataires, peuvent avoir des conséquences immédiates sur le financement de l'activité. Ces craintes paraissent d'autant plus justifiées que, selon la BRI (2018), le poids des intermédiaires non bancaires, tels que les gérants d'actifs et les investisseurs institutionnels, a sensiblement augmenté (avec le recul du rôle des banques sur les marchés financiers) et que l'industrie de la gestion d'actifs s'est fortement concentrée depuis quelques années (les vingt premiers acteurs contrôlant près de la moitié des actifs sous gestion).

COVID-19 : LA NON-CRISE SYSTÉMIQUE

Les marchés actions ont connu un moment de liquidation brutale entre les 19 février et 18 mars 2020. La perte cumulée (hors dividende) s'est établie à près de 40 % en 21 jours pour les actions de la zone euro et près de 35 % en 24 jours pour les actions américaines (indices Eurostoxx et S&P500 respectivement)¹⁴. Les indices de volatilité implicite des actions ont atteint des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis 2008, les dépassant même pour la zone euro¹⁵. Puis, peu après le grand confinement, les indices actions ont rebondi. À la fin d'avril 2020, les indices Eurostoxx et S&P500 avaient recouvré respectivement 40 % et 60 % de leurs pertes (60 % et 100 % respectivement à la mi-août).

Sur les marchés obligataires, le niveau de stress est apparu certes significatif, mais bien inférieur à celui observé lors des crises de 2008 et 2011, contrairement aux marchés actions. Pour les obligations d'entreprises, les niveaux de *spreads* étaient plus proches de ceux observés lors d'un ralentissement conjoncturel marqué (comme en 2016) que de ceux observés lors des précédentes récessions. Concernant les dettes souveraines périphériques, les tensions de mars 2020 ont juste ramené rapidement les *spreads* à leurs niveaux observés globalement un an plus tôt avant de les voir s'écraser à des niveaux relativement modestes (et ce malgré les nouvelles annonces de restrictions de mobilité à la fin de 2020).

Pour de nombreux commentateurs, ces évolutions témoignent d'une déconnexion entre les marchés financiers et l'économie réelle : les marchés progressant globalement depuis la semaine où s'est amorcé le grand confinement (et la chute instantanée de l'activité) et malgré les nouvelles mesures de restriction à la fin de 2020. Plus qu'à une déconnexion, c'est plutôt à un « sur-ajustement » (ou « *overshooting* ») que nous avons assisté sur les marchés actions et à une crise financière larvée sur les marchés obligataires.

Il est intéressant de reconstituer les éléments narratifs du marché (au sens de Shiller, 2017) sur la première partie de 2020 en nous appuyant sur les analyses de marché rédigées au fil des événements. Nous avons pour ce faire examiné les résumés hebdomadaires d'une société de gestion d'actifs (*weekly briefs*) rédigés et communiqués chaque lundi matin (portant sur la semaine écoulée) à partir des analyses de différents *brokers*, sociétés de gestion et agences d'information. Ils fournissent un témoignage des événements affectant les marchés financiers au niveau *top-down* (les principaux éléments narratifs hebdomadaires sont présentés en annexe 2).

Selon ce narratif reconstitué, le nouveau virus commence à être une source d'inquiétude à partir de la semaine du 20 janvier 2020 (le premier article de l'agence Bloomberg date du 4 janvier avec 44 cas recensés), mais uniquement pour la Chine et l'Asie. Au début de janvier 2020, le marché était plutôt concerné par les tensions au Moyen-Orient (États-Unis/Iran) et les négociations commerciales sino-américaines avec plus tard en février l'hypothèse Bernie Sanders à la présidentielle américaine. À partir du 20 janvier, les analyses de marché se concentrent sur le seul comparatif alors disponible : l'épisode de SRAS (2002-2004) et son bilan humain, économique et financier. Jusqu'à la mi-février, toute l'attention est tournée vers la Chine et l'Asie et leurs mesures sanitaires et de soutien à l'activité (la contagion au reste du monde est alors vue comme un scénario alternatif). La question qui se pose à ce moment-là pour les investisseurs est de savoir si une seconde phase se mettra en place avec une contagion au reste du monde et en particulier à l'Europe et aux États-Unis. Les analystes redoutent alors une correction du prix des actifs risqués et une augmentation du stress de marché en cas de diffusion large. C'est pendant la semaine du 24 février que le stress commence à se manifester par des craintes de diffusion avec de nombreux cas recensés en Corée du Sud, au Japon, puis en Italie. La croissance du nombre de cas en Italie et les craintes d'une contagion internationale perturbant durablement les chaînes de production mondiales alimentent la correction des marchés. Le premier choc pour les marchés financiers développés a ainsi été la diffusion du virus hors d'Asie et en Italie. Le second choc proviendra, deux

semaines plus tard, des annonces d'un grand confinement à la mi-mars dans le reste de l'Europe et ensuite aux États-Unis. Les analyses de marché se concentrent dès lors sur les indicateurs alternatifs disponibles en haute fréquence et non plus sur les indicateurs d'activité traditionnels – même avancés – publiés avec retard, compte tenu de l'immédiateté de l'entrée en récession. Les mesures de soutien annoncées par les banques centrales et les États (cf. annexe 2) limitent l'intensité du stress sur les marchés obligataires et monétaires sans le remettre en cause. Le stress sur le marché actions (non directement concernées par les achats d'actifs des banques centrales) atteint, en revanche, son apogée à la mi-mars. Il faudra attendre, le premier contre-choc, à la fin de mars, la stabilisation des chiffres de diffusion du virus en Italie (pays européen le premier touché) pour observer un apaisement des tensions financières. Au début d'avril 2020, la confirmation de la réduction du nombre de cas et de morts (et donc l'efficacité du confinement) constituera le second contre-choc avec l'anticipation d'un relâchement des mesures de confinement, alors même que l'activité chinoise rebondit rapidement. En mai, puis en juin, le marché évoluera ensuite au gré des publications économiques usuelles (globalement supérieures aux attentes) et des mesures de politiques économiques pour accompagner la reprise.

240

Le *policy mix* a ainsi, dans un premier temps, permis de limiter l'intensité des tensions sur les marchés de financement non bancaire. Le marché étant surtout concentré sur l'efficacité et la levée des mesures de confinement. Ce *policy mix* est ensuite venu alimenter le rebond du prix des actifs risqués une fois l'activité économique repartie.

Outre son origine (sanitaire) et sa nature économique, un choc d'offre temporaire et un choc de demande dans une moindre mesure (la plupart des consommateurs continueront à recevoir des revenus), cette crise diffère des grandes crises précédentes sur quatre points essentiels :

- *la non-asymétrie d'information concernant la nature du problème financier* : le choc a été simple et a concerné les flux de trésorerie en raison d'une chute d'activité soudaine ordonnée par les décideurs publics¹⁶. La perte d'information quant à la nature et la profondeur des risques qui s'observe dans les grandes crises financières a été relativement limitée et n'a pas entraîné de disfonctionnement de l'intermédiation financière¹⁷ ;

- *l'action inédite des politiques monétaires et budgétaires*¹⁸ lors de la chute d'activité et lors de la reprise, alors que l'économie mondiale était plus résiliente qu'il y a dix ans (moins de levier et de meilleurs bilans grâce à une régulation renforcée). C'est à la fois les montants engagés et la rapidité avec laquelle la politique monétaire et la politique bud-

gétaire ont réagi qui ont rendu ces actions contracycliques si efficaces. Elles ont permis par là même d'éviter les ventes de détresse sur les marchés de financement non bancaire ;

– *un boom de cash*. Il s'agit ainsi de la seule récession et crise financière où la masse monétaire augmente rapidement sous l'effet des mesures de relance et d'une consommation – de services en particulier – contrainte. Les agrégats monétaires se contractent habituellement. Ce *cash* disponible a permis un rebond de l'activité (manufacturière en particulier) beaucoup plus rapide qu'anticipé avec la levée des restrictions (comme en témoigne le niveau des indicateurs de surprises économiques) ;

– *une crise qui touche surtout des activités peu représentées sur les marchés financiers*. Le secteur des services a été le plus affecté au moment du confinement et lors de la reprise. Pour reprendre la formule d'analystes financiers décryptant les indicateurs haute fréquence en Europe en fin d'année : « Les restaurants ferment à nouveau, mais les camions continuent de rouler. » De manière inédite, c'est l'activité de (certains) services qui a été la plus affectée lors de cette récession, alors que les consommations de biens durables et non durables ont rebondi rapidement¹⁹. Bien entendu, les marchés ont été également tirés par les grands gagnants économiquement de cette pandémie : les Bigtechs (Apple, Amazon, Facebook, Google, Tencent, Alibaba) et plus généralement le secteur de la technologie. La crise a en effet accéléré la digitalisation du travail (télétravail, e-commerce) et des loisirs (jeux vidéos, plateformes de *streaming*, réseaux sociaux, etc.). Cela explique d'ailleurs pourquoi les marchés boursiers européens, non dotés de ces géants technologiques, ont affiché des performances inférieures aux marchés américains et asiatiques.

Au final, les marchés obligataires présentaient au début de 2021 des caractéristiques à la fois de fin de cycle et de début de cycle : des rendements extrêmement faibles (fin de cycle) et des défauts potentiellement à venir (tout début de cycle).

CONCLUSION

Les interventions des banques centrales sont ambivalentes puisqu'elles viennent relancer l'économie et endiguer une crise potentiellement systémique tout en poussant à la prise de risque à moyen-long terme par la baisse des taux d'intérêt. La crise de la Covid-19 est ainsi venue amplifier la pénurie d'actifs sûrs par l'action des banques centrales sur les dettes les plus sûres et par le supplément d'épargne généré.

Au regard de nos éléments empiriques et ceux de la littérature, la prise de risque alimentée par la quête de rendements s'est essentielle-

ment matérialisée chez les investisseurs obligataires et diversifiés par un risque de marché accru (crédit, actions ou duration selon les cas) et chez les fonds de pension par un plus grand risque de liquidité (actifs alternatifs). Cette prise de risque est toutefois relativement limitée et s'est réalisée dans le respect de la régulation prudentielle.

L'arbitrage, pour les banques centrales, entre la croissance à court terme et une fragilité financière à moyen-terme, suggéré par certains économistes, nous paraît vite tranché pour une banque centrale. Non seulement en raison de l'ampleur plutôt modérée de la prise de risque, mais aussi parce que la faiblesse des rendements des actifs sûrs a des origines plus structurelles. Sans oublier qu'il est difficile, politiquement et économiquement, de sacrifier un stimulus de l'activité et de l'emploi à court terme à un risque de fragilité financière potentielle future.

Dans l'immédiat, et compte tenu des incertitudes sur l'inflation post-Covid (au milieu de forces antagonistes telles que la démographie, la faiblesse de la demande, le pouvoir monopolistique déflationniste pour le moment des Bigtechs, la transition énergétique, la relocalisation des chaînes de production, la monnaie disponible), il paraît bien plus urgent pour la stabilité financière de clarifier la stratégie de la BCE en cas d'anticipation d'un rebond de l'inflation, même transitoire (par les effets de base), au-dessus de sa cible. L'initiative de la Fed en matière de ciblage de l'inflation moyenne nous paraît en la matière plutôt rassurante quant aux risques d'une réaction agressive sur les taux d'intérêt. Ce sera l'un des enjeux de la nouvelle stratégie de la BCE. Il faudra aussi veiller aux conséquences des faillites des entreprises potentiellement à venir, une fois les aides des États arrêtées, en particulier sur les bilans bancaires. Enfin, les politiques monétaires non conventionnelles ont des effets ambivalents sur la rareté des actifs sûrs. Lorsqu'elles concernent les actifs les plus sûrs, elles contribuent à cette rareté. Au contraire, des lors qu'elles permettent un resserrement des *spreads* de crédit et souverains et plus généralement la soutenabilité de dettes plus risquées, elles contribuent à augmenter l'offre disponible d'actifs sûrs (Caballero et Farhi, 2018).

Plus structurellement, il convient également de favoriser le développement d'une offre d'actifs sûrs (tels que des eurobonds ou des dettes/investissements garantis par les États) pour en réduire la rareté et favoriser la désépargne privée. Compte tenu de la quête de rendements, la réglementation prudentielle se doit également de renforcer le contrôle des risques des investisseurs non bancaires notamment en matière de produits alternatifs tels que les SPACS (*special purpose acquisition companies*) ou de nouveaux actifs fortement spéculatifs (telles que les crypto-monnaies).

NOTES

1. D'autant que la baisse durable des taux d'intérêt déstabilise à la fois l'actif (rendements obligataires) et le passif (valorisation des engagements futurs) des fonds de pension. Voir, par exemple, Arnold (2019).
2. Un phénomène qualifié par les investisseurs et les analystes eux-mêmes de « TINA » (« *There Is No Alternative* »).
3. Soit un renouveau de la discussion de la relation entre la stabilité financière et la stabilité monétaire engagée à la fin des années 1990 consistant alors à intégrer ou pas les prix d'actifs dans la fonction de réaction des banquiers centraux (voir les contributions princeps de Ben Bernanke et Mark Gertler ainsi que Stephen Cecchetti).
4. Avec un apprentissage rapide et forcé par Christine Lagarde des conséquences d'un laissez faire de la BCE en matière d'instabilité financière : « Il ne nous appartient pas de réduire les écarts de taux d'intérêt entre les pays de la zone euro », a déclaré le 12 mars 2020 la présidente de la BCE Christine Lagarde. Cette déclaration a immédiatement soulevé des doutes sur la dette du gouvernement italien avant que Christine Lagarde ne revienne sur cette déclaration sur CNBC (voir le site : <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2020/html/ecb.is200312-f857a21b6c.en.html>).
5. Selon la méthodologie de Holston *et al.* (2017) et les estimations disponibles sur le site web de la Fed de New York (interrompues en 2020 compte tenu de la volatilité de l'activité) : <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>.
6. Certaines estimations pour plusieurs pays émergents montrent également une chute lente et progressive de ce taux naturel (voir, par exemple, Zhu, 2016).
7. Nous renvoyons à Garnier *et al.* (2019) pour une revue de la littérature plus complète sur les facteurs structurels à l'origine de la baisse, depuis les années 1980, des taux d'intérêt réels.
8. Et dont les effets de débordement sur les pays émergents sont devenus un objet d'étude en soi (voir Shaghil *et al.*, 2017 ; Albagli *et al.*, 2019). Chen *et al.* (2016) observent ainsi que l'assouplissement quantitatif aux États-Unis a eu plus d'impact sur les économies émergentes que sur les économies avancées.
9. Par exemple, un rendement de 6 % par rapport à un rendement sans risque de 1 % peut sembler plus attractif qu'un rendement moyen de 10 % relativement à un rendement sans risque de 5 %.
10. L'apparition chez les investisseurs de la catégorie « *crossover* » à la frontière des catégories « *investment grade* » (ou « *investment grade* ») et « *spéculative* » (ou « *high yield* ») en témoigne.
11. La BCE (2019) documente une augmentation de la détention d'obligations d'entreprises non financières (en particulier pour les dettes notées BBB) par les assureurs et les fonds de pension.
12. La procédure d'estimation des sensibilités est présentée en annexe.
13. Notons que la valeur des bêtas est globalement inférieure à 1 car il s'agit ici de fonds obligataires et diversifiés dont le couple rendement-risque est inférieur à celui de fonds plus risqués comme les fonds investis en actions. Pour les gérants d'obligations d'États de la zone euro, des résultats complémentaires montrent que la prise de risque est passée par une augmentation de la durée (du risque de taux), alors que pour les gérants *high yield*, la prise de risque accrue est passée par une augmentation du risque de crédit.
14. La chute cumulée s'établissait à près de 60 % en 2007-2008 en vingt mois.
15. En 2007-2008, le pic de stress (mesuré par la volatilité implicite) a été observé dix-huit mois après le début de la crise. En 2020, c'est dix-huit jours après le début de la crise.
16. Même les indicateurs traditionnels avancés (enquêtes mensuelles) ne sont pas parvenus à capturer les chutes et les rebonds rapides d'activité en quelques semaines des confinements-déconfinements. Les analyses de marché se sont alors concentrées sur les indicateurs en temps réel (indices de mobilité, réservations, trafic, consommation électrique, fret, etc.).
17. Voir Bernanke (1983) pour la Grande Dépression et Gorton (2009) pour la crise financière globale de 2008.
18. Voir Odendahl *et al.* (2020) pour un calendrier des principales mesures prises par les banques centrales en réponse à la crise de la Covid-19.
19. Il est en effet extrêmement périlleux de comparer de manière instantanée un indice boursier à des indicateurs d'activité domestique, compte tenu de la nature *forward looking* des marchés et de la

non-concordance entre l'activité économique domestique et les résultats des sociétés cotées sur le marché domestique (Schlingemann et Stulz, 2020). En 2015, environ 600 000 entreprises américaines comp- taient au moins vingt employés, et seulement 3 600 d'entre elles – soit moins de 1 % – étaient cotées en bourse.

BIBLIOGRAPHIE

ADRIAN T. (2020), « Low-for-Long and Risk-Taking », FMI, *Departmental Paper*, n° 20/15, présenté à la conférence *IMF Policy Dialogue: New Policy Frameworks for a "Lower-for-Longer" World*, 24 novembre 2020.

ALBAGLI E., CEBALLOS L., CLARO S. et ROMERO D. (2019), « Channels of US Monetary Policy Spillovers to International Bond Markets », *Journal of Financial Economics*, vol. 134, n° 2, pp. 447-473.

ANDONOV A., BAUER R. et CREMERS M. (2017), « Pension Fund Asset Allocation and Liability Discount Rates », *Review of Financial Studies*, n° 30, pp. 2555-2595.

ARNOLD M. (2019), « Dutch Government Tries to Avoid Cuts to Pension Payouts », *Financial Times*, 18 novembre.

BAARS M., CORDES H. et MOHRSLADT H. (2020), « How Negative Interest Rates Affect the Risk-Taking of Individual Investors: Experimental Evidence », *Finance Research Letters*, n° 32.

BCE (Banque centrale européenne) (2019), *Financial Stability Review*, mai.

BECKER B. et IVASHINA V. (2015), « Reaching for Yield in the Bond Market », *Journal of Finance*, vol. 70, n° 5, pp. 1863-1902.

BERNANKE B. (1983), « Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression », *American Economic Review*, vol. 73, n° 3, pp. 257-276.

BRI (Banque des règlements internationaux) (2018), *Annual Economic Report 2018*, juin.

CABALLERO R. J. et FARHI E. (2018), « The Safety Trap », *The Review of Economic Studies*, vol. 85, n° 1, pp. 223-274.

CAMPBELL J. Y. et SIGALOV R. (2020), « Portfolio Choice with Sustainable Spending: a Model of Reaching for Yield », *Working Paper*, décembre.

CHEN Q., FILARDO A., HE D. et ZHU F. (2016), « Financial Crisis, US Unconventional Monetary Policy and International Spillovers », *Journal of International Money and Finance*, vol. 67(C), pp. 62-81.

CHEVALIER J. A. et ELLISON G. (1997), « Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives », *Journal of Political Economy*, n° 105, pp. 1167-1200.

CHODOROW-REICH G. (2014), « Effects of Unconventional Monetary Policy on Financial Institutions », *Brookings Papers on Economic Activity*, printemps, pp. 155-204.

CHOI J. et KRONLUND M. (2018), « Reaching for Yield by Corporate Bond Mutual Funds », *The Review of Financial Studies*, vol. 31, n° 5, pp. 1930-1965.

DI MAGGIO M. et KACPERCZYK M. (2017), « The Unintended Consequences of the Zero Lower Bound Policy », *Journal of Financial Economics*, vol. 123, n° 1, pp. 59-80.

DOMANSKI D., SHIN H. S. et SUSHKO V. (2017), « The Hunt for Duration: Not Waving but Drowning? » BRI, *Working Paper*, n° 519.

ESER F., LEMKE W., NYHOLM K., RADDE S. et VLADU A. L. (2019), « Tracing the Impact of the ECB's Asset Purchase Programme on the Yield Curve », BCE, *Working Paper Series*, n° 2293.

FABO B., JANCOKOVA M., KEMPF E. et PASTOR L. (2020), « Fifty Shades of QE: Conflicts of Interest in Economic Research », 18 novembre, <https://ssrn.com/abstract=3693174>.

FMI (Fonds monétaire international) (2019), *Global Financial Stability Report: Lower for longer*.

GARNIER O., LHUISSIER S. et PENALVER A. (2019), « Taux d'intérêt bas, quelle responsabilité de la politique monétaire ? », *Risques*, n° 120, décembre.

- GORTON G. (2009), « Information, Liquidity and the (Ongoing) Panic of 2007 », *American Economic Review*, vol. 99, n° 2, pp. 567-572.
- HALDANE A. G. (2015), « Stuck », discours du chef économiste, Bank of England, Open University, Milton Keynes, 30 juin.
- HOLSTON K., LAUBACH T. et WILLIAMS J. (2017), « Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants », *Journal of International Economics*, n° 108, pp. S59-S75.
- IVASHINA V. et LERNER J. (2018), « Looking for Alternatives: Pension Investments around the World, 2008 to 2017 », Federal Reserve Bank of Boston, *Conference Paper*.
- JIMENEZ G., ONGENA S., PEYDRO J. L. et SAURINA J. (2014), « Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking? », *Econometrica*, n° 82, pp. 463-505.
- LIAN C., MA Y. et WANG C. (2019), « Low Interest Rates and Risk-Taking: Evidence from Individual Investment Decisions », *Review of Financial Studies*, vol. 32, n° 6, pp. 2107-2148.
- LINTNER J. (1965), « The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets », *Review of Economics and Statistics*, n° 47, pp. 13-37.
- LU L., PRITSKER M., ZLATE A., ANADU K. et BOHN J. (2019), « Reach for Yield by U.S. Public Pension Funds », Federal Reserve Bank of Boston, Supervisory Research and Analysis, *Working Paper*.
- MERTON R. C. (1969), « Lifetime Portfolio Selection Under Uncertainty: the Continuous-Time Case », *Review of Economics and Statistics*, n° 51, pp. 247-257.
- ODENDAHL F., PENALVER A. et SZCZERBOWICZ U. (2020), « L'action des banques centrales pour aider l'économie à survivre au Covid-19 », Banque de France, *Bloc-Note Éco*, n° 157, 15 avril.
- OZDAGLI A. K. et WANG Z. (2019), « Interest Rates and Insurance Company Investment Behavior », Federal Reserve Bank of Boston, miméo.
- RACHEL L. et SMITH T. D. (2017), « Are Low Real Interest Rates Here to Stay? », *International Journal of Central Banking*, vol. 13, n° 3, pp. 1-42.
- ROSS S. (1976), « The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing », *Journal of Economic Theory*, vol. 13, n° 3, pp. 341-360.
- SCHLINGEMANN F. P. et STULZ R. M. (2020), « Has the Stock Market Become Less Representative of the Economy? », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 27942.
- SHAGHIL A., COULIBALY B. et ZLATE A. (2017), « International Financial Spillovers to Emerging Market Economies: How Important Are Economic Fundamentals? », *Journal of International Money and Finance*, vol. 76(C), pp. 133-152.
- SHARPE W. (1964), « Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk », *Journal of Finance*, vol. 19, n° 3, pp. 425-442.
- SHILLER R. J. (2017), « Narrative Economics », *American Economic Review*, vol. 107, n° 4, pp. 967-1004.
- ZHU F. (2016), « Understanding the Changing Equilibrium Real Interest Rates in Asia-Pacific », BRI, *Working Paper*, n° 567.

ANNEXE 1

MÉTHODOLOGIE D'ESTIMATION DES SENSIBILITÉS
AUX FACTEURS DE RISQUE

Pour déterminer la prise de risque des investisseurs sur les marchés financiers, nous utilisons un modèle à facteurs qui permet de prendre en compte l'ensemble des sources de performance et de risque. Les modèles à facteurs proposés par Ross (1976) sont parmi les modèles les plus utilisés dans la littérature financière pour caractériser des processus générateurs de rentabilités. Ils définissent les interrelations entre les rentabilités d'un actif et un ensemble restreint de variables ou de facteurs. Nous supposons que le processus générateur des rentabilités est un modèle à K -facteurs. Spécifiquement, soit R la matrice de taille $T \times N$ (avec T le nombre d'observations et N le nombre d'actifs) des rentabilités des différents titres, et soit F la matrice de taille $T \times K$ (avec K le nombre de facteurs) des rentabilités des différents facteurs. Nous notons r_f la rentabilité de l'actif sans risque. Les matrices des rentabilités excédentaires des actifs et des facteurs sont respectivement données par $r = R - r_f$ et $f = F - r_f$. Avec les notations précédentes, les rentabilités excédentaires de l'actif i (notées r_i) sont définies par le modèle à facteurs suivant :

246

$$r_i = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \beta_{ik} f_k + \varepsilon_i$$

avec r_i le vecteur des rentabilités excédentaires de l'actif i , f_k le vecteur des rentabilités excédentaires du facteur k , α_i la constante du modèle, β_{ik} la sensibilité de l'actif i au facteur k , et ε_i le résidu du modèle de moyenne nulle et de variance constante.

De manière compact, ce modèle s'écrit sous forme matricielle :

$$r_i = X\beta_i + \varepsilon_i$$

avec $X = [1 \ f]$ où 1 est un vecteur unitaire de taille T , et

$$\beta_i = \begin{pmatrix} \alpha_i \\ \beta_{i1} \\ \beta_{i2} \\ \vdots \\ \beta_{iK} \end{pmatrix} \text{ le vecteur des paramètres inconnus.}$$

L'estimateur des moindres carrés ordinaires (MCO) du modèle précédent est donné par :

$$\hat{\beta}_i = (X'X)^{-1} X'r_i$$

Dans ce type de modèle, la performance de l'actif est considérée comme une somme pondérée (par les sensibilités aux facteurs β_{ik}) des rendements des différentes sources de risque. La sensibilité au facteur (β_{ik}) peut donc être interprétée comme le niveau de prise de risque pour le facteur sous-jacent. Le modèle à facteurs est une extension du modèle de marché (Sharpe, 1964 ; Lintner, 1965), qui correspond au modèle à un seul facteur (facteur de marché).

Les bêtas dynamiques affichés dans les graphiques du texte principal sont issus des estimations dynamiques du modèle précédent par la méthode des moindres carrés ordinaires (nous obtenons des résultats qualitativement similaires en utilisant une estimation LASSO) avec une longueur d'observation d'un an. Pour chaque catégorie, nous estimons les sensibilités dynamiques de chaque fonds pour chaque facteur et présentons sur les graphiques l'évolution des sensibilités médianes (médiane des bêtas de la catégorie ou univers pour chaque date) ainsi que des bornes de variation de ces sensibilités (quantile 25 % et 75 % des bêtas de la catégorie ou univers pour chaque date).

ANNEXE 2

CRISE COVID-19
ET ÉLÉMENTS NARRATIFS DE MARCHÉ EN 2020

| Semaine | VSTOXX | Bund | Eurostoxx | Éléments narratifs de marché |
|-------------|--------|--------|-----------|--|
| 06/01-10/01 | 12,39 | -0,23 | 0,4 % | Le Parlement britannique adopte l'accord de retrait dans le cadre du Brexit proposé par le Premier ministre Boris Johnson. Intensification du conflit États-Unis/Iran. |
| 13/01-17/01 | 10,69 | -0,21 | 0,5 % | Les États-Unis et la Chine signent la phase 1 d'un accord commercial qui comprend une augmentation des importations chinoises venant des États-Unis de 200 Md\$, la protection de la propriété intellectuelle et des relations plus étroites entre les institutions financières chinoises et américaines. |
| 20/01-24/01 | 12,67 | -0,33 | -0,8 % | Est-ce que le coronavirus va avoir un effet sur l'économie chinoise ? Le coronavirus a tué 54 personnes et en a infecté 1 354 (26/01), principalement en Chine où le taux apparent de décès/infectés est d'environ 4 %. La ville de Wuhan (11 millions d'habitants), épicentre de l'épidémie, est placée en quarantaine. Wuhan est un centre industriel important en Chine (acier, automobile, plateformes industrielles). En 2003, la Chine avait été touchée par le SRAS et son économie en avait souffert, mais à l'époque, la part de la Chine dans le PIB mondial n'était que de 6 %, elle est aujourd'hui de 16 %. Pour autant, les mesures prises par la Chine semblent plus rapides et plus transparentes qu'en 2003. |
| 27/01-31/01 | 17,15 | -0,442 | -3,7 % | Sur les marchés, l'heure n'est plus à la prise de risque. Le Coronavirus isole la Chine : le nombre de cas confirmé à Wuhan est de 17 205 personnes, en augmentation de 2 829 par rapport à la veille. Le bilan des décès est de 362 personnes, toutes en Chine. Le taux de décès apparent est de 2 %, très en dessous du SRAS (10 %), mais le coronavirus se répand très rapidement avec des taux de contamination jusqu' alors inconnu. |
| 03/02-07/02 | 13,32 | -0,382 | 4,3 % | Rebond d'un appétit pour le risque sur les marchés. Le PBoC (People's Bank of China) réagit à la pandémie. Elle injecte massivement des liquidités pour soutenir une activité déprimée par l'isolement. Elle injecte 57 Md\$ en une semaine. Elle fixe son taux d'intervention sur le yuan à un niveau supérieur au taux clé de 7 yuan par dollar. Et de manière contradictoire, elle baisse le taux des rachats des prises en pension des banques, ce qui freine en théorie l'investissement, parce qu'elle pense que l'impact sur l'économie du coronavirus est temporaire et limité. |

| Semaine | VSTOXX | Bund | Eurostoxx | Éléments narratifs de marché |
|-------------|--------|--------|-----------|--|
| 10/02-14/02 | 13,06 | -0,4 | 1,1 % | Bernie Sanders gagne les élections primaires dans le New Hampshire. Le FMI constate la résilience de la Chine. Malgré les pics dans les annonces de décès et de contaminés, dus à des changements de méthodologie, il n'y a pas d'accélération de l'épidémie. L'économie chinoise est clairement impactée par le virus, mais elle devrait se rétablir rapidement, après un effet négatif sur la croissance à court terme, selon le FMI. |
| 17/02-21/02 | 15,75 | -0,433 | -1,1 % | En Europe, les indicateurs de conjoncture sont optimistes, mais décevants aux États-Unis. Bernie Sanders remporte le caucus démocrate au Nevada. En Chine, le stimulus monétaire devient vigoureux en réponse au coronavirus. La PBoC injecte 300 Md\$ dans l'économie et baisse ses taux d'intervention de 10 points de base. |
| 24/02-28/02 | 42,24 | -0,612 | -12,4 % | Les marchés sont en chute. Le coronavirus se répand en Europe avec l'Italie comme épice centre (1 700 contaminés et 34 décès). La plupart des événements publics sont annulés et des confinements partiels en Vénétie et en Lombardie visent à juguler les <i>clusters</i> locaux. Le gouvernement prend conscience que ces mesures de confinement vont affecter l'économie italienne, déjà fragile. Les nouveaux cas de coronavirus baissent en Chine, l'OMS (Organisation mondiale de la santé) baisse son seuil de risque sur le Corona de « très élevé » à « élevé » pour la Chine. Pourtant, il n'est pas évident que le virus ne circule plus dans des communautés isolées et beaucoup d'experts prédisent que l'activité en Chine devrait rester déprimée pour encore deux trimestres. |
| 02/03-06/03 | 43,02 | -0,728 | -2,9 % | Europe : les gouvernements mettent en place des mesures de confinement. La Covid-19 continue de circuler en Europe. L'Italie met sous confinement un quart de sa population. La Federal Reserve (Fed) baisse ses taux de 50 points de base. Si l'économie américaine reste résiliente, les autorités monétaires ont clairement changé de point de vue sur leur évaluation des risques liés au coronavirus. Une coordination entre les banques centrales des grands pays est envisagée. En politique, Joe Biden remporte haut la main le <i>Super Tuesday</i> , alors qu'en Chine, des fraudes sont constatées pour relancer l'activité des entreprises et éviter de nouveaux confinements partiels. |
| 09/03-13/03 | 74,33 | -0,585 | -20,0 % | Covid-19 : l'Europe entre dans un confinement généralisé, alors que l'Italie enregistre des nombres de décès impressionnants. La France, l'Espagne et les Pays-Bas réduisent l'activité aux services essentiels. La BCE annonce des interventions d'urgence de rachat d'actifs à hauteur de 120 Md€. Elle annonce aussi des opérations pour soutenir les entreprises les plus affectées. La BCE laisse son taux central à 0 % et son taux de rémunération des dépôts à -0,50 %. La Fed annonce de nouvelles interventions sur les marchés repos à hauteur de 60 Md\$. Elle prend des dispositions pour maintenir la liquidité des marchés repos à 3 mois et à 1 mois à hauteur de 1 000 Md\$. En Chine et en Corée du Sud, les chiffres de la pandémie s'améliorent et l'activité reprend à Wuhan, alors que les États-Unis sont au bord d'un confinement généralisé. |

| Semaine | VSTOXX | Bund | Eurostoxx | Éléments narratifs de marché |
|-------------|--------|--------|-----------|--|
| 16/03-20/03 | 68,21 | -0,339 | -1,5 % | L'épicentre est désormais en Europe avec un grand nombre de cas confirmés en Italie et une accélération des décès en Espagne et en Italie, plus rapide que ce qu'elle n'était en Chine. Cette zone compte alors 75 % des nouveaux cas par jour. La BCE met en place un plan de rachat d'actifs à hauteur de 750 Md€ (PEPP, Pandemic Emergency Purchase Programme) et ouvre les actifs éligibles à des actifs privés. La Fed lance une facilité de crédit pour maintenir le marché du crédit à court terme. |
| 23/03-27/03 | 60,99 | -0,485 | 7,1 % | En Italie, les nouvelles sont encourageantes, les décès enregistrés baissent significativement. Tous les pays européens renforcent encore les mesures de quarantaine et de confinement. La BCE renforce la flexibilité dans les actifs qu'elle peut racheter : pas de limite à 33 % sur l'émetteur, acceptation des <i>greek bonds</i> , les actifs de maturité courte sont désormais éligibles. Elle aide aussi les pays à maintenir les taux souverains et cherche à éviter un effondrement des marchés du crédit. Les gouvernements européens peinent à se coordonner, alors que les pays du G20 annoncent vouloir injecter autour de 5 trillions de dollars dans l'économie, une somme impressionnante, mais qui reflète l'état de profonde désorganisation de l'économie mondiale. Les États-Unis sont le premier pays au monde à annoncer plus de 100 000 nouveaux cas par jour et évoluent vers un nombre de contamination de 125 000 nouveaux cas à la fin de la semaine. Le dimanche, le nombre de décès est 2 197 avec New-York qui est la ville la plus touchée. Selon l'OMS, les États-Unis sont en train de devenir l'épicentre de la pandémie. La Chine ferme ses frontières pour éviter de « réimporter » le virus. |
| 30/03-03/04 | 45,88 | -0,435 | -2,4 % | L'Europe s'attend à des indicateurs macroéconomiques désastreux. Covid 19 : l'Italie et l'Espagne atteignent un plateau dans le nombre des décès. Les décès augmentent au Royaume-Uni, alors que le Premier ministre est hospitalisé, par mesure de précaution pendant quinze jours. États-Unis : l'impact de la crise sur les chiffres du chômage commence à se manifester. Ils enregistrent désormais 334 745 cas et New York est l'épicentre de la contamination. La Chine semble être entrée dans une phase de relance rapide en « V ». |
| 06/04-10/04 | 44,71 | -0,342 | 8,6 % | En Italie et en Espagne, le nombre des décès commence à reculer, tandis qu'ils atteignent un plateau en France et en Allemagne. Les États-Unis ont désormais les plus forts taux de contamination au monde. L'Espagne, l'Italie et l'Australie reviennent doucement à la normale. En France, le président Emmanuel Macron annonce un déconfinement pour le 11 mai. Les ministres des Finances de l'Europe annoncent un accord à hauteur de 540 Md€ pour contrebalancer la chute des économies. L'accord utilisera le <i>European Stability Mechanism</i> pour offrir des lignes de crédit à hauteur de 240 Md€. L'Espagne, l'Italie et l'Australie mettent en place les premières mesures de déconfinement. Aux États-Unis, la Fed annonce un plan massif d'intervention. Avec un stimulus à hauteur de 2,3 trillions de dollars dans des prêts à l'économie (des prêts aux États et aux municipalités, et des facilités de crédit aux PME et aux entreprises en général). En Chine, la reprise en « V » se confirme par la mise en place et l'utilisation massive des facilités de crédit. |

| Semaine | VSTOXX | Bund | Eurostoxx | Éléments narratifs de marché |
|-------------|--------|--------|-----------|---|
| 13/04-17/04 | 41,2 | -0,479 | -0,2 % | <p>Covid-19 : planification du déconfinement. Les chiffres de la pandémie s'améliorent partout en Europe et surtout dans les pays qui ont été les plus touchés. Aux États-Unis, les nouveaux cas atteignent un plateau et les décès diminuent dans l'État de New York. Partout, les sorties du confinement sont très progressives, face à la peur d'une seconde vague. L'Allemagne autorise le lundi l'ouverture des petits commerces, des librairies et des vendeurs d'automobile, et annonce l'ouverture des écoles pour le début de mai. En France, le gouvernement prépare son plan de réouverture de l'économie pour le 11 mai, l'Italie se prépare à rouvrir le 4 mai. Donald Trump dévoile un plan de déconfinement en trois phases, laissant l'initiative du calendrier aux gouverneurs. Après une décision d'autoriser les obligations à risque (<i>junk bonds</i>) dans les plans de rachat d'actifs, le marché des <i>junk bonds</i> atteint des volumes considérables en une semaine.</p> |
| 20/04-24/04 | 40,17 | -0,47 | -2,7 % | <p>Marchés : l'appétit pour les marchés d'actions revient. Les déconfinements s'organisent dans tous les pays développés. Les nouveaux cas de contamination et de décès diminuent dans la plupart des pays. Les tendances de mortalité liées à la Covid-19 se stabilisent plus vite dans certains pays émergents, ce qui semble dû à des mises en place plus rapides des mesures de confinement. Confinement : l'Allemagne a réouvert ses boutiques la semaine dernière et envisage de réouvrir les écoles au début du mois de mai, tandis que Volkswagen ouvre ses sites de production (Wolfsburg, le lundi). La Suisse allège ses mesures de confinement et planifie la réouverture des écoles. Aux États-Unis, les appels à un retour à la normale se font plus nombreux, tandis que le maire de Las Vegas propose que sa ville soit le centre d'une expérimentation des conséquences de la fin des restrictions sur la distanciation sociale. En Italie, l'agence S&P confirme une notation BBB sur la dette souveraine, malgré un bond de la dette italienne à 153 % du PIB et grâce à la mise en place des mécanismes de rachat de la BCE.</p> |
| 27/04-01/05 | 33,91 | -0,586 | 4,2 % | <p>Covid-19 : les mesures de déconfinement se font plus prudentes pour éviter une deuxième vague. Si dans de nombreux pays, les contaminations ont atteint un pic. Pour autant, les nombres de décès continuent à progresser au Brésil, en Russie et en Inde. L'Allemagne, l'Italie, l'Espagne et la France confirment leurs calendriers d'un déconfinement par étape. Le Royaume-Uni maintient ses mesures de distanciations sociales, la fermeture des commerces non essentiels et la pratique du télétravail. Si chaque pays développe son propre plan de déconfinement, il y a des points communs, comme une adaptation graduelle des mesures aux conditions locales, et partout la distanciation sociale est maintenue et annoncée pour durer encore de longs mois. La BCE maintient ses programmes de rachat d'actifs et ne change pas ses taux, tout en rajoutant un plan de refinancement spécifique à la pandémie (<i>Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations</i>, PELTRO) et tout en allégeant ses conditions pour les opérations de long terme (TLTRO III) en abaissant les conditions d'emprunt des banques auprès de la BCE de -0,75 % à -1 %, ce qui détermine <i>de facto</i> son taux d'intervention. Christine Lagarde envoie des signaux forts sur la volonté de la BCE d'augmenter encore ses interventions si cela devenait nécessaire (augmentation du volume et de la durée du PEPP). En Italie : Fitch dégrade la note italienne à BBB- stable. L'agence s'attend à une dégradation du PIB de 8 % en 2020, avec une dette à 156 % du PIB.</p> |

| Semaine | VSTOXX | Bund | Eurostoxx | Éléments narratifs de marché |
|-------------|--------|--------|-----------|---|
| 04/05-08/05 | 29,66 | -0,532 | -0,7 % | Covid-19 : déconfinements progressifs. Commerce : Donald Trump suggère des barrières tarifaires supplémentaires pour punir la Chine et Washington accuse le gouvernement chinois d'avoir mal géré l'évolution de la pandémie. Les négociateurs chinois et américains sont censés se rencontrer cette semaine pour mettre en place la première phase du nouvel accord commercial. |
| 11/05-15/05 | 34,47 | -0,527 | <i>i</i> | Covid-19 : relâchement des mesures de confinement aux États-Unis et en Europe, mais apparition de nouveaux <i>clusters</i> en Chine et en Corée du Sud. Marchés : divergences entre les États-Unis et la Chine sur les conditions de marchés. |
| 18/05-22/05 | 31,42 | -0,488 | 4,9 % | Les marchés reprennent confiance grâce aux interventions des banques centrales. La France et l'Allemagne demandent ensemble la mise en place d'un fonds de relance de 500 Md€ qui seront empruntés sur les marchés de capitaux. Ce fonds de relance rencontre l'opposition de l'Autriche, du Danemark, de la Suède et des Pays-Bas. |
| 25/05-29/05 | 31,13 | -0,447 | 5,0 % | La Commission européenne présente un plan de 750 Md€ appelé <i>Recovery Instrument</i> qui sera partie prenante du nouvel accord budgétaire (2021-2027) pour assurer la relance à travers toute l'Europe, en ajoutant donc 250 Md€ à la proposition de la France et de l'Allemagne. L'Italie, l'Espagne et la France seront les principaux bénéficiaires des prêts. L'Italie pourrait obtenir près de 90 Md€ de prêts. Les marchés retrouvent un niveau de transactions correct. |
| 1/06-05/06 | 27,89 | -0,27 | 11,0% | BCE : augmentation du PEPP de €600B à €1,35T et prolongation à juin 2021 et jusqu'à la fin de 2022. Cette annonce va au-delà de l'attente des marchés. En particulier, l'annonce d'une ouverture des rachats aux obligations à haut rendement n'a pas été discutée. La BCE prévoit un ralentissement du PIB à hauteur de 8,7 % dans la zone euro et des pressions désinflationnistes. Stimulus : Angela Merkel annonce un stimulus fiscal équivalent à 4 % du PIB de 2020, combiné à une baisse temporaire de la TVA de 19 % à 16 %. État-Unis, bonnes surprises sur le marché du travail : les prévisions étaient de 8 000k de chômeurs, alors qu'en fait l'emploi salarié a nettement augmenté de 2 509 000, principalement dans les loisirs, la construction, l'éducation et le commerce. Le taux de chômage attendu à 13 % a été bien meilleur à 19,6 % avec un taux de participation en hausse de la population active de 60,8 % et alors même que la progression du salaire horaire était de -1 %, alors que le consensus l'établissait à +1 %. |

Note : les phrases en caractères gras sont mises en évidence par les auteurs du présent papier.

Sources : Refinitiv/Eikon, Bund : niveau du taux allemand à dix ans; Eurostoxx : performance hebdomadaire de l'indice Eurostoxx (clôtures vendredi-vendredi); notes de marché et articles : Citi, Neuberger, LBPAM, Bloomberg, Reuters, etc.